

Graziano Tarantini

BANCHE E FINANZA

LA TRANSIZIONE INCOMPIUTA

introduzione di Carlo Secchi

GUERINI
E ASSOCIATI

Indice

11 *Introduzione* di Carlo Secchi

15 *Premessa dell'autore*

PARTE PRIMA LA STORIA

19 **Capitolo primo**
Evoluzione della normativa sul credito in Italia

- 19 1. La legge bancaria del 1936
- 23 2. La fine della banca mista
- 25 3. La Costituzione e la tutela del risparmio
- 27 4. Anni Cinquanta: si consolida il sistema
bancocentrico
- 28 5. Anni Ottanta: le basi della trasformazione
- 31 6. Verso il testo unico bancario
- 35 7. Decolla la banca universale e si scopre la finanza

41 **Capitolo secondo**
La trasformazione del sistema bancario

- 41 1. Le privatizzazioni
- 44 2. Come è cambiato il panorama del credito
- 46 3. Concentrazioni e concorrenza
- 50 4. L'effetto della trasformazione sugli assetti
di controllo
- 52 5. Una crescita insufficiente e il rischio colonizzazione

PARTE SECONDA
DALLA BANCA AL MERCATO

- 61 **Capitolo terzo**
Anni Novanta: occasione mancata
- 62 1. Lo sviluppo dell'industria finanziaria e gli effetti sul
 finanziamento delle imprese
- 66 2. Le trasformazioni del risparmio e sua tutela
- 75 3. Rapporto banche-imprese
- 80 4. I *corporate bond* sono finiti?
- 86 5. Banca universale addio?
- 95 **Capitolo quarto**
**Sostenere la crescita del sistema dentro
 un contesto in evoluzione**
- 96 1. Le imprese italiane e il mercato azionario
- 102 2. Le banche italiane e il mercato
- 105 3. La fine della concentrazione degli scambi
- 110 4. Le nuove regole sulla tutela del risparmio
- 115 5. Il credito a medio-lungo termine
- 117 6. Un nuovo patto tra banca e impresa per una
 transizione verso il mercato

PARTE TERZA
DUE «ANOMALIE» ITALIANE

- 129 **Capitolo quinto**
Le fondazioni di origine bancaria
- 132 1. Le fondazioni e le banche
- 139 2. Perché le fondazioni devono avere ancora un ruolo
 nelle banche
- 153 **Capitolo sesto**
Le banche popolari
- 154 1. Cenni storici
- 158 2. Il quadro normativo
- 163 3. Le tesi di chi vorrebbe di fatto «eliminare» le popolari
- 166 4. Una proposta all'interno di un modello evolutivo

Quando il mare era calmo tutte le navi mostravano
la stessa maestria nel navigare

William Shakespeare

La razza umana non può sopportare troppa realtà

Thomas Stearns Eliot

Introduzione

di Carlo Secchi*

Il dibattito sul ruolo del sistema bancario e finanziario nell'economia e nel processo di sviluppo dell'Italia è da tempo molto vivo, sia sullo stimolo di gravi vicende che in vario modo li vedono coinvolti, sia in quanto siamo ancora ben lontani da un assestamento ed un equilibrio stabile e soddisfacente. Il processo di trasformazione del sistema bancario e di modernizzazione del mercato finanziario è sì iniziato da tempo, ma certamente molto resta ancora da fare, a causa di una impostazione politico-strategica che molti giudicano miope e inadeguata, sia per le scelte fatte, sia per le peculiarità del sistema ereditato dal passato e comunque per l'oggettiva complessità del problema.

Il volume di Graziano Tarantini è certamente un contributo importante al dibattito in atto. L'autore svolge non solo una accurata ricostruzione del processo evolutivo in corso da anni, ma altresì si sofferma su vari nodi e problemi spesso affrontati in altri contesti in modo superficiale e poco trasparente. Questo scritto, si auspica, contribuirà positivamente ad una migliore focalizzazione del dibattito ed alla ricerca di soluzioni e di linee di azione più adeguate, sia per l'esperienza «sul campo» dell'autore nel settore, sia per le tesi sostenute (in particolare nella terza parte del volume).

* Rettore dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano.

Da oltre un decennio, i fattori di cambiamento più importanti sono stati il progressivo affermarsi del mercato unico europeo (accelerato all'inizio del 1999 dall'avvio della politica monetaria comune e dalla introduzione dell'euro) e la spinta verso una crescente globalizzazione dell'economia, a partire dal mercato finanziario che agisce pienamente a livello mondiale come un tutt'uno. Tutto ciò ha avuto importanti riflessi sul ruolo delle banche e sui comportamenti dei soggetti economici, in particolare anche su quelli dei risparmiatori.

Per quanto riguarda le banche italiane, esse rappresentano una sorta di anomalia a livello europeo. Pur essendo attori in un grande Paese (economicamente parlando, nel contesto europeo), esse caratterizzano un mercato poco aperto alla concorrenza degli altri partner (quasi aspirasse all'autarchia), sono prevalentemente concentrate nella loro attività sul mercato nazionale e solo in rari casi (giustamente sottolineati come importanti eccezioni e segnali positivi) cercano di essere protagonisti in altri Paesi.

In altre parole, le nostre banche sono certamente degli importanti «local player» (in Italia), solo qualcuna cerca attivamente un ruolo come «regional player» (in Europa, soprattutto sui mercati dei nuovi Stati membri), nessuna può essere definita come un «global player». Al contrario, negli anni recenti abbiamo assistito allo smantellamento di importanti reti di banche italiane, ad esempio in America Latina.

L'enfasi sul mercato nazionale, accompagnata dal tentativo di impedire una significativa presenza estera in Italia di banche straniere, non solo ha mortificato i livelli di concorrenza ed i benefici che ne possono derivare anche in termini di maggiore efficienza, ma ha privato i nostri operatori economici alla ricerca di sbocchi commerciali e di insediamenti produttivi non solo in Europa, ma in tutto il mondo e soprattutto nelle economie più dinamiche, del fondamentale sostegno che può derivare in loco dalla presenza di banche del proprio Paese.

Come accennato, i grandi processi di cambiamento in atto hanno influito sui comportamenti delle imprese e dei rispar-

miatori. L'Italia è tradizionalmente sempre stato un Paese ad alto tasso di risparmio, anche se gli anni più recenti ne hanno visto un ridimensionamento. I risparmiatori italiani, da finanziatori del debito pubblico dello Stato che tentava di essere il (seppur maldestro) regista dello sviluppo, si sono trovati ad operare sul mercato, anche nel tentativo di ottenere rendimenti più soddisfacenti (spesso senza adeguatamente riflettere sulle conseguenze sui tassi di interesse del venir meno dell'illusione monetaria causata dai precedenti alti livelli di inflazione e con analisi sull'interazione rischi/rendimenti tipiche della mancanza di alcuna cultura economica).

Le banche e i mercati finanziari si sono inseriti nel processo, ma spesso senza tenere conto delle esigenze del nuovo contesto in termini di procedure, di conoscenze tecniche e di cultura economica di base necessarie sia per i risparmiatori sia per i loro operatori a contatto con la clientela. Ferma restando l'esigenza di regole e di istituzioni più adeguate al nuovo contesto (non facili da definire, anche per gli interessi in gioco, come dimostra l'iter defatigante della messa a punto di una normativa più adeguata a tutela del risparmio) e di un maggior coinvolgimento internazionale del nostro sistema bancario e finanziario (sia presenza in Italia di operatori esteri, sia presenza all'estero dei nostri) per i motivi sopra richiamati, restano alcune questioni di fondo che il dibattito dovrebbe meglio mettere a fuoco.

Spesso ci si dimentica del fatto (ovvio) che il risparmio deve essere utilizzato nel modo più efficiente possibile per il finanziamento degli investimenti in generale e in particolare di quelli delle imprese, e quindi dello sviluppo economico e sociale derivante dalla maggior ricchezza da questi prodotta. Questo è il compito fondamentale delle banche e dei mercati finanziari. Tuttavia, siamo in presenza di attività che comportano dei rischi, a volte di cospicua entità, come le recenti vicende hanno purtroppo dimostrato. Chi deve sopportare questi rischi, che non è più possibile (ammesso che fosse desiderabile prima del rafforzamento delle regole europee in materia) accollare allo Stato? Una o poche banche, ovvero una moltitudi-

ne di risparmiatori, ovvero una combinazione delle due categorie di soggetti coinvolti? In un moderno sistema economico, il mercato finanziario (cioè qualche forma di rapporto diretto risparmiatori-imprese, attraverso azioni, bond, investitori istituzionali ecc.) svolge una funzione ben più importante di quanto avvenga in Italia, pur in presenza di un ruolo attivo anche da parte delle banche. In questo modo il rischio è meglio distribuito e i contraccolpi di eventi negativi sono meglio assorbiti.

Il tema accennato si collega direttamente al grado di modernizzazione conseguito dal sistema bancario e finanziario in Italia. Resta ancora molto lavoro da fare, come ben sottolinea il sottotitolo del volume: «La transizione incompiuta».

In Italia servono certamente istituzioni bancarie e finanziarie più «moderne» (nei comportamenti) e più aperte alla concorrenza, con regole e organi di vigilanza più adeguati ai tempi, seppur rispettosi del buon funzionamento del mercato e quindi non tali da ingessare e soffocare, bensì da valorizzare la responsabilità dei soggetti economici. Infatti, la modernizzazione del «sistema Italia» richiede senza dubbio «più mercato», accompagnato da un grado maggiore di «democrazia economica», e cioè da maggiore concorrenza e da una autentica pluralità di soggetti coinvolti, senza dimenticare che il principio di sussidiarietà è alla base del modello economico e sociale europeo, come peraltro ribadito dalla Costituzione europea approvata nel giugno scorso.

In tale ottica, l'approfondimento della terza parte del lavoro di Graziano Tarantini con specifico riferimento alle fondazioni di origine bancaria ed alle banche popolari è particolarmente importante. Infatti, in un Paese come il nostro, con così bassi livelli di cultura economica e di consapevole condivisione dei principi di una moderna economia di mercato, la riduzione, come viene ciclicamente proposto, delle potenzialità di soggetti che (naturalmente assieme ad altri) concorrono allo sviluppo economico e sociale complessivo porterebbe solo vantaggi a interessi di parte, riducendo (il già basso) grado di pluralismo che caratterizza la nostra economia.

Premessa dell'autore

A partire dagli anni Novanta il sistema bancario italiano, rimasto sostanzialmente immobile per oltre mezzo secolo, è stato interessato da un profondo processo di trasformazione. In un sistema sino ad allora rigidamente bancocentrico è andato via via formandosi, come è accaduto in tutti i maggiori Paesi industrializzati, un vero e proprio mercato finanziario. Prima la legislazione europea e poi la moneta unica hanno inoltre costretto a pensare al futuro secondo una prospettiva continentale.

L'evoluzione cominciata all'inizio degli anni Novanta non può però dirsi compiuta. Dal lato delle banche i processi di aggregazione e concentrazione non hanno ancora portato alla formazione di almeno un gruppo in grado di giocare un ruolo significativo quantomeno in Europa, e molto resta da fare sul fronte delle aggregazioni di carattere regionale; dal lato del finanziamento delle piccole e medie imprese possiamo senz'altro dire che gli anni Novanta sono stati un'occasione mancata, queste ultime restano sottocapitalizzate e fortemente dipendenti dal debito bancario a breve.

Nel libro si ripercorre la storia di questa transizione incompiuta, guardando soprattutto alle sfide del presente, in un momento in cui la necessità di una svolta si è fatta impellente. Con un approccio realistico e cercando di rifuggire le astrazioni. Per il mercato ma soprattutto per la libertà. Per il mercato ma con-

sci che occorrono anche competitori italiani e se non ci sono bisogna formarli: almeno provarci. Per il mercato ma desiderosi che le sorti di un'impresa italiana possano essere decise oltre che a Londra anche a Milano. Insomma in modo non del tutto *politicamente corretto*.

Di fronte ai recentissimi *default* di Cirio e Parmalat è forte la tentazione di reazioni istintive che, mettendo il sistema creditizio nel suo complesso sul banco degli imputati, rischiano di riportarci indietro di anni. Servono senz'altro nuove regole, possibilmente poche e chiare, occorre correggere le distorsioni, ma in una prospettiva di crescita e rafforzamento del nostro sistema creditizio e finanziario, che deve a sua volta risensibilizzarsi sul valore sociale del risparmio coniugandolo con la necessità del mercato dove gli investimenti rispondono alla logica rischio-rendimento.

Le nostre imprese oggi sono costrette, per le loro strutture di costo, a concorrere sulle nuove frontiere della tecnologia e dell'innovazione che richiedono più capitali e finanziamenti per investimenti. Per soddisfare tali esigenze le banche restano cruciali anche perché sono loro che devono preparare e avvicinare le piccole e medie imprese al mercato dei capitali: dai maggiori finanziamenti a medio-lungo termine al mercato azionario, passando per una rivitalizzazione del *private equity* e dello strumento obbligazionario.

Il libro si conclude con la trattazione di quelle che sono considerate, per i divinizzatori del mercato, le *anomalie italiane*: le fondazioni di origine bancaria e le banche popolari. Ebbene anche su questo tema si cerca un approccio realistico e privo di astrazioni, individuando aspetti che mostrano che sono anomalie che non solo non rappresentano un retaggio del passato ma che possono contribuire in modo significativo alla crescita economica e sociale del nostro Paese. Ovviamente oltre al mercato occorre avere a cuore lo sviluppo.

PARTE PRIMA

LA STORIA

Capitolo primo

Evoluzione della normativa sul credito in Italia

«Una foresta pietrificata»: con questa immagine alla fine degli anni Ottanta Giuliano Amato descriveva il sistema finanziario italiano. Era necessario rimettere in movimento una situazione che per troppo tempo era rimasta ferma. Lo imponevano i fatti, *in primis* l'incalzare del processo d'integrazione europea.

1. La legge bancaria del 1936

L'assetto del sistema finanziario italiano era sostanzialmente quello configurato con la legge bancaria del 1936. Datata 12 marzo 1936 (ed emendata nel 1937 e nel 1938), la riforma bancaria fu ispirata da Alberto Beneduce, che tre anni prima aveva ideato e promosso insieme a Donato Menichella la costituzione dell'Iri. Fino ad allora il prevalere di teorie economiche di tipo liberistico aveva consentito lo svolgimento senza vincoli dell'attività creditizia, che non era regolata da norme specifiche. Nel 1926 sotto la pressione di alcuni fallimenti come quello della Banca Italiana di Sconto, si arrivò a una prima sistemazione normativa. Fu stabilito in particolare il funzionamento di un unico istituto di emissione, la Banca d'Italia, che diventava la banca centrale. Cessava così la facoltà di emettere moneta da parte del Banco di Napoli e del Banco di Sicilia.

Alla Banca d'Italia era stata inoltre attribuita la vigilanza sull'attività delle banche, con imposizione a queste di iscriversi a un albo, di disporre dell'autorizzazione prima di iniziare l'attività o di aprire nuovi sportelli, di presentare situazioni contabili periodiche e il bilancio annuale, di destinare a riserva il 10 per cento degli utili di esercizio sino a raggiungere il 40 per cento del capitale, di conservare una riserva di liquidità, di contenere il fido massimo concedibile a uno stesso cliente nel limite di un quinto del capitale e delle riserve della banca. Mancava, però, una disciplina organica del settore che arriverà solo dieci anni più tardi con la legge bancaria del 1936. Questa sanciva la fine del modello di banca mista che aveva dominato nei primi decenni del secolo. Un modello – la Banca Commerciale di Giuseppe Toeplitz ne era il massimo esempio – che aveva contribuito all'industrializzazione del Paese, ma che uscirà fortemente minato nelle sue basi dalla crisi del 1929.

La banca mista si reggeva su un intreccio tra capitale di credito e capitale industriale, noto secondo una definizione coniata da Raffaele Mattioli come «catoblepismo», che risulta pericoloso in un contesto come quello italiano, dove il mercato borsistico è poco sviluppato e i gruppi societari basati sulle partecipazioni incrociate sono diffusi. Scrive Mattioli:

Alla vigilia della crisi la struttura delle grandi banche italiane di credito ordinario aveva subito trasformazioni o meglio deformazioni 'stupende'. Il grosso del credito da esse erogato era fornito a un ristretto numero di aziende che ne dipendevano ormai al punto di non poterne fare più a meno. In altre parole erano sotto il controllo delle banche, i cui impieghi in quel gruppo di aziende assorbivano, a loro volta, tutti i fondi da esse raccolti, più parte non trascurabile del risconto. La fisiologica simbiosi si era mutata in una mostruosa fratellanza siamese. Né basta: per salvaguardarsi, diciamo così, dai fin troppo ovvi pericoli di questa situazione, le banche avevano ricomprato tutto il loro capitale; possedevano se stesse attraverso il possesso delle finanziarie da esse create¹.

¹ Mattioli R., «La fratellanza siamese porta al catoblepismo», *Banca-ria*, dicembre 1961, pp. 13-14.

La crisi del 1929, acuita da «effetti domino», si ripercuote pesantemente sulle principali banche italiane, nel cui attivo abbondano partecipazioni in gruppi industriali in difficoltà. Le banche miste operavano come vere e proprie società finanziarie senza averne la struttura tecnica e logistica.

La crisi economico-finanziaria degli anni Trenta colpì duramente, in Italia, tanto il sistema industriale quanto quello bancario. Le grandi banche miste, e in particolare la Banca Commerciale, conclusero il loro ciclo vitale. Difatti, esse non riuscivano a risanare i propri bilanci, nonostante i tentativi di ingegneria finanziaria volti a gestire in modo più razionale le partecipazioni nelle società industriali tramite holding appositamente costituite in quella occasione. A mano a mano che la crisi si acuiva, le banche avevano provveduto a sostenere i corsi azionari delle imprese partecipate al fine di non vedersi costrette ad esporre perdite in bilancio. Fu una politica di gestione suicida, in quanto i valori non avevano alcuna consistenza reale. In poco tempo, si fu costretti a sostenere gli stessi corsi delle azioni bancarie, tramite l'intervento delle rispettive holding, di conseguenza le tre maggiori banche del Paese giunsero a *possedere se stesse*.

L'Iri nasce con l'obiettivo di salvare le banche dal fallimento. L'Istituto detiene l'intero capitale delle banche miste e in questo modo controlla più del 21% di quello delle Spa esistenti in Italia. Di fatto così lo Stato si sostituiva alle banche. Per quanto riguarda le partecipazioni bancarie la quasi totalità delle azioni era costituita dal capitale sociale di Banca Commerciale, Banca di Roma e Credito Italiano, che si vennero a trovare così sotto controllo pubblico. Dal 1936 assumeranno la qualifica di banche di interesse nazionale (le cosiddette Bin), che conserveranno fino agli anni Novanta. Con le convenzioni fra l'Iri e le banche queste si assumevano l'impegno a «limitare la propria azione a investimenti di pronta liquidità, escluso ogni immobilizzo di carattere industriale, anche sotto forma di partecipazioni azionarie o di anticipazioni». Si ponevano così le basi della grande riforma bancaria di Beneduce che aveva il

suo punto cardine nella separazione tra il credito commerciale e il credito mobiliare. Si distingueva il credito a breve da quello a lungo termine. Il primo fu assegnato alle aziende di credito ordinario tra cui le tre banche pubbliche (chiuso all'azionariato estero), le casse rurali e di risparmio, le banche popolari, le ex banche di emissione (che avevano fino a pochi anni prima il diritto di stampare lire; tra queste San Paolo, Monte dei Paschi, i Banchi di Napoli e Sicilia).

Il credito industriale divenne invece competenza esclusiva di Imi, Crediop (Consorzio di credito per le opere pubbliche) e Icipu (Istituto di credito per le opere pubbliche). In realtà la legge disciplinava la raccolta e non gli impieghi e quindi non impediva che questi potessero essere anche ad altissimo rischio, ma permetteva agli organi di controllo appositamente creati di interferire con giudizio di merito – potere notevolissimo – sul rapporto raccolta/impieghi. Questo potere spettava a un Comitato interministeriale nato contestualmente alla legge e alla Banca

Aziende di credito in esercizio dal 1936 al 1991

	1936	1944	1954	1964	1974	1984	1991
Istituti di credito di diritto pubblico	5	5	5	6	6	6	3
Banche di interesse nazionale	3	3	3	3	3	3	3
Aziende di credito ordinario	329	227	203	194	146	120	136
Banche popolari cooperative	329	233	211	214	176	145	103
Cassa di risparmio	91	81	81	80	80	79	41
Monti di credito su pegno	29	17	17	18	12	10	6
Casse rurali e artigiane	1202	856	691	768	648	691	708
Altre aziende di credito	48	22	16	9	3	8	5
Filiali di banche estere	6	4	2	3	11	34	38
Totale	2042	1448	1229	1295	1085	1096	1043

d'Italia che sempre in virtù della riforma diventava completamente pubblica e aumentava i propri poteri di supervisione dell'intero sistema creditizio, assumendo definitivamente il carattere di «banca delle banche».

2. La fine della banca mista

Le caratteristiche che le banche avevano assunto con la legge bancaria del 1936 erano essenzialmente riconducibili ai tre seguenti principi:

1. principio della «specializzazione temporale del credito» in base al quale si distinguevano le aziende di credito che dovevano gestire il credito a breve (entro 18 mesi), dagli istituti di credito che dovevano gestire il medio/lungo. «È facile immaginare – osserva Renzo Costi – che questa forma di specializzazione bancaria fosse il frutto della consapevolezza, acquisita attraverso le vicende della banca mista, dell'opportunità di impedire che le imprese bancarie che raccoglievano risparmio a vista o a breve effettuassero, oltre certi limiti, operazioni di impiego che comportassero immobilizzazioni incompatibili con le caratteristiche della provvista»². Dalla specializzazione temporale, a loro volta discenderanno, benché non fossero espressamente previste dalla legge, altre specializzazioni come quella territoriale o quella concernente il settore di riferimento (è il caso delle casse rurali nei confronti dell'agricoltura e dell'artigianato);
2. principio del «pluralismo istituzionale» in base al quale le banche e anche un numero ristretto di istituti di credito speciale venivano suddivisi in pubblico o privato, con forme legali diverse. Basti considerare che solo nell'ambito delle aziende di credito ordinario erano presenti le seguenti tipo-

² Costi R., *L'ordinamento bancario*, il Mulino, Bologna 2001, p. 60.

logie di banche: gli istituti di credito di diritto pubblico (Banco di Napoli, Banca Nazionale del Lavoro, Istituto bancario San Paolo di Torino, Banco di Sicilia, Monte dei Paschi di Siena, Banco di Sardegna), le banche di interesse nazionale (Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano, Banco di Roma), le casse di risparmio, i monti di credito su pegno, le banche popolari, le casse rurali e artigiane, le banche private;

3. principio della «separatezza tra banca e industria» in base al quale, per evitare che il sistema bancario risultasse coinvolto nelle crisi delle imprese industriali, si vietavano i rapporti di partecipazione azionaria delle banche nelle imprese e viceversa.

Si delineava in questo modo la cosiddetta banca istituzione che aveva come scopo principale lo sviluppo economico del Paese. Altri caratteri di questa banca che ha dominato il sistema creditizio italiano fino alla fine degli anni Ottanta sono:

- la scarsa concorrenza, dovuta alle politiche di cartello e alla rigidità di gestione. «Con la legge bancaria del 1936 il mercato del credito – sottolinea Costi – assunse le caratteristiche di un oligopolio amministrato, nell’ambito del quale la concorrenza fra le imprese poteva essere ridotta a un ruolo marginale»³;
- la scarsa trasparenza, in quanto non venivano comunicate alla clientela le condizioni praticate sui contratti bancari;
- i costi elevati, soprattutto quelli per il personale e quelli per le perdite sui crediti;
- la sottocapitalizzazione;
- la limitata operatività delle banche, in quanto le banche fornivano pochi servizi.

³ *Ibid.*, p. 59.

3. La Costituzione e la tutela del risparmio

Quando nel novembre del 1939 Beneduce, gravemente malato, si congedò dalla presidenza dell'Iri, Donato Menichella⁴, futuro governatore della Banca d'Italia nel primo dopoguerra fino al 1960, gli rivolse un saluto di commiato che anticipa gli indirizzi a cui la Costituente si rifarà nell'affrontare i temi del credito e del risparmio all'interno della futura Costituzione repubblicana:

Voi siete colui che più di ogni altro ha convogliato a servizio dello Stato ed a servizio dell'economia industriale del Paese il risparmio nazionale, in cifre che si misurano a decine di miliardi, ma nello stesso tempo siete colui che ha tutelato il risparmio e ha messo ordine in molti organismi che ne fanno raccolta, per cui può finalmente dirsi chiusa l'epoca delle frodi contro gli inermi paria della classe borghese e della classe lavoratrice [...]. Voi avete spezzato le catene che legavano le banche all'industria, connubio innaturale, specialmente in una nazione e in un regime che pongono a base dell'azione dello Stato non le astruserie di teorie individualistiche e liberali, bensì la tutela del patrimonio dei cittadini indifesi contro gli assalti agguerriti di privilegiati pronti a sfruttare le raffinatezze della tecnica capitalistica per convogliare a loro profitto il sudore e il risparmio della povera gente⁵.

L'articolo 47 della Costituzione individua nella tutela del risparmio il fine sociale dell'impresa bancaria e tale fine presuppone e giustifica il controllo dell'impresa stessa. Sotto que-

⁴ Donato Menichella di cultura liberale, legato a Benedetto Croce e a Luigi Einaudi, sarà dal 1948 al 1960 governatore della Banca d'Italia. La storiografia gli attribuisce il merito di avere saputo, durante e dopo il fascismo, mantenere il sistema finanziario al di fuori «dell'intromissione delle gerarchie politiche», secondo le parole di Enrico Cuccia alla Giornata Menichella, organizzata dalla Banca d'Italia a Roma il 23 gennaio 1986.

⁵ Riprodotto in Ciacci E., *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, Mursia, Milano 1977, p. 372.

sto profilo gli strumenti di controllo previsti dalla legge bancaria non potevano essere utilizzati per altre finalità diverse dalla tutela del risparmio; «tutela che comportava non solo la legittimità degli interventi diretti a garantire la stabilità e l'efficienza del sistema bancario, ma anche quelli che hanno per obiettivo la stabilità del metro monetario, sia nei rapporti interni sia nei rapporti con le altre monete»⁶. La legge bancaria del 1936 aveva lasciato aperte fundamentalmente due ipotesi: la possibilità di imporre alle banche solo vincoli volti espressamente alla tutela del risparmio, e quella, invece, di intervenire nelle scelte aziendali sulla selezione nell'esercizio del credito perché questo venisse erogato in conformità con le linee di politica economica del Governo. La Costituzione risolve tale ambivalenza riconoscendo come valida solo la prima ipotesi. Con l'articolo 41 si riconosce la libertà di iniziativa economica con la garanzia di non stabilire limitazioni che non siano «fondate su di un provvedimento legislativo che individui i fini sociali capaci di giustificarle»⁷.

Nel frattempo con decreto del 1944 era stata delegata alla Banca d'Italia la vigilanza sulle aziende di credito. Il controllo bancario era stato così sottratto all'Ispettorato per la difesa del risparmio e l'esercizio del credito. Da un organo politico-amministrativo il controllo veniva demandato a un ente come la Banca d'Italia, espressione dello stesso sistema bancario.

Nel primissimo dopoguerra si ha anche lo sviluppo di strutture private di credito a medio-lungo termine. Nascono Mediobanca, Centrobanca, Efibanca. Parallelamente, come sezioni speciali degli istituti di credito pubblici, si articola il sistema dei mediocrediti regionali che svolgeranno una funzione chiave nel governo degli incentivi finanziari per le imprese. «L'esercizio di tale funzione, tipicamente amministrativa, finirà con il rendere incerta la fisionomia di questo comparto del sistema creditizio, collocandolo ambiguamente al limite tra l'attività bancaria e la

⁶ Costi R., *op. cit.*, p. 218.

⁷ *Ibidem.*

funzione amministrativa e contribuendo così a intrecci tra banca e attività amministrativa che si conserveranno molto stretti fino alla metà degli anni Ottanta e che solo successivamente verranno decisamente allentati»⁸. Successivamente il delinearci delle possibilità di un maggiore impulso per le esportazioni dell'industria italiana spingerà a dar vita al Mediocredito Centrale.

4. Anni Cinquanta: si consolida il sistema bancocentrico

Quello che si presenta in Italia negli anni Cinquanta è comunque un sistema bancocentrico fortemente segmentato con la distinzione delle diverse categorie giuridiche, e protetto dal blocco di autorizzazioni all'ingresso dall'estero. Il sistema finanziario italiano coincide sostanzialmente con quello bancario, pur avendo appendici nelle assicurazioni e nella borsa azionaria. La stessa giurisprudenza qualificherà più volte l'attività bancaria come servizio pubblico in senso oggettivo. La banca viene vista più come istituzione cui compete una precisa funzione sociale che come attività imprenditoriale. Questo spiega anche la limitazione da parte delle autorità di controllo alla costituzione di nuovi enti e la discrezionalità con cui veniva autorizzata o meno l'espansione territoriale dei diversi istituti. In tale situazione le banche, e così sarà almeno fino alla seconda metà degli Settanta, operavano in una sorta di quasi monopolio. «L'intermediazione finanziaria era affidata, pressoché integralmente, al sistema bancario che, in forme più o meno articolate (la doppia intermediazione), si incaricava di convogliare il risparmio dalle famiglie alle imprese e alla pubblica amministrazione, in un contesto che vedeva sempre più ridotti a valori insignificanti i rapporti diretti tra settori in avanzo e settori in disavanzo realizzati nell'ambito del mercato mobiliare

⁸ *Ibid.*, p. 65.

e, quindi, accresciuto il volume dei fondi intermediati dal sistema bancario»⁹.

All'interno di un sistema così rigidamente bancocentrico la possibilità di espansione del mercato finanziario restò di fatto bloccata fino agli anni Settanta. Negli anni Sessanta le istanze di protezione dei risparmiatori sollevate da alcune insolvenze sul mercato obbligazionario e le esigenze crescenti del bilancio statale suggerirono di introdurre discriminazioni fiscali a favore dei titoli di Stato. «In tal modo – osserva Paolo Savona – si inaridirono le fonti alternative di alimentazione delle imprese portandole sotto il controllo degli istituti di credito speciale e, quindi, della Vigilanza della Banca d'Italia. La nazionalizzazione dell'industria elettrica pose fine alle possibilità di espansione delle finanze di impresa attraverso la raccolta di capitale di rischio»¹⁰.

5. Anni Ottanta: le basi della trasformazione

È alla soglia degli anni Ottanta che, sotto la spinta sia di forze esterne che interne al Paese, inizia un graduale processo di trasformazione e di evoluzione del sistema finanziario. Un processo che, come vedremo, non può dirsi certo concluso e completato. Il sistema che fino ad allora era stato orientato agli intermediari si indirizza sempre di più ai mercati. Dal 1980 in poi si ha uno sviluppo, finora sconosciuto, dei mercati mobiliari. Il dilatarsi del debito pubblico e la capacità del settore privato di assorbire ingenti emissioni e dismissioni del settore bancario portano a un allargamento del mercato.

La creazione dell'Mts (Mercato telematico dei titoli di Stato) e lo sviluppo (anche se parziale) del mercato dei capitali, sia migliorato dal continuo incremento di titoli quotati sia fa-

⁹ *Ibid.*, pp. 66-67.

¹⁰ Savona P., «Banca, impresa e rischio cosciente», *Il Sole 24 Ore*, 3 febbraio 2004.

vorito dalle privatizzazioni degli anni Novanta, portano a una centralità sempre maggiore dei mercati rispetto agli intermediari. La comparsa massiccia di nuovi prodotti finanziari (è del 1983 la disciplina sui fondi comuni di investimento) e di nuovi intermediari finanziari mise «in pericolo la situazione di rendita nella quale aveva vissuto il sistema bancario» e lo spinse «a migliorare la propria efficienza e a muoversi secondo le logiche del mercato e dell'impresa»¹¹. In questa direzione si muoveva anche la prima direttiva europea sul credito emanata nel 1977, recepita in Italia col Dpr 380 del 1985. Con tale provvedimento si introdusse in particolare un principio quasi rivoluzionario: l'esercizio del credito veniva considerato un'attività d'impresa e non più di pubblica utilità.

Tale principio comporta due corollari naturali, che tuttavia non hanno ancora esplicato interamente i loro effetti in tutte le realtà potenzialmente interessate (anche a livello locale). La prima conseguenza è che, se si tratta di attività di impresa, il controllo pubblico delle aziende creditizie non trova più una giustificazione generale legata alla pubblica utilità, ma va eventualmente motivato in base a valutazioni analoghe a quelle che investono gli altri settori produttivi. Viene anche meno la giustificazione dell'utilizzo del sistema creditizio per fini di politica economica, a livello nazionale o locale; le aziende creditizie, così come le altre imprese, possono essere destinatarie di politiche economiche, ma non strumenti, essendo l'obiettivo dell'impresa incompatibile con altri.

La seconda conseguenza è che, se nell'economia dell'Europa sviluppata il credito è una normale attività imprenditoriale, vanno individuati nuovi scopi per i patrimoni che molte comunità hanno accumulato nell'arco delle ultime generazioni per favorire, tramite il credito, l'uscita da situazioni di sottosviluppo. Per banche costituite in forme societarie varie, ma accomunate dall'assenza di scopo di lucro e dal controllo della collettività, l'esercizio di quella che con il tempo – e

¹¹ *Ibid.*, p. 69.

con lo sviluppo economico – è diventata una normale attività commerciale non è più in grado di rispondere agli intenti stabiliti dai fondatori dei patrimoni originari: intenti che, va sempre ricordato, si ispiravano a criteri di utilità e solidarietà sociale.

Il provvedimento del 1985 riconosce anche il diritto all'ingresso sul mercato bancario a qualunque soggetto che abbia le qualità oggettive richieste dalla legge per esercitare l'attività creditizia. Si pongono così le basi per far cadere qualunque discrezionalità nel potere di controllo sull'accesso all'esercizio dell'attività bancaria. Viene inoltre esclusa la possibilità, prevista dalla legge bancaria del 1936, per le autorità di vigilanza di chiudere una filiale bancaria per realizzare una migliore distribuzione territoriale delle aziende di credito. Il principio che va facendosi strada è che l'attività bancaria si configura sempre più come «esercizio di un diritto, non adempimento di una funzione».

La normativa sostanzialmente fotografa una situazione di profonda trasformazione che negli anni Ottanta andava avanzando con l'apertura dei mercati. La stessa distinzione tra le diverse categorie giuridiche degli enti creditizi appariva sempre meno rispondente alla realtà operativa. Sono le premesse del cosiddetto fenomeno della «despecializzazione bancaria» che aprirà le porte nel 1993 col nuovo testo unico bancario alla banca universale. Per ora permangono i vincoli giuridici ma la tendenza è ormai delineata. Insieme alla despecializzazione c'è un altro fenomeno altrettanto importante, quello della disintermediazione bancaria. Sul mercato si diffondono titoli atipici e forme di intermediazione parabancarie come il *leasing* e il *factoring* concorrenziali con le banche, che a loro volta avvertono la necessità di poter offrire alla propria clientela questi strumenti allentando i vincoli normativi che glielo impediscono.

I rapidi cambiamenti rendono altrettanto urgente la ridefinizione di un quadro normativo aggiornato. Servono nuove regole del gioco. Nel 1989 viene tra l'altro emanata anche la se-

conda direttiva comunitaria sul credito (sarà recepita dal Governo italiano nel 1992) che introduce dal 1° gennaio 1993 la possibilità per gli enti creditizi di un Paese membro di operare anche negli altri Paesi dell'Unione Europea stabilendo succursali o prestando servizi, sulla base del mutuo riconoscimento delle licenze bancarie.

6. Verso il testo unico bancario

In Italia il primo intervento sostanziale nella formazione del nuovo ordinamento bancario si ha con la cosiddetta legge Amato Carli (legge n. 218 del 30 luglio 1990) e il conseguente decreto legislativo n. 356 del 20 novembre 1990. La legge ha come oggetto le disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico. Nel nuovo contesto la veste giuridica pubblica delle banche appariva inadeguata. La legge del 1936 vietava processi di fusione tra banche pubbliche, mentre la concentrazione di casse di risparmio necessitava di complessi processi d'autorizzazione. Nel 1988 era stata la stessa Banca d'Italia a segnalare l'esigenza di trasformare le banche pubbliche in società per azioni: occorreva, secondo le autorità di vigilanza, porre in essere i presupposti giuridici necessari per procedere a una riorganizzazione del settore creditizio. Si sollecitava in particolare una riforma dei rispettivi statuti che consentisse una maggiore dialettica interna fra gli organi, attraverso la separazione tra organo di gestione e di controllo e indirizzo, permettendo alle banche di raccogliere capitale di rischio, attraverso il collocamento presso il pubblico di quote di partecipazione o di risparmio. Per Amato la legge 218 è «la principale traduzione in atti di un più ampio indirizzo, volto a costruire, per il sistema bancario, un contesto di mercato che prenda il posto di un sistema amministrato».

Gli obiettivi della legge Amato Carli possono essere così in sintesi riassunti:

- la possibilità di modificare, da parte degli enti creditizi di diritto pubblico, la propria forma giuridica secondo il modello della società per azioni, «la più idonea per l'esercizio dell'attività di impresa, – come spiega il relatore della legge senatore Berlanda – e questo per diversi motivi: anzitutto per la possibilità di fare ricorso al risparmio, allo scopo di accrescere il proprio capitale di rischio, mediante emissione di titoli azionari, per la maggiore snellezza operativa che il modello societario consente di ottenere nonché per la maggior certezza in tema di responsabilità degli amministratori, per la superiore trasparenza nei confronti di terzi»;
- la ricapitalizzazione degli istituti di credito di diritto pubblico, i quali per l'avvenire, dopo la trasformazione in società per azioni, saranno agevolati nell'accedere ai capitali di rischio (art. 4);
- il riconoscimento anche alle banche private, che necessitano di una propria riorganizzazione e ristrutturazione, della neutralità fiscale di tali operazioni, nonché di tutte le agevolazioni riconosciute agli istituti di diritto pubblico.

Il processo di trasformazione della banca pubblica in società per azioni avvenne attraverso la creazione dei cosiddetti *enti conferenti*, poi denominati fondazioni bancarie. La legge Amato Carli puntava essenzialmente a operare una «privatizzazione fredda», cioè «limitata alla forma giuridica del soggetto titolare dell'azienda bancaria». Il legame tra enti conferenti e ordinamento del credito rimaneva assai stretto. Stabiliva due vie per procedere alla privatizzazione: per gli enti aventi natura associativa, e quindi già con dei proprietari, era prevista la trasformazione diretta dell'ente pubblico economico in società per azioni; per gli enti creditizi a struttura fondazione, il cui fondo dotazione era difficilmente attribuibile a soggetti ben definiti, la legge prevedeva il conferimento dell'azienda bancaria in una società per azioni e l'imputazione del pacchetto azionario a un «ente conferente».

Per l'Abi la legge, «pur mantenendo il controllo nella mano pubblica di quella parte preponderante del sistema bancario che ha tale matrice, ridisegna l'architettura del sistema facendo ricorso alla società per azioni che è tipico strumento privatistico e che quindi esalta il carattere d'impresa degli enti creditizi». Il rapporto tra fondazioni e banche avrà negli anni seguenti, fino a oggi, un'evoluzione che modificherà profondamente l'impostazione originaria contenuta nel dettato legislativo del '90. Di questo ci occuperemo nella terza parte.

La trasformazione di molti istituti in società per azioni rappresentava un notevole passo avanti verso il processo di ristrutturazione del sistema bancario italiano. Per rendersi conto della portata del cambiamento basti considerare che negli anni Ottanta l'attività delle banche a controllo pubblico sfiorava il 70% dei fondi intermediati dal sistema bancario. Un dato oggi pressoché annullato.

Viene meno anche il carattere di monosettorialità e l'operatività delle banche si allarga a tutto l'ambito del credito a medio e lungo termine. Allo stesso tempo si innescano quei processi di concentrazione, a cui si sta ancora assistendo (solo negli anni Novanta le aggregazioni hanno riguardato 432 banche senza considerare le operazioni infragruppo e quelle relative al credito speciale), e che si realizzano attraverso trasferimenti aziendali e fusioni. Fino al 1990 una banca pubblica non poteva essere assorbita da enti che non fossero pubblici. La sua trasformazione in società per azioni aprì le porte anche al passaggio dal pubblico al privato.

Un altro aspetto su cui interviene il nuovo quadro normativo è quello dei rapporti banche-industrie. Queste ultime possono assumere partecipazioni nelle banche entro limiti fissati dalla legge e rivedibili dalla Banca d'Italia. Le partecipazioni acquisite dalle industrie nel capitale delle banche devono essere preventivamente autorizzate dalla Banca d'Italia se superano il 5 per cento del capitale o se attribuiscono il controllo della banca partecipata, e in ogni caso non possono comportare una partecipazione superiore al 15 per cento (legge antitrust).

In questo modo si riaffaccia pur con caratteristiche diverse il modello della banca mista (che possiede, sia pure entro certi limiti prestabiliti, le azioni di imprese industriali). Tali possibilità hanno messo gli enti creditizi nazionali in grado di competere in condizioni di parità istituzionale, temporale e operativa con i concorrenti comunitari sul mercato europeo senza frontiere.

Nella prassi intanto si andavano costituendo i gruppi polifunzionali. Come si è visto già negli anni Ottanta l'ingresso massiccio di nuovi operatori nei segmenti del parabancario e del mercato mobiliare aveva via via spinto le banche ad acquisire partecipazioni rilevanti in tali attività. La normativa seguita alla legge Amato Carli prende atto di questa situazione e introduce un sistema organico di vigilanza sui gruppi bancari. Il definitivo riconoscimento dei gruppi polifunzionali e del modello della banca universale arriverà nel 1992 col decreto legislativo n. 481. Un ente creditizio oltre all'attività bancaria tipica, nella totalità delle sue articolazioni, poteva esercitare tutte le attività finanziarie ad esclusione di quelle assicurative e di quelle riservate alle società di gestione del risparmio. Cadevano definitivamente tutte le segmentazioni legate alla durata temporale del credito. Vengono eliminate alcune categorie come le banche di interesse nazionale e gli istituti di credito di diritto pubblico. Le casse rurali attenuano la loro specializzazione assumendo la denominazione di banche di credito cooperativo. Cadono anche gran parte delle barriere che impedivano le fusioni fra enti appartenenti a categorie giuridiche diverse. Per le banche popolari viene ammessa la possibilità di trasformarsi in società per azioni. Si consente insomma «agli enti creditizi di organizzarsi sia nella forma della banca universale sia in quella della banca specializzata e del gruppo polifunzionale, mettendoli in condizione di poter scegliere, di volta in volta, il modello organizzativo che appaia più conveniente»¹². La Banca d'Italia, in un primo mo-

¹² *Ibid.*, p. 83.

mento (poi si ricrederà), ritiene inopportuna, per motivi diversi, un'estensione della tradizionale attività bancaria all'offerta dei nuovi prodotti e servizi finanziari, secondo il modello della banca universale presente in altri Paesi della stessa Comunità Europea (soprattutto in Germania), e preferisce che le banche, se decise a estendere la loro attività ad altri prodotti finanziari, lo facciano attraverso società non bancarie da esse controllate, le società del parabancario, secondo un modello di organizzazione che è quello del gruppo plurifunzionale.

Nel corso dei primi anni Novanta va anche ricordato che la normativa nazionale ha introdotto una serie di soggetti nuovi per il panorama finanziario italiano. Da un lato c'è la nascita delle società di intermediazione mobiliare (legge 1/91) che ha aperto la strada verso nuove forme di investimento (*Investment banking*). Dall'altro lato c'è l'introduzione di nuove tipologie di investitori istituzionali come le Sicav (d.lgs. 84/92), i fondi pensione (decreto 124/93), i fondi comuni d'investimento mobiliare chiusi (decreto 344/93), i fondi comuni immobiliari.

7. Decolla la banca universale e si scopre la finanza

È con l'entrata in vigore del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (decreto 385/93) che il nuovo quadro normativo arriva a una sistematizzazione: dopo una lunga fase di produzione normativa era necessario porre un po' di ordine all'interno del sistema bancario italiano, in particolare era necessario far emergere in maniera chiara i principi e le finalità che i legislatori in questi anni si erano proposti di realizzare.

Si tratta di un testo unitario, già parzialmente modificato con il recepimento nel 1996 della direttiva Eurosim sui servizi di investimento, che è formato da un insieme coordinato di norme rivolte a dare al settore un nuovo impianto e una nuova disciplina, conformi sia all'evoluzione della realtà operativa sia alle

indicazioni delle direttive europee. Il sistema descritto dal testo unico ribalta i principi che avevano lungamente caratterizzato il campo del credito (specializzazione temporale, pluralismo istituzionale, separazione tra banche e imprese). Le banche autorizzate dalla Banca d'Italia sono oggi tutte simili sul piano giuridico e possono operare a tutto campo, senza limitazioni per quanto riguarda le operazioni e i servizi e per quanto concerne le scadenze nella raccolta e nell'impiego dei fondi. Risulta dunque riaffermato il concetto europeo della despecializzazione temporale e operativa introdotto con il recepimento della II direttiva, per cui viene ribadita la tendenza all'universalità del sistema creditizio.

Superati i vecchi concetti legati alla funzione di pubblico interesse dell'attività creditizia e alla proprietà pubblica della maggior parte delle banche, il testo unico favorisce la creazione di un clima competitivo nel sistema bancario, disegnando un ordinamento fondato sull'imprenditorialità e sul libero mercato. Risultano mutati, di conseguenza, anche gli obiettivi della vigilanza esercitata dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (Cicr) e dalla Banca d'Italia; ai precedenti obiettivi di stabilità, di osservanza delle norme e di sana e prudente gestione, si aggiungono quelli di controllo sull'efficienza e sulla competitività del sistema finanziario.

In particolare sono quattro i capisaldi del nuovo testo unico:

- a) l'impresa bancaria può scegliere il modello istituzionale che più ritiene opportuno per lo svolgimento della propria attività. La scelta tra gruppo bancario, banca universale o qualsiasi altra combinazione è quindi una scelta istituzionale del soggetto economico;
- b) l'attività di vigilanza svolta dalle autorità è ispirata al principio della vigilanza prudenziale;
- c) cade ogni forma di specializzazione istituzionale, temporale e operativa nella logica della potenziale universalità degli intermediari finanziari: la nuova legge bancaria dilata infat-

- ti i confini dell'attività che le banche possono svolgere; questa novità ha di fatto imposto alle banche di dover ridefinire la propria posizione strategica;
- d) le forme giuridiche per l'esercizio dell'attività bancaria vengono uniformate sul modello della società per azioni, con la sola eccezione delle banche cooperative.

Nell'ultimo decennio il quadro normativo codificato dal testo unico bancario non ha subito modificazioni di particolare rilievo. In questo periodo si è di fatto compiuto il processo di privatizzazione delle ex banche pubbliche (istituti di diritto pubblico e casse di risparmio) e si è ampiamente dispiegato un movimento di concentrazione nel sistema bancario italiano. Prima di esprimere una valutazione su tali processi è necessario completare il quadro dell'evoluzione normativa con due note.

Innanzitutto la rimozione del vincolo stabilito dal decreto legislativo del 1990 in base al quale la maggioranza delle azioni con diritto di voto delle società per azioni nelle quali si erano trasformate le banche pubbliche doveva necessariamente fare capo a enti pubblici. Questo vincolo è di fatto rimosso dalla legge del luglio 1994 (primo governo Berlusconi) con cui viene rimesso al ministro del Tesoro il potere di stabilire «criteri e procedure di carattere generale per le dismissioni delle partecipazioni detenute dagli enti pubblici conferenti». La dismissione delle partecipazioni «cessava di essere vietata per divenire auspicabile»¹³.

L'altro aspetto che è d'obbligo ricordare è l'introduzione del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58). Negli anni Novanta in Italia si è registrata una forte crescita del mercato mobiliare con un deciso spostamento del risparmio verso i mercati regolamentati e soprattutto il mercato dei capitali di rischio. Servivano nuove regole per imprese di investimento, investitori istituzionali, mercati regolamentati ed

¹³ *Ibid.*, p. 87.

emittenti, al pari di quelle vigenti in altri Paesi. In sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari, il Governo aveva anche la facoltà di modificare, secondo criteri che rafforzassero la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza, la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento a quelle materie che vengono comprese sotto l'etichetta della *corporate governance*: collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto e rapporti di gruppo.

La prima fondamentale caratteristica del nuovo sistema consiste nell'espresso riconoscimento del carattere imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati mobiliari. L'esercizio di tali attività è infatti consentito a società per azioni operanti secondo ordinari criteri privatistici. Alla privatizzazione dei mercati si è accompagnato l'ampliamento delle capacità operative degli intermediari; si sono semplificati e nello stesso tempo sono stati resi più efficaci i presidi di vigilanza e i meccanismi di intervento sulle situazioni di crisi. Secondo l'ex presidente della Consob e attuale componente del *board* della Banca Centrale Europea, Tommaso Padoa Schioppa, è una riforma coerente con un mercato senza frontiere, dove la competizione è tra sistemi e ordinamenti e nel quale finiranno per prevalere le piazze più efficienti, meno costose, e dove sono assicurate maggiore trasparenza e correttezza.

Prima del testo unico del 1998 le banche non potevano negoziare sui mercati regolamentati titoli diversi da quelli emessi o garantiti dallo Stato. Adesso le banche possono svolgere invece tutti i servizi di investimento e,

pur non potendo svolgere attività di gestione collettiva del risparmio (fondi comuni), le banche detengono il controllo delle più importanti società di gestione del risparmio (Sgr) e delle società di gestione dei mercati regolamentati (Borsa Italiana, Mts, Mif). In altri termini nell'operatività delle banche ha assunto una rilevanza sempre maggiore la prestazione dei servizi di mercato mo-

biliare e si è così accentuata l'integrazione fra attività bancaria e attività di mercato mobiliare, ed è sempre più evidente la convivenza, nella banca, di due diverse discipline: quella propria dell'attività bancaria e quella tipica delle attività di intermediazione mobiliare¹⁴.

Se fin qui è stato ripercorso il quadro normativo, adesso è il momento di chiedersi, a più di dieci anni dal testo unico bancario che ha dato avvio ai processi di privatizzazione e di aggregazione, come si presenta oggi il sistema bancario italiano.

¹⁴ *Ibid.*, pp. 88-89.

Capitolo secondo

La trasformazione del sistema bancario

L'attuale assetto del sistema bancario italiano è il risultato di un processo di trasformazione avviato all'inizio degli anni Novanta. Un processo che però ben difficilmente può dirsi completato e che, se non altro, lascia aperte molte contraddizioni. In primo luogo il fatto che l'Italia, nonostante tutte le operazioni di aggregazione e di concentrazione, non ha ancora un gruppo bancario di dimensioni europee e molto resta da fare sul fronte delle aggregazioni di carattere regionale.

Per inquadrare meglio questa transizione incompiuta può essere utile ripercorrere per sommi capi quanto è avvenuto nel sistema bancario italiano dall'inizio degli anni Novanta a oggi, parallelamente all'evoluzione normativa che è stata brevemente descritta in precedenza.

1. Le privatizzazioni

Una prima serie di trasformazioni è riconducibile al capitolo delle privatizzazioni. Le basi di tale processo erano state gettate dalla legge Amato (la n. 218 del 1990) che aveva preparato la strada alla trasformazione delle banche pubbliche in società per azioni. Successivamente la legge 359/92 prevedeva la tra-

sformazione degli enti pubblici economici nella forma giuridica di società per azioni, attribuendo al ministero del Tesoro la titolarità del pacchetto azionario di alcune banche pubbliche. Per comprendere l'entità delle privatizzazioni nel settore creditizio basta considerare che nel 1992 la somma tra proprietà dello Stato e delle fondazioni sfiorava il 75 per cento delle attività totali del sistema bancario italiano. Le fondazioni, in cui molte casse di risparmio si erano trasformate prima di diventare società per azioni in seguito alla legge Amato, avevano una forte caratterizzazione pubblica: gli amministratori erano di norma nominati dagli enti locali e dal ministero del Tesoro, con modalità diverse a seconda della banca, anche se mantenevano una forte autonomia dai poteri statali centrali e talvolta anche dalle amministrazioni locali.

L'avvio concreto del processo di privatizzazione si ha con la dismissione delle partecipazioni detenute dall'Iri nel Credito Italiano (l'80,5 per cento) nel 1993 e nella Banca Commerciale Italiana (il 51,9 per cento) nel 1994. Sempre nello stesso anno iniziava la cessione da parte del Tesoro del pacchetto azionario dell'Imi che, attraverso successive dismissioni, arriverà al 62 per cento del capitale.

Nel 1995 il peso della proprietà pubblica nelle banche italiane era sceso al 62 per cento del totale, un dato pur sempre elevato rispetto ad altri paesi europei come Francia (36 per cento) e Germania (52 per cento). Negli anni seguenti attraverso una nuova ondata di privatizzazioni si arriverà velocemente al 10 per cento del 1999. Banco di Napoli, San Paolo, Banca di Roma, Bnl e il gruppo Banco di Sicilia - Mediocredito Centrale, saranno in successione interessati dalla dismissione delle partecipazioni pubbliche. Trattandosi, tranne che per il Banco di Sicilia, di banche quotate in borsa, per la cessione delle quote si è quasi sempre fatto ricorso al metodo dell'offerta pubblica accompagnata da un contestuale collocamento istituzionale. Per San Paolo, Banca di Roma e Bnl, con l'offerta pubblica c'è stata anche una vendita a trattativa diretta, finalizzata alla costituzione dei cosiddetti «nocioli duri». E proprio sullo scontro tra

i fautori del nocciolo duro e quelli della public company si sviluppa un lungo braccio di ferro. In pratica c'era chi riteneva che le privatizzazioni dovessero essere un'occasione per favorire l'ingresso di un'ampia platea di sottoscrittori (lasciando al mer-

Principali banche privatizzate in Italia
e in alcuni Paesi europei negli anni Novanta

	<i>Anno della priva- tizzazione</i>	<i>Banca</i>	<i>Quota ceduta* (%)</i>	<i>Nazio- nalità</i>
Banche italiane	1994	Comit	52	
	1993	Credito italiano	81	
	1997	Istituto Bancario San Paolo di Torino	50	
	1996	Imi	62	
	1997	Banca di Roma	56	
	1999	Monte dei Paschi di Siena	21	
	1998	Banca Nazionale del Lavoro	100	
	1997	Banco di Napoli	60	
	1997	Banco di Sicilia	60	
	Banche estere	1991	Banco Fosecas & Burnay	80
1992		Banco Portugues do Atlantico	100	PT
1994		Banco Pinto e Sotto Mayor	80	PT
1993		Credit local de France	65	FR
1993		Banque National de Paris	73	FR
1994		Deutsche Verkehrs Bank	55	GE
1995		Deutsche Kredit Bank	100	GE
1995		Salzburger Sparkasse	70	AT
1991		Bank of Pireus	67	GR
1996		Credit Agricole	> 50	BE
1994		Stadshy Potek AB	55	SV
1996		Nord Banken	51	SV
1994		Den Norske Bank	> 50	NO
1995		Fokus Bank	96	NO

* In percentuale del capitale sociale.

Fonte: Relazione Annuale Consob 1999 e Privatization International

cato il compito di creare alleanze) e chi giudicava necessario che sin dall'inizio il controllo delle banche privatizzate fosse riconducibile a un gruppo di controllo. Lo scontro vide contrapporsi soprattutto l'allora presidente dell'Iri Romano Prodi a favore del modello *public company* e il presidente onorario di Mediobanca Enrico Cuccia per il quale occorreva un nocciolo duro che controllasse tra il 15 e il 20 per cento del capitale. Formalmente sembrò prevalere la soluzione della *public company*, infatti fu fissato un limite del 3 per cento al possesso azionario (poi elevato al 5 per cento). In realtà tale vincolo fu facilmente aggirato attraverso l'alleanza di alcuni grandi investitori, portando in tutte le cosiddette Bin (Credito Italiano, Comit e Bnl) alla formazione di noccioli duri di controllo.

2. Come è cambiato il panorama del credito

Questa prima fase di privatizzazioni ha innescato nel sistema bancario italiano un processo di aggregazioni e concentrazioni che è continuato sino a oggi. Un processo che ha modificato sensibilmente il panorama degli assetti proprietari nel settore del credito rispetto alla situazione immediatamente successiva alla privatizzazione.

Va comunque sottolineato che già di per sé gli anni Novanta hanno visto un intenso processo di concentrazione del sistema bancario italiano e più in generale europeo. Tra il 1993 e il 2002 in Italia sono state realizzate ben 500 operazioni di concentrazione che hanno interessato quasi la metà del settore bancario. Il risultato di questo processo è stata una netta riduzione del numero di banche operanti in Italia. Nell'arco di un decennio si è passati da oltre 1000 banche a poco più di 800. Disaggregando quest'ultimo dato si scopre però che nello stesso periodo il numero di banche costituite in forma di società per azioni è aumentato a fronte di un forte calo del numero delle banche popolari e di quelle di credito cooperativo. Molti istituti hanno abbandonato quindi la forma della banca cooperativa scegliendo quella della società per azioni.

Gruppi bancari

	<i>Numero gruppi</i>	<i>Numero banche</i>	<i>Banche in % sul totale</i>
1994	94	151	15
2002	78	231	28

Il sistema si è riorganizzato prevalentemente nella forma dei gruppi creditizi. Escludendo quelle di credito cooperativo, su 297 banche ben 218 rientrano in gruppi creditizi e a queste ultime fa capo l'85 per cento degli sportelli complessivi. I cinque gruppi di maggiori dimensioni detenevano a fine 2002 il 54 per cento dei fondi intermediati, a fronte di una quota che cinque anni prima era del 33 per cento. Solo per dare un'idea dei processi di concentrazione, senza alcuna pretesa di completezza, basti considerare che Unicredit è nato nel '98 dall'aggregazione di Credito Italiano e Rolo Banca 1473 con Cariverona, Cassa di Risparmio di Torino e Cassamarca. Nel corso del 1999 il Gruppo ha aggregato anche la Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto e la Cassa di Risparmio di Trieste. Banca Intesa invece è il risultato dalla fusione di Banco Ambrosiano Veneto, Cariplo e Comit. Il gruppo San Paolo Imi è nato dalla fusione tra Sanpaolo e Imi, seguita dall'acquisizione e fusione con il Banco di Napoli, e infine da quella con Cardine. Il gruppo Capitalia risale al 2002 ed è frutto della fusione tra il gruppo Banca Roma e Bipop-Carire, due realtà entrambe risultato di altre aggregazioni tra il Banco di Roma, il Banco di Santo Spirito e la Cassa di Risparmio di Roma e tra la ex Popolare di Brescia e la

Numero di banche operanti: Centro Nord,
Mezzogiorno e totale Italia

	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>2003</i>
Totale Italia	1104	977	800
Centro Nord	790	698	650
Mezzogiorno	314	279	150

Cassa di Risparmio di Reggio Emilia. A sua volta nel 1999 nel gruppo Bancaroma era confluito anche il Mediocredito Centrale (ora Mcc), banca di riferimento per le attività di finanza d'impresa e di merchant banking, che nello stesso anno aveva incorporato il Banco di Sicilia. In questo riassetto generale del sistema bancario italiano va anche rilevato che sono state di fatto smantellate del tutto le grandi banche del Mezzogiorno.

Schiacciate dal peso di una cattiva gestione le cinque più grandi banche dell'area sono state costrette a richiedere salvataggi mediante interventi del Tesoro, commissariamenti e acquisizioni da parte di grandi banche del centro-nord. Basti considerare che nelle maggiori banche del sud il peso delle sofferenze era attorno al 25 per cento degli impieghi contro un dato medio nazionale del 10 per cento e le perdite su crediti erano così ingenti da aver portato a una diminuzione dei loro patrimoni per quasi 5 mila miliardi di lire nel solo 1995. Oggi nel Mezzogiorno è rimasta solo una rete di raccolta che fa interamente capo a istituti del centro-nord. Sicuramente un ulteriore punto di forte debolezza in un'area già contrassegnata da una difficile situazione sul piano sociale ed economico.

3. Concentrazioni e concorrenza

Quelli citati finora sono solo i processi di aggregazione e concentrazione che hanno interessato i gruppi maggiori, ma è l'intero sistema creditizio italiano a essere stato investito da tale tendenza in misura superiore agli altri Paesi europei. Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, le operazioni di fusione e acquisizione nelle banche italiane nel periodo 1997-2001 hanno toccato un valore di oltre 70 miliardi di euro, il più alto rispetto agli altri sistemi bancari europei e pari al 22% circa del volume totale delle operazioni che hanno coinvolto le banche dell'Unione.

Dall'entrata in vigore della legge antitrust (10 ottobre 1990, n. 287) fino a tutto il 2002, sono state notificate alla Banca d'I-

Operazioni di concentrazione

	<i>Fusioni e incorporazioni*</i>		<i>Acquisizioni* (della maggioranza del capitale)</i>	
	<i>Numero di operazioni</i>	<i>Fondi intermediati**</i>	<i>Numero di operazioni</i>	<i>Fondi intermediati**</i>
1993	38	0.63	6	1.50
1994	42	1.59	10	1.90
1995	47	1.57	19	4.50
1996	37	0.47	19	1.08
1997	24	0.80	18	3.42
1998	27	2.65	23	11.02
1999	36	0.39	28	14.35
2000	33	1.50	24	4.86
2001	31	0.08	9	1.55
2002	18	0.06	11	4.97
Totale	333	9.67	167	36.79

* Escluse le operazioni infragruppo.

** In percentuale dell'intero sistema; il totale è calcolato sui fondi intermediati al 31 dicembre 1992.

talia ben 673 operazioni di concentrazione. In particolare va segnalato che anche gli stessi gruppi una volta formati in più di un caso sono stati oggetto di operazioni di concentrazione tra di loro. Infatti dal 1994 al 2002 si è ridotto il numero dei gruppi, ma è nettamente aumentato il numero di banche ad essi appartenenti. Si è insomma allargato il perimetro dei gruppi bancari. Parallelamente è cresciuto il numero degli sportelli presenti sul territorio nazionale che, nel decennio 1993-2002, hanno registrato un incremento del 35 per cento. «Il grado di bancarizzazione del paese è divenuto più elevato, grazie a una maggiore dimensione degli intermediari: il numero medio di sportelli per banca è passato da 21 a 37»¹.

¹ Baglioni A., Petrella G., «L'evoluzione del sistema bancario italiano nel decennio 1993-2002», *Osservatorio Monetario*, n. 3/2003, p. 62.

Struttura del sistema finanziario italiano

Tipo Intermediario	31 dicembre 2002		31 dicembre 2003	
	Intermediari	Sportelli operativi Italia Estero	Intermediari	Sportelli operativi Italia Estero
Banche	814	29.926 88	788	30.502 75
di cui:				
banche S.p.A.	253	22.924 81	244	23.617 71
banche popolari	40	3.704 7	38	3.471 4
banche di credito cooperativo	461	3.192	445	3.323
succursali di banche estere	60	106	61	91
Società di intermediazione mobiliare	158		132	
Società di gestione del risparmio e Sicav	142		153	
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 106 del Testo unico bancario	1.459		1.494	
di cui:				
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 107 del Testo unico bancario	316		359	

Fonte: Banca d'Italia

La riduzione del numero di banche e di gruppi bancari operanti in Italia non implica necessariamente una diminuzione del grado di concorrenza. Quest'ultimo dipende in maniera cruciale dalla distribuzione degli sportelli sul territorio – per quanto riguarda l'attività di intermediazione tradizionale – e dallo sviluppo di canali di distribuzione alternativi, soprattutto nei comparti più innovativi (come, ad esempio, la gestione del risparmio). Sotto questi profili, la concorrenza sembra essere aumentata. Dall'inizio degli anni Novanta al 2002, il numero medio di banche per provincia è salito da 27 a 32. Negli anni più recenti si è notevolmente accresciuto il numero di promotori finanziari utilizzati dalle banche: hanno raggiunto i 37.000 nel 2002. Inoltre, il canale telefonico e l'internet banking si stanno diffondendo, aggiungendosi al tradizionale sportello bancario².

Il calo del numero di banche – osserva Fabio Panetta – in linea di principio spinge verso una direzione opposta, verso una riduzione – non un aumento – della concorrenza. In realtà, l'incongruenza tra la riduzione del numero di banche e l'aumento della concorrenza è solo apparente. Infatti nel decennio scorso le banche operanti hanno effettuato una forte espansione della rete di distribuzione su tutto il territorio nazionale. Nel decennio scorso il numero degli sportelli bancari è quasi raddoppiato sia al Centro Nord sia nel Mezzogiorno. Una parte rilevante dei nuovi sportelli è stata aperta dalle banche in aree in cui in precedenza esse non erano operanti. In altre parole, l'apertura di sportelli è stata utilizzata per fare ingresso in nuovi mercati, dando luogo a un forte aumento della concorrenza³.

² *Ibid.*, p. 63.

³ Panetta F., «L'evoluzione strutturale del sistema bancario», in *Struttura e operatività del sistema bancario italiano a dieci anni dal Testo Unico*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Quaderno n. 208, Milano 2004, p. 22.

4. L'effetto della trasformazione sugli assetti di controllo

Prima di procedere, a questo punto, è però indispensabile chiedersi quale effetto privatizzazioni, aggregazioni e concentrazioni hanno avuto sugli assetti di controllo delle maggiori banche. Secondo alcuni studiosi «questo processo di consolidamento» ha fatto sì «che in molti casi allo Stato subentrasse, nel ruolo di azionista di riferimento, un altro soggetto di matrice pubblica, e cioè le fondazioni»⁴. Sulla natura e sul ruolo delle fondazioni ci sarà modo di tornare in modo approfondito più avanti, ma va considerata sin da ora la loro posizione negli attuali assetti bancari. Il processo di privatizzazione delle banche pubbliche ha aperto spazi per l'ingresso di nuovi soggetti nelle posizioni di controllo degli enti creditizi. Si è però già visto in precedenza che il testo unico bancario del 1993, pur aprendo le porte alla banca universale, ha stabilito un limite del 15 per cento alle partecipazioni dell'industria nelle banche e viceversa. Quindi è difficile pensare a un ingresso massiccio dei grandi gruppi industriali, improbabile anche per la scarsità di mezzi disponibili per questi investimenti. Un'altra tipologia di soggetti potenzialmente interessati potrebbero essere i fondi pensione, ma in Italia, com'è noto, stentano a decollare. In questo panorama, dove mancano investitori privati forti e nazionali, le fondazioni hanno svolto e svolgono un ruolo fondamentale.

Ecco qualche esempio. In Unicredit le fondazioni delle ex casse di risparmio di Verona, Torino e Treviso hanno il 18,7 per cento del capitale che sale al 25,8 con Carimonte Holding. In Banca Intesa le fondazioni Cariplo e Cariparma su-

⁴ Si veda sul tema Inzerillo U., Messori M., «Le privatizzazioni bancarie in Italia», in De Nardis S., *Le privatizzazioni italiane*, il Mulino, Bologna 2000.

perano il 13 per cento. In Capitalia tre fondazioni hanno il 13,5 per cento. Nel Sanpaolo Imi, la Compagnia di San Paolo e altre sette fondazioni arrivano al 23,6 per cento. Nel Monte Paschi, l'omonima fondazione controlla più della metà del capitale. E in quasi tutti i gruppi citati le fondazioni fanno parte dei patti di sindacato. Secondo dati di Bankitalia, il numero di banche sotto il controllo delle fondazioni è oggi pari a 25. Quindici fondazioni detengono ancora partecipazioni nei primi cinque gruppi bancari e nove sono presenti con quote superiori al 5% nel capitale della banca partecipata. Se il quadro è questo, non si può non chiedersi cosa succederebbe se le quote delle fondazioni venissero dismesse, come taluni vorrebbero. Quali soggetti italiani sarebbero in grado di subentrare alle fondazioni? I fondi pensione che non ci sono? La grande industria che non ha mezzi per investire? È giocoforza chiedersi se questo non significherebbe spalancare le porte a qualche potente socio estero interessato a fare shopping in Italia.

Osserva Mario Sarcinelli: «Se il processo di privatizzazione formale può dirsi praticamente completato, quello sostanziale è anch'esso in gran parte compiuto. Pur ammettendo che le fondazioni hanno come principale oggetto sociale il perseguimento di fini di pubblica utilità, che non sono responsabili per la gestione delle partecipazioni e per la loro redditività ad azionisti privati e che sono in definitiva autoreferenziali è difficile credere che la loro presenza nell'azionariato e nel governo delle banche costituisca un'anomalia tale da doversi eliminare a tutti i costi ed in tempi brevi»⁵.

⁵ Sarcinelli M., «Aspetti funzionali e di gestione degli intermediari», in *Struttura e operatività del sistema bancario italiano a dieci anni dal Testo Unico*, cit., p. 32.

5. Una crescita insufficiente e il rischio colonizzazione

I processi di trasformazione finora descritti come s'è visto hanno fatto crescere la dimensione media delle banche italiane che appare però ancora modesta rispetto a quella delle grandi banche internazionali. La crescita delle dimensioni consente di sostenere gli investimenti necessari a sviluppare servizi bancari ad alto valore aggiunto, beneficiando di economie di scala e di produzione congiunta. Si abbandona così la logica di assegnare alla sola attività di intermediazione creditizia il ruolo centrale di collegamento tra risparmio e investimenti. Il successo delle operazioni di aggregazione è però affidato alla riorganizzazione e alla razionalizzazione delle aziende di credito dove l'elemento fondamentale è costituito dalla gestione degli esuberanti di personale.

Secondo i dati della ricerca di Mediobanca sulle principali banche europee, considerando l'attivo Banca Intesa si colloca al 26° posto, Unicredit al 32° e Sanpaolo Imi al 37°. Nei confronti della capolista Deutsche Bank, Banca Intesa ne rappresenta poco più di un terzo e Sanpaolo Imi qualcosa in più di un quinto. Quanto a dipendenti, Banca Intesa si colloca al 13° po-

Il return on equity (ROE) delle banche italiane

<i>Anno</i>	<i>Sistema bancario</i>	<i>Principali gruppi bancari</i>	<i>Resto del sistema</i>	<i>Centro-Nord</i>	<i>Sud</i>
1994	1.20	0.40	3.40	2.80	-12.40
1995	1.60	-0.30	6.30	4.70	-30.90
1996	3.80	2.40	7.10	5.40	-12.00
1997	1.80	0.10	5.80	1.80	1.30
1998	7.50	7.70	6.90	7.90	3.00
1999	9.60	10.90	6.50	9.70	7.30
2000	12.90	17.10	9.70	13.40	3.20
2001	9.10	12.50	6.40	9.20	4.30
2002	6.40	6.00	6.80	6.50	4.50

sto, Unicredit al 17°, Sanpaolo Imi al 27°. Come si può vedere a livello continentale nonostante le maxi operazioni di concentrazione le maggiori banche italiane continuano a restare relativamente piccole nel confronto internazionale e a intermediare un più basso volume di attività per addetto. Rispetto all'intero gruppo europeo le stesse tre italiane presentano anche costi operativi (personale, spese generali e ammortamenti) inferiori o al massimo uguali dal 1998, perdite su crediti quasi sempre superiori dal 1995, utili netti in calo.

Un altro dato da considerare riguarda la capacità di penetrazione dei gruppi bancari italiani all'estero. Secondo uno studio di alcuni ricercatori di Bankitalia sull'attività internazionale delle banche italiane negli anni Novanta, l'Italia è terza per dimensione dei bilanci bancari e per peso dell'economia reale nell'area dell'euro, ma soltanto ottava nella penetrazione bancaria in Europa.

L'Italia è infatti l'unico Paese europeo, insieme alla Spagna, che ha visto contrarsi nel settembre 2000 il grado di penetrazione delle banche all'estero: il numero di istituti con sportelli «fuori» confine è infatti sceso da 43 (gennaio 1999) a 39. Peggio ha fatto solo la Spagna, con un numero di istituti internazionalizzati sceso da 35 a 29. Lo stesso indicatore è invece cresciuto, o è rimasto stabile, per le banche di tutti i Paesi dell'area euro. In Germania l'indicatore è cresciuto da 100 a 113 e in Francia da 77 a 90. La «scarsa presenza delle banche italiane all'estero è preoccupante – afferma lo studio – perché è accompagnata da un'apertura elevata del sistema creditizio italiano agli intermediari esteri: in Italia infatti erano presenti a settembre 2000 58 banche estere (e 813 nazionali), valore più alto, rispetto al numero totale di banche operanti in ogni Paese, di quelli di Francia (47 estere e 1.059 nazionali) e Germania (85 estere e 2.734 nazionali)»⁶.

⁶ De Bonis R., Farabullini F., Piazza M., «L'attività internazionale delle banche italiane: una sintesi degli ultimi dieci anni», *Moneta e Credito*, n. 212, dicembre 2000.

Parallelamente va rilevato che, pur sotto il controllo congiunto sulla stabilità e la concorrenza esercitato dalla Banca d'Italia, in questi anni non sono mancate le operazioni di ingresso nel capitale dei maggiori gruppi bancari italiani di partner esteri. Lo stesso non è accaduto da parte di banche italiane nei confronti di altri gruppi europei. Neppure si è provato a farlo: tutti gli sforzi sono stati concentrati all'interno del territorio nazionale. Intanto oggi il francese Crédit Agricole è il primo azionista di Banca Intesa (con il 16,6%), tale è anche l'olandese Abn Amro in Antonveneta (con il 15%) e in Capitalia (con il 9,9%), e lo spagnolo Bbva lo è in Bnl (con il 14,9%). Altrettanto rilevante è la partecipazione del Banco Santander nel San Paolo Imi (con l'8,7%).

Tutte partecipazioni pesanti benché le banche interessate restino saldamente sotto il controllo di un'azionariato «nazionale». Ma è certo che se saltasse il cordone sanitario della Banca d'Italia ben difficilmente si potrebbe frenare una crescita delle quote in possesso di gruppi esteri. Tutte queste banche estere presentano un valore di Borsa largamente superiore a quello delle loro partecipate italiane. In teoria potrebbero prendere in mano la situazione sia attraverso acquisizioni dirette che attraverso la strada più dolce delle fusioni. Per comprendere meglio i contorni dello scenario che potrebbe profilarsi, secondo uno studio di Citigroup Smith Barney, nei prossimi tre anni le principali banche europee avranno capitali in eccesso per ben 84 miliardi di euro.

Secondo Giuliano Amato «la più ridotta dimensione di partenza ha posto i gruppi italiani in una posizione subalterna nell'ambito delle piattaforme europee in via di formazione» confermandone «la sostanziale debolezza»⁷. Per Sarcinelli «la domanda che da tempo ci si pone è se siamo condannati a un ruolo regionale, relativamente marginale nel contesto continentale. Nonostante il recupero di efficienza gestionale, l'ampliamento

⁷ Si veda l'intervento di Giuliano Amato, allora ministro del Tesoro, all'assemblea ordinaria dell'Abi, Roma, 23 giugno 1999.

dell'offerta dei servizi finanziari, il miglioramento e la ristrutturazione della redditività degli ultimi anni, fanno propendere per questa tesi tre fattori: gli assetti proprietari dei maggiori gruppi bancari italiani, la specializzazione produttiva delle nostre banche, la frammentazione del nostro tessuto industriale costituito soprattutto da piccole e micro imprese»⁸. Continua Sarcinelli:

Sul primo punto si fa notare che gli assetti proprietari di sette dei primi otto gruppi bancari per dimensione dell'attivo, a causa degli intrecci reciproci e dei legami con Mediobanca e con le Assicurazioni Generali, danno luogo ad un'unica nebulosa. Sul secondo, va detto che la posizione di forza delle principali banche italiane risiede nelle attività tradizionali del *retail* e nella gestione del risparmio, con scarsa o nessuna presenza nei settori dell'*investment banking* e del *corporate finance*; soprattutto il *retail* è un'attività che mal si presta ad essere perseguita con successo fuori dei confini nazionali. A proposito del terzo, infine, si afferma che le esigenze del nostro apparato produttivo sono meglio servite da una struttura creditizia incentrata sulle banche locali. La conclusione che sembra scaturirne è che è meglio dedicarsi a coltivare l'orto di casa⁹.

Di fronte al quadro che si è cercato di delineare resta forte la sensazione che il processo di trasformazione avviato nel sistema bancario italiano sia in realtà una transizione incompiuta. Dopo oltre dieci anni di privatizzazioni, aggregazioni, concentrazioni, l'Italia non ha ancora un gruppo bancario che possa competere come *global player* a livello europeo. Da un altro lato l'ancora forte segmentazione locale del credito rischia di impedire la crescita di un modello di banche di territorio in grado di essere interlocutore e partner delle imprese in un processo di sviluppo complessivo del sistema sociale ed economico. E da ultimo il modello di banca universale fortemente perseguito dall'inizio degli anni Novanta è oggi messo seriamente in discussione non avendo prodotto i risultati sperati.

⁸ *Ibid.*, pp. 36-37.

⁹ *Ibid.*, p. 37.

Quadro riassuntivo dei principali provvedimenti in materia bancaria e finanziaria

Legge bancaria del 1936-38 (Rdl 12 marzo 1936 n. 375 convertito nella legge 7 marzo 1938 n. 141 e Rdl 17 luglio 1937 n. 1400 convertito nella legge 7 aprile 1938 n. 636)

Introduce il principio della specializzazione temporale del credito distinguendo tra le aziende che concedono credito a breve termine (fino a 18 mesi) e quelle che curano i crediti a medio-lungo termine.

Vieta le partecipazioni tra banche e imprese.

Costituzione della Repubblica

All'articolo 47 individua nella tutela del risparmio il fine dell'impresa bancaria.

Istituzione dei fondi comuni di investimento mobiliare (legge 23 marzo 1983 n. 77)

È il primo di una serie di provvedimenti per sviluppare il mercato finanziario.

Recepimento della prima e seconda direttiva Cee (direttiva n. 77/80 del 12 dicembre 1977 recepita con Dpr 27 giugno 1985 n. 350 e direttiva 89/646 del 15 febbraio 1989 recepita con D.lgs. 14 dicembre 1992 n. 481)

Con la prima direttiva l'esercizio del credito viene considerato un'attività d'impresa e non più di pubblica utilità. Con la seconda direttiva dal 1° gennaio 1993 gli enti creditizi di un Paese membro potranno operare anche negli altri Paesi dell'Unione Europea stabilendo succursali o prestando servizi.

Legge Amato-Carli (legge n. 218 del 30 luglio 1990, D.lgs. n. 356/1990 e D.lgs. n. 481/1992)

Avvia il processo di ristrutturazione del sistema bancario nazionale, incentivando la trasformazione delle Casse di Risparmio e degli Istituti di Credito di Diritto pubblico in società per azioni e la nascita degli enti conferenti: le fondazioni.

Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia – TUB (D.lgs. 1 settembre 1993 n. 385)

Ribalta i principi della legge bancaria del 1936 spalancando le porte alla banca universale. Pone fine alla specializzazione temporale del credito, alla separazione tra banca e industria e al pluralismo istituzionale.

Decreto Eurosim (direttiva 93/22/Cee recepita con D.lgs. 23 luglio 1996 n. 415)

Recepisce le direttive comunitarie in termini di servizi finanziari modificando il testo unico.

Testo unico della finanza – TUF (D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58)

Introduce le nuove regole per imprese di investimento, investitori istituzionali, mercati regolamentati ed emittenti. Regola il mercato finanziario che era andato strutturandosi negli anni precedenti.

Quadro sintetico dell'evoluzione della principale regolamentazione bancaria negli Stati Uniti

Glass-Steagle Act

Il *Banking Act* del 1933 o *Glass-Steagle Act* venne approvato a seguito di una delle crisi sistemiche più gravi che si ricordino.

- Venne istituita la *Federal Deposit Insurance Corporation*, un'assicurazione obbligatoria sui depositi.
- Il mercato delle attività creditizie venne rigorosamente segmentato. Alle banche commerciali era consentito erogare solo credito a breve termine.
- Il credito a lungo termine, così come il collocamento di prestiti obbligazionari o il collocamento di azioni, era riservato alle banche di investimento (*investment bank*) che non potevano accettare depositi.
- Stabiliva inoltre una rigorosissima distinzione fra banche e imprese industriali, impedendo alle banche di detenere partecipazioni industriali e viceversa.

Istituzione della Sec

Nel 1934 viene istituita la Sec (*Securities Exchange Commission*), principale autorità regolamentativa della Borsa statunitense con sede a Washington. Ha la responsabilità di proteggere l'investitore secondo quanto definito dal *Securities Act* del 1933 e dal *Securities Exchange Act* del 1934.

Le Holding Companies

Il *Douglas Amendment* del 1956 impose alle banche di operare in ciascuno Stato solo seguendo le regole vigenti in quello Stato e non quelle dello Stato d'origine. Impediva l'esistenza di legislazioni concorrenti.

- Contemporaneamente fu autorizzata l'istituzione delle *Bank Holding Companies*, che furono sottoposte alla supervisione della Fed e divennero la principale struttura organizzativa presente nel mercato, in grado di operare in più Stati.
- A partire dagli anni Ottanta il sistema subì forti pressioni verso il consolidamento e il numero delle banche diminuì per fusioni e fallimenti. Attualmente esistono circa 800 banche.
- La principale spinta venne dall'abolizione delle restrizioni all'apertura di nuovi sportelli, con il *Riegle-Neal (Interstate Banking) Act* del 1994.

Nasce la banca universale

Sotto l'amministrazione Clinton il *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Act* del 1999 abroga il *Glass-Steagall Act*, permettendo la nascita di banche universali.

- Società finanziarie e di assicurazione possono ora comprare banche.
- Le banche possono collocare prodotti assicurativi e mutui immobiliari.
- L'Office of the Controller of the Currency (OCC) controlla oggi le emissioni di titoli condotte dalle banche.
- La Fed è titolare della supervisione su tutte le attività delle bank holding companies, che includono attività assicurative, immobiliari e collocamenti di titoli.

PARTE SECONDA
DALLA BANCA AL MERCATO

Capitolo terzo

Anni Novanta: occasione mancata

Dopo essere rimasto sostanzialmente immobile per oltre cinquant'anni, il sistema finanziario italiano è stato protagonista dall'inizio degli anni Novanta di un processo di trasformazione più ampio e profondo di quelli osservati nei principali Paesi. È un processo che non può ritenersi certo completato, ma che oggi è giunto a un passaggio cruciale. Complici i recenti *default* di alcuni grandi gruppi industriali e le pesanti ricadute sul sistema creditizio nel suo complesso, c'è il rischio che prevalgano reazioni istintive che finiscano con l'innescare un processo di regressione. E questo l'Italia non può assolutamente permetterselo. Sarebbe un colpo mortale per il proprio sistema finanziario che comprometterebbe seriamente la capacità di sviluppo dell'intero apparato produttivo. Oggi occorre piuttosto intervenire con correttivi atti a completare quel processo di trasformazione faticosamente avviato. Innanzitutto va evitato un eccesso di regole e normative, modo con cui purtroppo in Italia si è invece spesso risposto alle sollecitazioni poste dagli eventi della vita sociale ed economica. È evidente il rischio di appesantire se non paralizzare l'operatività degli intermediari con un conseguente freno allo sviluppo di un mercato finanziario efficiente. Non si può sopperire con un eccesso di regole alla debolezza del sistema, ma semmai si tratta di rafforzar-

lo per renderlo competitivo e consentirgli di svolgere appieno la sua funzione di supporto allo sviluppo del Paese.

1. Lo sviluppo dell'industria finanziaria e gli effetti sul finanziamento delle imprese

Il mutamento dell'industria finanziaria italiana – mercati, ma anche intermediari – è stato graduale, ma profondo. Un sistema semplice, ancora 10-15 anni fa incentrato sulla tradizionale attività delle banche e con limitata gamma degli strumenti e degli intermediari finanziari, si è trasformato in un sistema complesso, nella morfologia simile – salvo che per la carenza di investitori istituzionali – a quelli più avanzati. Da un sistema, come abbiamo visto, fortemente bancocentrico ancora a metà degli anni Novanta, ci si è gradualmente indirizzati verso un sistema sempre più orientato al mercato. Per comprendere meglio le caratteristiche di tale passaggio può essere utile soffermarsi su alcuni dati.

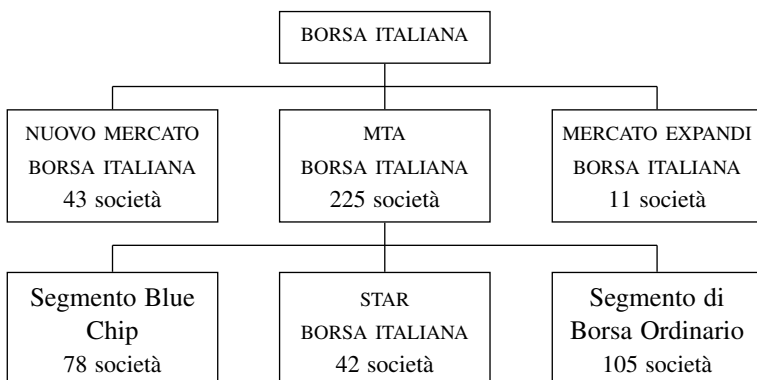
Tra il 1990 e il 2000 il rapporto tra attività finanziarie lorde e Pil è balzato da 4 a 7. L'articolazione degli operatori e la tipologia dei prodotti finanziari sono sensibilmente cresciute. Alle banche e alle società di assicurazione si affiancano società di intermediazione mobiliare, di gestione del risparmio, di investimento a capitale variabile. Alla fine del 1997 operavano 53 società di gestione e una Sicav; alla fine del 2003 erano iscritte nel relativo albo 153 Sgr e Sicav (di cui 93 di emanazione bancaria). Il numero dei fondi comuni e dei comparti è più che raddoppiato (da 626 nel 1997 a quasi 1.500 nel 2001). Il patrimonio gestito è passato da 191 miliardi di euro nel 1997 a 419 alla fine del 2001, con un massimo di quasi 490 nel corso del 2000. Nel novero degli strumenti, di speciale rilievo è la diffusione dei prodotti «derivati»: opzioni, *future*, *swap*.

Il numero stesso dei mercati si è ampliato. Ai mercati azionari si sono affiancati il mercato telematico obbligazionario, il

mercato degli strumenti derivati (Idem), il mercato dei contratti a termine sui titoli di stato (Mif), il mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato (Mts), il mercato telematico dei depositi interbancari (e-Mid). Soprattutto, i mercati sono cresciuti in ampiezza, spessore, elasticità.

Le condizioni di inferiorità del mercato azionario sono venute meno per quanto attiene agli standard di qualità-costo dei servizi di contrattazione e di regolamento. La capitalizzazione di borsa è salita da 310 miliardi di euro a fine 1997 a 812 a fine 2000, anno in cui si raggiunge il punto di massimo nelle quotazioni; l'incidenza rispetto al Pil nello stesso periodo è passata dal 30 al 70 per cento. Nel 1999 è stato costituito il Nuovo Mercato per rispondere alle esigenze delle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita operanti sia in settori innovativi che tradizionali purché caratterizzate da innovazione di prodotto, servizio o processo. All'interno di esso il settore TechStar individua le aziende che rispondono a criteri d'elezione quanto a crescita sostenibile, trasparenza e *corporate governance*. Nel 2001 al segmento Blue Chip (aziende con capitalizzazione superiore a 800 milioni di euro) e a quello di Borsa Ordinario, si è aggiunto il segmento Star (Segmento titoli ad alti requisiti) rivolto alle società con capitalizzazione inferiore a 800 milioni di euro che, per aumentare la qualità e la visibilità della propria immagine sul mercato e attrarre l'interesse degli investitori istituzionali, si impegnano a soddisfare requisiti più elevati di liquidità, trasparenza e *corporate governance*. Infine nel dicembre 2003 dal Mercato Ristretto è sorto il Mercato Expandi con requisiti di ammissione più semplici e un processo di quotazione più agile, rivolto alle piccole imprese operanti in settori tradizionali con posizioni consolidate nei mercati di riferimento e un solido *track record* di risultati economico-finanziari. A gennaio 2004 le società quotate erano 279 contro le circa 200 del 1997. Tuttavia le dimensioni del listino restano ridotte in relazione al potenziale di quotazione insito nell'economia. In un mercato più liquido l'esercizio della facoltà di *exit* è più agevole e frequente. Lo testimonia la ridu-

Struttura del mercato borsistico



zione del periodo di detenzione media dei titoli azionari (da quattro anni nel 1990 a meno di uno nel 2000). L'avvicinamento alle borse più accreditate trova conferma nel ricorso sporadico alla sola quotazione all'estero da parte delle società italiane e nella convergenza delle determinanti dei corsi nel mercato nazionale con quelle dei maggiori Paesi dell'area.

I miglioramenti conseguiti con la nascita e lo sviluppo degli investitori istituzionali, con l'introduzione di norme volte alla correttezza e alla trasparenza dell'informativa societaria, con l'ingresso di intermediari anche esteri di alta professionalità hanno consentito al mercato mobiliare, azionario e obbligazionario, di raggiungere livelli di efficienza informativa più elevati. I prezzi correnti dei titoli incorporano, oltre all'informazione insita nei prezzi passati, quella diffusa tra il pubblico e altresì, almeno in taluni comparti (ad esempio, i fondi comuni), l'informazione elaborata presso operatori specializzati.

Certamente il varo nel 1998 del testo unico della finanza ha contribuito a questi processi configurandone la cornice regolamentare. Il passaggio a un sistema orientato al mercato va però messo soprattutto in relazione con la fase che l'economia italiana ha attraversato dai primi anni Novanta. Alcuni successi sono inequivocabili: rientro dall'inflazione, riduzione del debi-

to pubblico, nuova moneta. Tuttavia nell'ultimo decennio l'economia italiana è cresciuta poco, al disotto delle sue potenzialità, meno di altri Paesi sviluppati. «Ha vissuto – osserva Pierluigi Ciocca – con difficoltà il passaggio dal paradigma allocativo dell'*economia mista* a quello dell'*economia di mercato con regole*, verso cui moviamo. La propensione delle imprese a investire – pur risalendo – non è stata tale da impedire la flessione nello stesso tasso di crescita del prodotto potenziale. Queste circostanze rendono ancora più rimarchevoli i progressi dell'industria finanziaria, in un contesto per questi versi non favorevole»¹.

Il passaggio da un sistema bancocentrico a un modello orientato al mercato ha implicazioni dirette sui meccanismi di finanziamento alle imprese. Il modello bancocentrico è tendenzialmente più conservativo nello scrutinio dei progetti di investimento, ma proprio per questo meno soggetto a euforie e bolle. Allo stesso tempo, però, è più propenso a sostenere le imprese nei momenti di crisi. Al contrario, un sistema orientato al mercato è più funzionale a consentire la raccolta diretta di mezzi finanziari da parte delle imprese, ma più soggetto a *shock* e instabilità.

La maggiore instabilità di un sistema orientato al mercato deriva da due fenomeni in parte correlati tra loro. In primo luogo, le imprese hanno tendenzialmente una maggiore discrezionalità nelle decisioni di aumento dell'indebitamento e del grado di utilizzo della leva finanziaria rispetto a quanto avviene in un sistema bancocentrico. In secondo luogo, raccogliendo risorse attraverso il collocamento di strumenti finanziari, il rischio d'impresa può essere trasferito a famiglie o investitori non soggetti a controlli di stabilità, come dimostrano anche i recenti casi Cirio e Parmalat.

¹ Si veda il testo dell'audizione di Pierluigi Ciocca, vicedirettore generale della Banca d'Italia, alla Commissione Finanze della Camera sul testo unico della disciplina in materia di intermediazione finanziaria, il 5 giugno 2002. Il testo è disponibile sul sito internet della Banca d'Italia (www.bancaditalia.it).

Uno dei segni più significativi della trasformazione avvenuta soprattutto dalla fine degli anni Novanta nella struttura di finanziamento si vede analizzando la composizione dei debiti finanziari delle grandi imprese. Il ricorso all'emissione di titoli obbligazionari (*bond*) è cresciuto notevolmente. Grandi gruppi industriali ma più recentemente anche realtà medio-grandi hanno preferito emettere obbligazioni per raccogliere nuovo capitale di debito, anziché ricorrere solo al sistema bancario. È significativo il parallelismo che intercorre tra il ricorso al credito bancario e l'emissione di obbligazioni. Più diminuisce il primo, più cresce la richiesta al mercato di risorse attraverso i *bond* societari. Per quanto riguarda le società quotate, dal 21,6 per cento del 1993 l'esposizione diretta verso le banche scende progressivamente fino al 6,9 per cento del 2000 e si attesta al 7,7 per cento del capitale investito nel 2002. Le obbligazioni al contrario coprono quote crescenti dei debiti finanziari. Nel 2002 rappresentavano il 16,5 per cento del capitale investito. Va precisato tuttavia che si tratta di un fenomeno limitato solo ai grandi gruppi, che non ha in alcun modo coinvolto il resto delle imprese dove l'eventuale emissione di obbligazioni non ha ridotto il ricorso al credito bancario.

2. Le trasformazioni del risparmio e sua tutela

Questo processo coincide con una modificazione graduale dell'allocazione del risparmio degli italiani. La quota di risparmio depositata dalle famiglie presso le banche e da queste utilizzata per finanziare imprese ed enti locali, e acquistare titoli pubblici, è diminuita. È invece cresciuta la quota di risparmio che passa direttamente dalle famiglie alle imprese attraverso il mercato azionario e obbligazionario. Sono interessanti al riguardo alcuni dati sull'assorbimento del risparmio: in termini di risorse nel 1995 su un totale di 227 miliardi di euro le imprese ne assorbivano 50, Stato ed enti pubblici 82; nel 2002 su un totale di 271 miliardi alle imprese ne sono arrivati 124, allo Stato 46.

Ricorso a nuovi finanziamenti (assorbimento di risparmio)
da parte dei maggiori settori (milioni di euro)

<i>Settori che fanno ricorso ai finanziamenti</i>	<i>Anno 1995</i>	<i>Anno 2002</i>
1. Stato ed enti pubblici	82.031	46.250
2. Imprese*	50.212	124.102
3. Famiglie	17.354	28.991
4. Estero	41.373	36.387
<i>Altre passività finanziarie</i>	<i>36.567</i>	<i>36.134</i>
Flusso totale dei finanziamenti	227.537	271.864

* Imprese non finanziarie e società di finanziamento.

Fonte: Banca d'Italia

In particolare se si analizza la provenienza delle risorse finanziarie destinate allo Stato si può vedere come dal 1995 al 2002 sia fortemente calato l'ammontare di titoli pubblici acquistati dalle famiglie scendendo da oltre 43 miliardi di euro a 19 miliardi. E nei 124 miliardi di finanziamenti raccolti dalle imprese nel 2002 è significativamente cresciuta la quota proveniente dalle famiglie, mediante l'acquisto diretto di titoli non azionari, che assomma a 8 miliardi e 861 milioni di euro, un dato

Ricorso a nuovi finanziamenti da parte dello Stato
e degli altri enti pubblici (milioni di euro)

	<i>Settore di provenienza dei finanziamenti</i>			
	<i>Famiglie</i>	<i>Banche</i>	<i>Imprese e altre società finanziarie</i>	<i>Estero e altri</i>
Finanziamenti totali				
	Anno 1995			
	82.031	43.763	- 8.591	9.385
	Anno 2002			
	46.250	19.101	- 26.101	17.291
	35.959			

Fonte: Banca d'Italia

Ricorso a nuovi finanziamenti da parte delle imprese italiane
(milioni di euro)

		<i>Settore di provenienza dei finanziamenti</i>			
		<i>Famiglie</i>	<i>Banche</i>	<i>Imprese e altre società finanziarie</i>	<i>Eestero e altri</i>
Anno 1995					
Finanziamenti totali:	50.212				
Finanziamenti non azionari:	28.829	-503	22.022	3.333	3.977
<i>di cui obbligazioni:</i>	-1.769	-560	-1.326	340	-223
Azioni:	21.383				
Anno 2002					
Finanziamenti totali:	124.102				
Finanziamenti non azionari:	87.699	8.861	36.620	15.177	27.041
<i>di cui obbligazioni:</i>	35.426	8.937	-1.966	6.562	21.893
Azioni:	36.403				

Fonte: Banca d'Italia

che solo nel 1995 era pressoché inesistente. Un aumento interamente ascrivibile alle obbligazioni.

Secondo i dati forniti dal governatore Fazio nell'audizione parlamentare del gennaio 2004, alla fine del 1995 le famiglie italiane possedevano 1.712 miliardi di euro di attività finanziarie. Di queste, 446 miliardi erano costituite da titoli pubblici, 182 miliardi da azioni e obbligazioni delle imprese, 68 miliardi da quote di fondi comuni, 558 miliardi da depositi e altre forme di raccolta bancaria.

Alla fine del 2002 le attività finanziarie delle famiglie erano cresciute a 2.494 miliardi, con un aumento del 46 per cento rispetto a sette anni prima. All'interno di questo aggregato, i titoli pubblici detenuti in via diretta erano diminuiti in valore

assoluto, a 218 miliardi, a fronte dell'aumento, a 334 miliardi, degli investimenti in quote di fondi comuni. Il risparmio affidato dalle famiglie alle banche sotto forma di depositi e altri strumenti di raccolta è passato da 558 a 761 miliardi, con un aumento del 35 per cento.

L'ammontare di azioni e obbligazioni emesse da imprese e detenute direttamente dalle famiglie è stimabile in 294 miliardi; il volume della sola componente obbligazionaria si è quintuplicato nei sette anni, passando da 6 miliardi nel 1995 a 30 miliardi nel 2002, circa 60 mila miliardi di vecchie lire.

Come si può vedere il risparmio italiano in pochi anni ha registrato un vero e proprio cambio di rotta. La discesa dei tassi d'interesse e dei rendimenti dei titoli pubblici ha certamente inciso nel modificare le abitudini dei risparmiatori italiani. Non è altrettanto certo che contestualmente sia cresciuta la propensione al rischio e orientarsi su un portafoglio composto da azioni, fondi comuni, obbligazioni private, in una fase di forte espansione del mercato borsistico, di per sé non è sufficiente ad avvalorarlo. Riprova di ciò sarebbe la tendenza «ancora ampiamente diffusa» dei risparmiatori ad «assumere direttamente decisioni di investimento che comportano la valutazione di attività finanziarie assai diverse fra loro quanto a scadenza, rendimento e rischio dell'emittente»². Insomma un po' allo stesso modo di come nel passato si gestiva un portafoglio di Bot. La quota di questa sorta di «fai da te» finanziario in Italia, pur essendo diminuita, è ancora molto più alta di quella riscontrabile in altri Paesi occidentali: la detenzione diretta di titoli rappresenta circa il 19 per cento del totale delle attività finanziarie, contro il 10 e il 2,7 per cento di Germania e Francia (dati 2001).

² Si veda la testimonianza resa dal governatore della Banca d'Italia Antonio Fazio, il 27 gennaio 2004, davanti alle Commissioni congiunte del Senato e della Camera, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio.

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie

Paesi	Anni	Circolante e Depositi	Titoli	Azioni (1) e quote di fondi comuni	Altre attività (2)	Attività finanziarie	Per memoria Passività finanziarie di cui: debiti finanziari
Francia	1995	36.0	5.1	34.1	24.8	1.66	0.43
	2000	27.3	2.0	43.4	27.3	2.17	0.46
	2002	31.7	2.3	32.7	33.3	1.90	0.51
Germania	1995	41.8	12.9	18.4	26.9	1.55	0.66
	2000	34.0	10.2	27.0	28.8	1.79	0.74
	2002	35.9	11.3	21.0	31.8	1.77	0.73
Giappone (3)	1995	49.3	8.1	13.4	29.2	2.64	0.86
	2000	52.5	5.1	11.4	31.0	2.86	0.83
	2002	56.3	4.6	7.7	31.4	2.83	0.83
Italia	1995	39.8	30.5	18.6	11.1	1.72	0.21
	2000	24.4	18.5	44.4	12.7	2.38	0.30
	2002	29.4	24.7	29.6	16.3	1.98	0.32

(continua)

(segue)

<i>Paesi</i>	<i>Anni</i>	<i>Circolante e Depositi</i>	<i>Titoli</i>	<i>Azioni (1) e quote di fondi comuni</i>	<i>Altre attività (2)</i>	<i>Attività finanziarie</i>	<i>Per memoria Passività finanziarie di cui: debiti finanziari</i>
Regno Unito	1995	24.0	2.1	19.4	54.5	2.64	0.72
	2000	20.3	1.3	22.5	55.9	3.25	0.76
	2002	27.9	1.4	15.5	55.2	2.47	0.85
Stati Uniti (4)	1995	13.8	9.0	47.0	30.2	0.15	0.69
	2000	11.2	7.4	51.2	30.2	3.44	0.76
	2002	14.5	8.2	46.5	30.8	2.90	0.84

Per memoria:

Euro 4 (5)	1995	40.5	13.8	24.0	21.7	1.62	0.48
	2000	29.9	9.2	37.9	23.0	2.03	0.55
	2002	33.8	11.0	28.1	27.1	1.83	0.56

(1) Comprendono anche le partecipazioni. - (2) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. - (3) Fonte: Bank of Japan, Flow of Funds Accounts. - (4) Fonte: federal Reserve System - Board of Governors, Flow of Accounts of the United States, 1995-2003. Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro. - (5) Media ponderata di Francia, Germania, Italia, Spagna.

Fonte: Eurostat, se non altrimenti specificato nelle note

Questo è un problema reale – osserva Corrado Passera – che non ha facili soluzioni. Da un lato non è ragionevole responsabilizzare la banca dove il ruolo che essa svolge è di esecutore meccanico di un ordine di acquisto o di vendita (per esempio, acquisto diretto via internet – *trading on line*), dall'altro è impossibile ipotizzare un ruolo di vera e propria consulenza nei casi di conti in amministrazione e custodia di piccolissima dimensione o per i quali il cliente non sia comunque disponibile a pagare tale servizio. Rimane in questi casi solo il rispetto rigoroso delle regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento (per esempio, comunicazione dell'eventuale inadeguatezza dell'operazione rispetto al profilo finanziario del cliente e/o dell'eventuale conflitto di interessi in cui si trovi la banca)³.

Gli ultimi due rapporti 2002 e 2003 sul risparmio curati da Bnl e Centro Einaudi mettono in evidenza l'avvio di una fase riflessiva, in cui prevale il bisogno di sicurezza, tra i risparmiatori, dopo la bolla speculativa e all'indomani dell'11 settembre. Dopo il caso Parmalat si tratta di vedere se siamo di fronte a una semplice fase di attesa o a una vera e propria battuta d'arresto.

Solo il 31 ottobre 2003 il governatore Fazio, in occasione della giornata del risparmio, aveva fornito un quadro sui casi di insolvenza su titoli di società non finanziarie registrati nel 2002: in tutto 32 nell'area dell'Unione europea di cui la metà riguarda società britanniche, un quarto olandesi; tre *default* si sono verificati in Germania, e uno rispettivamente in Italia (Ciriò), Francia, Belgio, Svizzera, Svezia e Norvegia. In quell'occasione il governatore, dopo aver ricordato la distinzione che intercorre tra un deposito bancario e l'acquisto di un'obbligazione (maggior rendimento connesso al maggior rischio), ave-

³ Si veda il testo dell'audizione di Corrado Passera, amministratore delegato di Banca Intesa, davanti alle Commissioni congiunte del Senato e della Camera, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, il 20 febbraio 2004.

va messo in guardia da «allarmi sull'efficienza e sull'integrità di una componente del nostro sistema finanziario» che «possono essere controproducenti per lo sviluppo dei mercati e in definitiva per l'attività delle imprese, che in questo momento già si confrontano con una difficile congiuntura». Qualche settimana dopo il *default* di Parmalat ha però riproposto il problema in tutta la sua emergenza, accrescendo gli elementi di una crisi di fiducia verso lo strumento dei *corporate bond* e più in generale verso le banche che avrebbero minimizzato il rischio nei confronti delle imprese debentriche rovesciandolo sul mercato e soprattutto sull'anello più debole, quello dei risparmiatori.

Se sono già stati messi in evidenza i limiti di un risparmio «fai da te», grande responsabilità è anche da ascrivere a un metodo di vendita degli strumenti finanziari in parte insufficiente in quanto tutto incentrato sul rispetto di procedure formali senza preoccuparsi di trasmettere in maniera adeguata il principio dell'ineludibile legame rischio-rendimento. «Non esistono operazioni a rischio zero, questo è evidente, ma la banca deve fornire informazioni puntuali, non deve mai trasferire ai clienti rischi propri»⁴. È stato minato in questo modo un rapporto fiduciario nel passaggio più delicato, quello in cui la ricchezza risparmiata viene convogliata verso gli investimenti. «La fiducia degli investitori e la reputazione degli intermediari rappresentano i beni immateriali più preziosi per l'industria bancaria e finanziaria; costituiscono il presupposto per rafforzare e rendere durature le relazioni di clientela, per consentirne l'ampliamento; vengono costruite in lunghi anni di corretta gestione, ma possono svanire rapidamente al verificarsi di anomalie e irregolarità»⁵. Secondo Pier Luigi Fabrizi, «i risparmiatori si sono progressivamente spostati verso combinazioni di rendimento e di rischio più complesse, ma a questo non si sono accompagnati un parallelo accrescimento della loro cultura finanziaria e, so-

⁴ Mazzotta R., «Il rating etico, una buona soluzione», *Etica & Finanza*, febbraio 2004.

⁵ Desario V., «L'industria del risparmio gestito», intervento all'assemblea annuale di Assogestioni, Milano, 21 marzo 2002.

prattutto, un ruolo delle banche particolarmente diverso da quello della semplice negoziazione»⁶. Inevitabile è stato perciò, in coincidenza con alcune crisi aziendali, il corto circuito tra risparmiatori e banche.

Nell'aprile 2001, in tempi non sospetti, nella relazione annuale della Consob si notava

come vi sia un che di magico nell'esistenza di un mercato dei titoli: un mercato in cui gli investitori sono disposti a versare somme ingenti a degli sconosciuti per ottenere diritti intangibili, il cui valore dipende interamente dall'informazione che viene resa disponibile e dall'onestà del venditore. Quella magia, giorno dopo giorno, può avvenire, e un mercato può prosperare, se, e solo se, esiste un presidio di istituzioni e di regole le quali tutelino l'investitore sotto un duplice profilo: riducendo, nella misura del possibile, la sua inferiorità informativa; proteggendolo dal rischio che gli affidatari del suo investimento compiano operazioni a suo danno per proprio beneficio. Per assicurare quel presidio, serve certo un intervento pubblico; ma non basta⁷.

Molto potrà certo fare in questa direzione la riforma sulla tutela del risparmio di cui si sta discutendo, ma non sarà sufficiente. A questo si aggiunga che la globalizzazione dei mercati finanziari rende l'ipotesi di sterilizzazione del rischio al di fuori della portata di ogni singolo Stato. È necessario che le istituzioni finanziarie si risensibilizzino sul valore sociale del risparmio coniugandolo con la necessità del mercato dove gli investimenti rispondono a un rapporto rischio-rendimento. Per tale ragione serve sì un quadro normativo più adeguato, ma fondamentale sarà l'autoregolamentazione di tipo sostanziale che ogni singola banca saprà darsi a tutela dell'investitore senza per questo venir meno a una logica di mercato. È

⁶ Fabrizi P., «Consulenza nel futuro delle banche», *Il Sole 24 Ore*, 15 aprile 2004.

⁷ Spaventa L., «Discorso del presidente della Consob al mercato finanziario», Milano, 5 aprile 2001.

emblematico in tal senso il caso di alcune banche francesi che hanno deciso di bloccare la vendita al risparmiatore di titoli individuali.

3. Rapporto banche-imprese

Il caso dei *corporate bond* obbliga ad allargare l'orizzonte e a riconsiderare nel suo complesso il rapporto tra banche e imprese in Italia alla luce del nuovo scenario. Affrontando questo tema non va trascurata la particolare struttura delle imprese italiane, caratterizzata da una fortissima presenza di piccole e medie aziende con una diffusione territoriale capillare, specie nelle aree del nord e del centro del Paese. Storicamente la struttura finanziaria delle imprese italiane, soprattutto piccole e medie, è stata improntata, anche nel corso degli anni Novanta, a una cronica scarsità di mezzi propri e a un'eccessiva esposizione a breve termine verso il sistema bancario.

È significativo in questo senso il fatto che negli anni Novanta il processo di disintermediazione del credito abbia interessato quasi esclusivamente le grandi imprese dotate della capacità, in termini di merito creditizio, di rivolgersi direttamente al mercato dei capitali. I risparmiatori sostituiscono i depositi bancari con investimenti in attività caratterizzate da un minor grado di liquidità e da un maggior rendimento (soprattutto quote di fondi comuni di investimento) e le imprese che possono fanno ricorso direttamente al mercato dei capitali. Con l'entrata in vigore della nuova legge bancaria e con l'aggiustamento strutturale del sistema creditizio, si assiste progressivamente a una caduta del grado di intermediazione dal lato del passivo e a una diffusione delle obbligazioni bancarie come fonte di raccolta per le operazioni attive a medio-lungo termine. Si riduce nel contempo il peso del margine di interesse, cioè la differenza tra tassi attivi sugli impieghi e passivi sui depositi, nella determinazione della redditività delle banche e aumenta quello dei ricavi da servizi finanziari alle imprese e alle

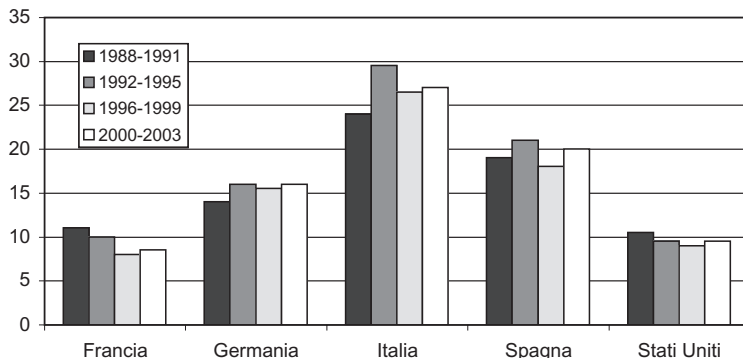
famiglie. Questo processo non ha, però, toccato le piccole e medie imprese che hanno mantenuto una crescente dipendenza dal sistema bancario.

Nel documento conclusivo dell'Indagine conoscitiva sul sistema industriale italiano promossa nel 2003 dalla Commissione Attività produttive della Camera si legge:

In Italia la principale fonte di finanziamento delle imprese è costituita dalle banche. Le imprese, infatti, a differenza di quanto avviene in molti altri Paesi, si avvalgono in misura alquanto ridotta della possibilità di reperire autonomamente sul mercato i capitali di cui necessitano. L'attivismo delle banche nei confronti delle imprese – elemento di per sé vitale considerata la scarsa praticabilità di strade alternative – non si è tuttavia tradotto nella creazione di intermediari finanziari in condizioni di intervenire direttamente sul lato proprietario, ma ha determinato solo la crescita dell'esposizione del sistema bancario nei confronti del sistema industriale senza perseguire una strategia ben definita.

Se si volesse fare un confronto internazionale, emergerebbe la limitata articolazione delle fonti di finanziamento utilizzate

I debiti bancari
in % sul fatturato, medie nei periodi, PMI



Fonte: elaborazione su dati Bach

Rapporto di indebitamento
Confronto del parametro debiti finanziari/equity medio

	<i>Italia</i>	<i>Usa</i>	<i>Francia</i>	<i>Spagna</i>	<i>Germania</i>
2002	1.00	0.66	0.52	0.65	0.57
1998	1.11	0.70	0.50	0.43	0.48
1993	1.26	0.68	0.73	0.96	0.54
1988	1.09	0.64	0.83	0.61	0.49

Fonte: Bach

dalle imprese italiane di media e piccola dimensione e la scarsa permeabilità a strumenti largamente impiegati in altri contesti come il mondo anglosassone. Anche in base agli ultimi dati l'Italia si conferma un Paese leader per l'abbondanza del credito bancario. Se si considera il rapporto percentuale medio dei debiti bancari sul fatturato nelle imprese italiane, questi pesano per oltre il 25 per cento, mentre in Francia e negli Stati Uniti sono al di sotto del 10 per cento, in Germania sono poco più del 15 per cento e in Spagna sfiorano il 20 per cento.

Dall'analisi comparata, in particolare, emerge che in Italia è molto elevata l'incidenza del debito a breve termine delle imprese, meno adatto a sostenere lo sviluppo aziendale e la cui scadenza non eccede l'anno, che nel 2002 si attesta sul 65 per cento del totale. Negli altri Paesi l'indebitamento a breve termine è invece molto più contenuto. Per quanto concerne i debiti a medio-lungo termine, le imprese italiane si situano sul valore medio del campione considerato, evidenziando una quota pari al 14,1 per cento del totale del passivo.

In ordine alla patrimonializzazione delle imprese, le industrie italiane hanno un livello di capitalizzazione ampiamente al di sotto della media delle principali economie internazionali. Su questo aspetto l'Italia mostra il divario maggiore rispetto agli altri Paesi con una quota di capitale e riserve pari al 28,5% del totale del passivo, dato che in Germania si attesta al 32,6, in Francia al 36,2, in Usa al 37,2, in Giappone al 38,6 e, per finire, in Spagna al 43,7.

Attività e passività finanziarie delle imprese italiane (1)
(in milioni di euro)

Voci	Consistenza di fine periodo			Flussi	
	dicembre 2003	Composizione %		2002	2003
		dicembre 2002	dicembre 2003		
Attività					
Biglietti e depositi a vista	119.903	10.4	10.7	6.474	8.554
Altri depositi	1.067	0.8	0.9	-166	1.213
di cui: <i>bancari</i>	8.897	0.7	0.8	-218	1.078
Titoli a breve termine	69			-805	-879
Titoli a medio e lungo termine	27.375	2.8	2.4	-947	-5.753
di cui: <i>pubblici</i>	10.250	1.4	0.9	-1.083	-6.788
di cui: <i>di imprese</i>	6.377	0.5	0.6	553	268
Quote di fondi comuni	4.532	0.4	0.4	-10	227
Azioni e partecipazioni	388.114	33.0	34.6	18.651	26.101
Crediti commerciali	238.659	24.1	21.3	42.630	-19.439
Altre attività finanziarie (2)	45.381	4.5	4.0	-1.032	-1.639
Attività sull'estero	288.603	23.7	25.7	1.841	27.750
di cui: <i>depositi</i>	21.373	1.8	1.9	2.231	27.750
di cui: <i>crediti commerciali</i>	68.852	5.5	6.1	-5	9.683
di cui: <i>titoli</i>	18.903	1.7	1.7	-2.877	2.113
di cui: <i>azioni e partecipazioni</i>	129.961	10.4	11.6	9.810	8.595
Totale attività	1.122.703	100.0	100.0	66.635	36.135

(continua)

(segue)

Voci	Consistenza di fine periodo			Flussi	
	dicembre 2003	Composizione % dicembre dicembre		2002	2003
		2002	2003		
Passività					
Debiti a breve termine (3)	313.929	14.5	14.2	-1.725	-3.217
di cui: <i>bancari</i>	283.574	13.1	12.8	-1.943	-3.086
Debiti a medio e lungo termine (4)	366.204	14.6	16.5	40.606	47.254
di cui: <i>bancari</i>	295.133	11.5	13.3	32.473	44.906
Titoli	33.544	0.9	1.5	10.047	12.333
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	27.824	0.8	1.3	9.344	10.489
Azioni e partecipazioni	887.981	41.8	40.0	14.476	23.859
Debiti commerciali	243.530	12.0	11.0	43.500	-19.835
Alte passività finanziarie (5)	106.763	4.8	4.8	5.953	3.250
Passività sull'estero	265.249	11.4	12.0	-3.236	4.536
di cui: <i>debiti</i>					
<i>commerciali</i>	36.350	1.3	1.6	-631	8.421
<i>debiti finanziari</i>	92.158	4.5	4.2	-6.773	-6.440
di cui: <i>titoli a medio e a lungo termine</i>	13.751	0.9	0.6	-362	-4.921
<i>azioni</i>					
<i>e partecipazioni</i>	133.459	5.4	6.0	6.531	4.510
Totale passività	2.217.200	100.0	100.0	109.621	68.,180
Saldo	-1.094.497			-42.986	-32.045

(1) I dati si riferiscono alle «società non finanziarie». - (2) La voce è costituita da: riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. - (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. - (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing. - (6) La voce è costituita da: fondi di quiescenza e altre partite minori.

Fonte: Banca d'Italia

La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese è in Italia essenzialmente basata sul credito a breve termine e sui mezzi propri forniti dalla famiglia proprietaria. In genere, la funzione finanziaria assume un ruolo marginale nel processo produttivo finalizzato a minimizzare il costo di una risorsa indifferenziata, quale appare il credito, sfruttando i vantaggi del multiaffidamento. Sostenibile in fasi di stabilità e di prevedibilità delle dinamiche competitive, tale approccio mostra evidenti limiti in presenza di discontinuità allo sviluppo (interne o esterne) e di un contesto caratterizzato da una situazione di imprevedibilità circa l'evoluzione delle forze competitive. In questi casi le risorse finanziarie si pongono come un vincolo alle politiche di gestione dell'impresa e ne comprimono i margini di manovra a disposizione. In presenza di discontinuità legate a una crescita accentuata (per linee interne o esterne-gruppi) o, piuttosto, a situazioni di ricambio generazionale, una struttura finanziaria basata sul capitale di debito e sulla frammentazione degli affidamenti non è in grado di provvedere in via esclusiva alla copertura delle esigenze finanziarie dell'impresa.

Da qui la necessità di un rafforzamento patrimoniale attraverso l'impiego di strumenti diversi dal tradizionale credito bancario per far fronte adeguatamente al maggior rischio legato all'attività produttiva e a una redditività differita nel tempo.

4. I *corporate bond* sono finiti?

Si è già accennato in precedenza a proposito del risparmio delle famiglie italiane alla diffusione dello strumento dei *corporate bond*. A tale riguardo per completare il quadro sono utili alcuni dati sul loro sviluppo. La quota delle obbligazioni emesse da imprese italiane sul totale di quelle dell'area euro è cresciuta dall'11 per cento del periodo 1995-98 al 16 per cento del quadriennio 1999-02. E secondo calcoli della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) la consistenza delle obbligazioni di imprese italiane sarebbe passata dai 40 miliardi di dollari a fi-

Emissioni obbligazionarie lorde di società private
sull'euromercato* (numero di operazioni e milioni di euro)

<i>Voci</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
Italia					
Numero di operazioni	104	193	265	204	177
valore delle operazioni	41.294	48.650	73.519	51.672	47.182
<i>banche</i>	13.663	26.498	25.044	12.857	16.169
<i>altre società finanziarie</i>	3.138	9.083	23.640	25.110	19.378
<i>imprese non finanziarie</i>	24.493	13.069	24.835	13.705	11.635
Francia					
Numero di operazioni	175	222	216	238	329
valore delle operazioni	46.527	49.697	56.644	63.413	77.317
<i>banche</i>	7.206	13.608	14.388	22.069	24.761
<i>altre società finanziarie</i>	10.590	10.993	9.557	11.894	12.490
<i>imprese non finanziarie</i>	28.731	25.096	32.699	29.450	40.066
Germania					
Numero di operazioni	615	658	488	454	527
valore delle operazioni	113.044	141.213	132.824	114.025	116.315
<i>banche</i>	79.567	83.831	70.284	47.450	56.944
<i>altre società finanziarie</i>	14.418	12.098	8.021	14.672	10.122
<i>imprese non finanziarie</i>	19.059	45.284	54.519	51.903	49.249
Area dell'euro					
Numero di operazioni	1.412	1.750	1.738	1.775	2.112
valore delle operazioni	309.180	390.047	423.907	369.499	466.415
<i>banche</i>	164.373	203.242	189.054	160.309	220.393
<i>altre società finanziarie</i>	48.549	62.159	93.102	97.639	118.308
<i>imprese non finanziarie</i>	96.258	124.646	141.751	111.551	127.714
Regno Unito					
Numero di operazioni	464	661	637	660	1.182
valore delle operazioni	117.021	163.604	151.216	142.265	188.786
<i>banche</i>	44.768	57.055	47.239	57.091	69.831
<i>altre società finanziarie</i>	19.324	36.446	42.971	42.036	69.749
<i>imprese non finanziarie</i>	52.929	70.103	61.006	43.138	49.206

(continua)

(segue)

	Stati Uniti				
Numero di operazioni	844	593	669	431	524
valore delle operazioni	232.695	257.447	368.913	253.469	212.745
<i>banche</i>	40.076	64.843	82.429	61.353	70.176
<i>altre società finanziarie</i>	72.564	55.665	65.773	40.168	34.964
<i>imprese non finanziarie</i>	120.055	136.939	220.711	151.948	107.605

Fonte: Dealogic

* Obbligazioni a medio e lungo termine, valutate al valore nominale, emesse da imprenditori del settore privato facenti parte di un gruppo societario residente nel Paese o nell'area indicati; sono inclusi i *private placement* e le emissioni collocate contemporaneamente sull'euromercato e sul mercato interno statunitense. Le imprese sono individuate sulla base del settore di appartenenza della società che le controlla. Per l'Italia, sono esclusi i titoli Alitalia, Aem, Atac, Eni, Enel.

ne 2000 ai 185 miliardi di dollari di fine 2003. Nello stesso periodo la percentuale *corporate* sul totale delle obbligazioni private è passata dal 7,8 per cento al 19,6 per cento. Va peraltro precisato che le emissioni di *bond* societari italiani risultano polarizzate su un numero ridotto di grandi emittenti (ai primi quattro va il 75 per cento dei fondi raccolti dalle imprese italiane sull'euromercato) e un maggior numero di emissioni di limitate dimensioni, in genere senza rating. E il peso delle obbligazioni sul passivo delle maggiori imprese italiane resta comunque assai contenuto: solo il 16 per cento dei debiti finanziari, contro una media europea del 22,3 per cento, è costituito dal ricorso a obbligazioni. Negli Stati Uniti il finanziamento attraverso l'emissione di *corporate bond* rappresenta addirittura quasi un terzo delle fonti di finanziamento complessivamente utilizzate dalle grandi imprese: il ricorso ai *bond* supera quello diretto al credito bancario.

Tornando al mercato italiano, lo strumento obbligazionario si presenta sempre più come veicolo privilegiato per accrescere l'indebitamento finalizzato alla crescita. Ed è interessante rilevare come il ricorso ai *bond* non si è affatto accompagnato a

una diminuzione degli impieghi bancari. Se infatti si confronta l'andamento delle due diverse fonti di finanziamento (*bond* e prestiti bancari), nel periodo 1997-2002 a un incremento delle obbligazioni per 65,4 miliardi di euro si è accompagnata una crescita dei prestiti bancari per ben 174,4 miliardi di euro.

Per il presidente dell'Abi Maurizio Sella «lo sviluppo dei *corporate bond* si è inserito in un più ampio processo di consolidamento della struttura finanziaria delle imprese italiane, che risultava e risulta eccessivamente sbilanciata sul breve termine. Questo processo ha trovato nell'euro e nella convergenza dei tassi di interesse italiani verso i livelli europei un formidabile fattore di accelerazione e si è riscontrato in molti dei Paesi oggi appartenenti all'eurozona»⁸.

Per inquadrare meglio il rapporto tra prestiti bancari e altri strumenti nell'approvvigionamento di finanziamenti da parte delle imprese va considerata anche l'attuale struttura degli impieghi delle banche italiane. Secondo dati forniti dall'Abi il rapporto impieghi/raccolta sull'interno (depositi, obbligazioni e operazioni pronti contro termine) ha superato alla fine di novembre 2003 il 100 per cento, un valore ben maggiore rispetto all'80,4 riferito alla media dell'area euro. Per far fronte a tale forte crescita degli impieghi le banche italiane hanno, negli ultimi anni, progressivamente aumentato il ricorso alla raccolta bancaria sull'estero, che costituisce ormai circa un quarto delle fonti di provvista. Le banche italiane, in sostanza, danno credito in Italia più di quanto raccolgono dai risparmiatori italiani.

In Italia, più che in Europa, è rilevante il supporto finanziario offerto dalle banche alle piccole e medie imprese. La quota sul totale degli impieghi fino a 500 mila euro risulta infatti alla fine del primo semestre del 2003 pari al 23,8%, percentuale che raggiunge quasi il 50% se si considerino i finanzia-

⁸ È un passaggio dell'audizione del presidente dell'Abi Maurizio Sella, davanti alle Commissioni congiunte del Senato e della Camera, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmiatore, il 5 febbraio 2004.

menti fino a 5 milioni di euro, impieghi verosimilmente diretti alle piccole e medie imprese.

Anche dal confronto internazionale emerge il ruolo che le banche italiane svolgono nei confronti delle imprese di più piccole dimensioni: i finanziamenti bancari alle piccole imprese in rapporto al totale delle loro passività – pari a quasi il 25% in Italia – appaiono in linea con quelli spagnoli (24,6) e notevolmente superiori a quelli delle banche francesi (12,2).

Il segno del supporto dato alle imprese si legge anche nelle perdite assorbite dalle banche. Nel periodo 1992-2002 il loro ammontare complessivo è risultato superiore a 77 miliardi di euro. E nel 2003 i flussi di nuove sofferenze rettificcate delle imprese hanno registrato una crescita del 46 per cento rispetto al 2002, raggiungendo i 12 miliardi.

In questo quadro si può intuire come non sia fondato parlare di una sostituzione del credito bancario col ricorso al mercato obbligazionario. Come sottolinea un rapporto Prometeia del dicembre 2003, «guardando all'evoluzione della struttura finanziaria di alcuni grandi gruppi italiani è forte la sensazione che il debito obbligazionario sia stato utilizzato per compensare difficoltà ad aumentare il ricorso alle più tradizionali forme di finanziamento, e segnatamente di quelle bancarie, e che sugli obbligazionisti gravino rischi non adeguatamente segnalati». Lo stesso studio conclude che «non è consolatorio sapere che i *default* di Cirio e Parmalat hanno riguardato una percentuale modesta della ricchezza finanziaria delle famiglie». La perdita già maturata e calcolata rispetto alle emissioni obbligazionarie «è ormai consistente e sicuramente tale da generare possibili fenomeni di contagio» verso lo strumento dei *corporate bond*. «Non c'è stata alcuna sostituzione, a livello di sistema, tra credito ed emissione di *corporate bond*. C'è stato invece un considerevole aumento di risorse finanziarie per le imprese e sarebbe drammatico per il Paese se la demonizzazione dei *corporate bond* bloccasse questa evoluzione», osserva Sella⁹. Ed è evidente co-

⁹ È un passaggio dell'audizione già citata.

me muoversi in senso opposto a tale evoluzione significhi andare contro una tendenza dominante nei principali sistemi economici. Impedire che le banche scarichino sul mercato e sui risparmiatori la rischiosità importata dalle imprese riducendo il credito bancario e spingendole a emettere *corporate bond* senza nessun controllo non vuol dire demonizzare le obbligazioni societarie e la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese. Al riguardo nota Roberto Mazzotta: «Il mercato delle obbligazioni emesse dalle imprese è fondamentale per lo sviluppo economico, aggiuntivo all'intermediazione bancaria, che rischia di essere fortemente appannato». Quanto successo con i casi Cirio e Parmalat insegna che «mentre da un lato va sempre più sviluppato questo comparto della finanza, dall'altro deve crescere il ruolo degli intermediari. Il *fai da te* non dà la percezione corretta del livello di rischio che si corre, non tutti i risparmiatori hanno una competenza finanziaria particolarmente spiccata. Oggi è confermata l'importanza del mercato obbligazionario ma è evidente che il collegamento con lo sviluppo deve essere governato, principalmente, attraverso le strutture di risparmio gestite dai professionisti»¹⁰.

Quel che è certo è che dopo i recenti *default* è d'obbligo chiedersi se l'ancora embrionale mercato dei *corporate bond* non rischi di essere fatto fuori ancor prima di decollare. Una tale deriva lascerebbe peraltro del tutto irrisolto il problema di individuare per le imprese canali di finanziamento alternativi al tradizionale credito bancario a breve termine e soprattutto più aderenti alle esigenze di sviluppo e di crescita del sistema produttivo nel suo complesso. E questo proprio in un momento in cui l'entrata in vigore il 1° gennaio 2004 delle nuove regole in materia di diritto societario (D.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative) amplia le possibilità di ricorrere a strumenti finanziari alternativi al credito bancario. Accanto ad una serie di novità riguardanti la liberalizzazione delle tipologie di stru-

¹⁰ Mazzotta R., «Il rating etico, una buona soluzione», cit.

menti finanziari di rischio (come, ad esempio, l'ampliamento di azioni anche a voto limitato o condizionato), sul versante delle obbligazioni si innalza il limite finora previsto per la generalità delle società per azioni, e in particolare per le quotate. La nuova regola generale (art. 2412 codice civile) dispone che le società possano emettere obbligazioni fino a una cifra massima pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili. Tale limite può essere superato, oltre che nei casi previsti dalla disciplina precedente, anche quando le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (banche e imprese di investimento) che rispondono della solvenza della società in caso di circolazione degli strumenti sul mercato secondario. Questa nuova regola pone delicati problemi sul rapporto banca-impresa soprattutto alla luce delle vicende Parmalat e Cirio. Una banca già creditrice di un'impresa in crisi finanziaria potrebbe essere indotta a sottoscrivere obbligazioni superiori al limite generale al fine di aiutare il proprio creditore. Si potrebbe creare cioè un legame tra emittente ed ente creditizio tale da incidere sull'indipendenza dei soggetti coinvolti nell'operazione. Nessun limite, invece, è posto per le società con azioni quotate: l'impresa in questo caso può liberamente decidere il rapporto tra capitale di rischio e titoli obbligazionari e, di conseguenza, viene rimesso al mercato il giudizio sulla solidità e solvibilità finanziaria dell'impresa stessa.

5. Banca universale addio?

Piuttosto che cadere in inutili demonizzazioni, la bufera che ha investito il mercato dei *corporate bond* costringe, come vedremo di seguito, a una riconsiderazione più generale dei rapporti banca-impresa. Prima ancora, però, è necessario riconsiderare la natura dei soggetti finanziari che sono deputati a interloquire con l'impresa mettendole a disposizione il supporto per sostenere il proprio piano di sviluppo. La qualità del credito è

il termometro della salute di un'economia. Gli anni Novanta hanno visto l'affermazione del modello della banca universale in grado di fare tutto all'insegna della despecializzazione e della fine della separazione tra il credito a breve e quello a medio-lungo termine. Le prime 15 banche europee, come pure le prime 10 banche italiane, sono tutte banche universali e anche gli Stati Uniti, dopo l'approvazione del Gramm-Leach Biley Act, stanno convergendo verso questo modello. I sostenitori della banca universale di tradizione continentale l'hanno sempre considerata come la massima espressione dell'efficienza. Per definizione, una banca universale opera sia nel mercato creditizio, erogando prestiti alle imprese come banca commerciale, che in quello dei titoli, organizzando emissioni per i loro clienti come banca di investimento. Il modello organizzativo vincente appare essere quello multispecialista (una capogruppo di governo e controllo che centralizza capitale, rischi e servizi comuni, e unità di business specializzate spesso societarizzate). In linea teorica la razionalizzazione seguita all'affermarsi di un interlocutore unico per i clienti delle banche dovrebbe assicurare la possibilità di modulare meglio le esigenze di credito delle imprese. Erogando credito le banche raccolgono nel tempo preziose informazioni, spesso di natura personale, qualitativa, e difficilmente rintracciabili nei documenti contabili. La disponibilità di tali informazioni porrebbe la banca universale nella posizione ottimale per svolgere il ruolo di banca di investimento: selezionare le imprese migliori per portarle in borsa o per aiutarle a emettere azioni e obbligazioni.

Per i fautori della separazione tra banca commerciale e banca d'investimento, invece, la banca universale soffrirebbe di un grave conflitto di interessi potenzialmente possibile grazie alla quantità di informazioni a sua disposizione che le consentirebbe di «scaricare» al momento debito sui risparmiatori rischi propri attraverso l'emissione di titoli come i *bond*. Il rischio di conflitto di interesse nella banca universale era noto già dal dibattito svoltosi negli Stati Uniti nel 1933 in preparazione del *Glass-Steagall Act*. Ferdinand Pecora, consulente del Banking

and Currency Commitee, evidenziava: «Si presume che una banca intrattenga un rapporto fiduciario e protettivo con i propri clienti e non di un venditore. L'introduzione e la diffusione dei nuovi compiti ha corrotto le fondamenta di questa tradizionale etica della banca».

Modelli a confronto dunque che muovono da visioni contrapposte. Certo oggi l'entusiasmo che oltre dieci anni fa salutò l'introduzione in Italia della banca universale appare fortemente minato nelle sue fondamenta. I casi Cirio e Parmalat hanno messo in evidenza fattori di criticità di questo modello di banca che vanno ben al di là dei casi specifici. L'affermazione della banca universale si sarebbe tradotta solo nella spinta a puntare soprattutto su dimensioni delle banche sempre maggiori senza vantaggi reali e innescando sempre più pesantemente il conflitto d'interesse. Nel contempo il credito a medio e lungo termine, che richiede professionalità specifiche, confluendo nella banca universale ha finito con l'essere soffocato dal credito a breve termine.

Secondo il presidente della Consob Lamberto Cardia «le banche hanno assunto un ruolo multiforme: finanziano le imprese; collocano e negoziano i loro titoli; li acquistano e li vendono come gestori del risparmio delle famiglie; effettuano studi per consigliarne l'acquisto o (più raramente) la vendita ai propri clienti e ad altri soggetti. I conflitti di interessi sono quindi endemici e strutturali»¹¹. In particolare si possono identificare cinque tipologie di conflitto:

- tra l'erogazione del credito e la sottoscrizione e collocamento sul mercato *retail* di titoli azionari e obbligazionari;
- tra il collocamento sul mercato di prodotti di gestione del risparmio e la loro produzione in casa;

¹¹ Si veda il testo dell'audizione di Lamberto Cardia, presidente della Consob, davanti alle Commissioni congiunte del Senato e della Camera, nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio, il 20 gennaio 2004.

- tra l'erogazione del credito alle imprese e l'acquisizione/dimissione di partecipazioni industriali;
- tra la gestione dei risparmi per conto della clientela e l'attività di sottoscrizione e collocamento dei titoli emessi dalle imprese;
- tra le attività di ricerca e sottoscrizione titoli nelle attività di *investment banking*.

Sempre secondo Cardia il rischio di conflitti

è cresciuto negli ultimi anni in conseguenza del concentrarsi nelle banche italiane di molte funzioni ulteriori rispetto a quella tradizionale del credito: prestatori di servizi d'investimento in via diretta; soci di controllo delle principali società di gestione del risparmio; organizzatori e collocatori delle più importanti emissioni azionarie ed obbligazionarie; soci di riferimento della società di gestione del mercato regolamentato (Borsa Italiana), a cui spetta secondo l'attuale normativa di pronunciarsi sulla ammissione a quotazione delle società. Si tratta di un insieme di interessi e attività, frutto in parte dell'evoluzione naturale del mercato, su cui è possibile intervenire in modo non episodico soltanto con una decisa collaborazione degli istituti bancari stessi. Nessuno, infatti, può pensare di poterli risolvere soltanto con un intervento dall'alto, sia esso di natura normativa o repressiva¹².

In questa prospettiva va inquadrata l'introduzione delle cosiddette muraglie cinesi per rafforzare la separazione all'interno della banca tra le funzioni di *investment banking* e di *corporate banking*, da un lato, e le strutture di ricerca, negoziazione, gestione patrimoniale e gestione del portafoglio di proprietà, dall'altro. Per Corrado Passera «il modello di banca universale con muraglie cinesi è certamente un modello che presenta in taluni casi delle debolezze, ma dobbiamo anche avere la coscienza che si tratta del modello che si è affermato in tutto il mondo (gli Stati Uniti, che erano gli ultimi a non averlo, han-

¹² Così nel testo già citato dell'audizione parlamentare di Lamberto Cardia.

no cambiato la loro legislazione). Ciò non significa che non si possa collaborare per contribuire ad affinarlo ulteriormente, avendo peraltro cura non solo dei conflitti di interesse interni al gruppo bancario, ma anche di quelli (questo è importante per il regolatore) che si possono creare nei confronti, per esempio, delle aziende affidate»¹³.

Un modello, quello delle muraglie cinesi, di cui proprio in occasione del caso Enron, secondo Spaventa, sarebbe stata messa in luce tutta l'inadeguatezza. Le cosiddette *chinese walls* non sarebbero sufficienti a prevenire l'insorgere dei conflitti d'interesse «poiché esse non resistono alle pressioni (interne) generate dalle prospettive di ingenti guadagni. Si tratta di problematiche a cui il nostro mercato non è estraneo: i troppi *Buy*, l'assenza di studi *negativi*, l'uniformità dei giudizi, la difficoltà e la lentezza con cui essi mutano lo dimostrano». Sempre secondo Spaventa «quando si parla delle cosiddette *chinese walls*, le muraglie cinesi, per cui ogni intermediario afferma che le sue diverse sezioni sono separate da muraglie cinesi e che i diversi partecipanti non possono neppure andare a pranzo insieme senza correre il rischio di venire sanzionati, francamente, dalle prove che abbiamo avuto vorrei sottolineare che simili muraglie rischiano, in realtà, di essere fragili».

Se è certo che il modello di banca universale *tout court* ab-bisogna di correttivi, la stessa soluzione delle muraglie cinesi (sulla cui efficacia è peraltro aperto il dibattito) introduce un elemento di separazione che in qualche misura mette in discussione il modello stesso. In tal senso è sintomatica anche la massiccia concentrazione sul *retail* di Citigroup, massima interprete del concetto di banca universale negli Stati Uniti. Dopo la diversificazione del passato la crisi dei mercati finanziari ha spinto a rilanciare sull'importanza centrale dei servizi al consumo. Riemerge in questo scenario anche in Italia il modello del gruppo polifunzionale, abbandonato definitivamente

¹³ Si veda il testo già citato dell'audizione parlamentare di Corrado Passera.

nel 1993 per cedere il passo alla banca universale. «Rappresenta – a giudizio di Roberto Mazzotta – un assetto sicuramente più adatto alle esigenze attuali nella sua geometria organizzativa, ma richiede sostanziali modifiche che garantiscano l'adeguata separazione nel governo di attività che si riferiscono a interessi potenzialmente in conflitto»¹⁴.

Un caso di conflitto che costituisce anche una delle maggiori criticità che caratterizzano oggi il mercato finanziario italiano è il rapporto fra le società di gestione del risparmio e l'intermediario negoziatore appartenente al medesimo gruppo bancario. L'esecuzione degli ordini *retail* svolta dagli intermediari autorizzati tramite interconnessione per conto della propria banca controllante – purché effettuata a condizioni di mercato – non penalizza il cliente. Non altrettanto può dirsi a priori, nel caso degli ordini provenienti dai fondi di investimento appartenenti a un gruppo bancario.

Attraverso forme di *moral suasion* o, talvolta, addirittura con direttive formalizzate, i gestori appartenenti a gruppi bancari sono invitati a far ricorso all'intermediario (banca o sim) del proprio gruppo per una quota crescente della propria operatività, quota che ha raggiunto un livello anomalo rispetto alla *best practice* internazionale. Per i gestori, il livello unitario delle commissioni è soltanto uno degli elementi che costituiscono il servizio fornito dagli intermediari. A esso si aggiungono la qualità, l'ampiezza e l'indipendenza della ricerca e la tempestività dell'informazione, così come l'accuratezza nell'esecuzione degli ordini e un *settlement* efficiente sui diversi mercati.

L'insieme di questi e altri fattori rappresenta il valore aggiunto che l'intermediario autorizzato fornisce al gestore e di cui direttamente beneficia il risparmiatore finale (ad esempio, il sottoscrittore di un fondo comune di investimento). La possibilità di accedere a più intermediari autorizzati consente al gestore di disporre di un valore aggiunto potenzialmente più

¹⁴ Mazzotta R., «Banca tuttofare addio», *Il Sole 24 Ore*, 24 marzo 2004.

elevato. Pertanto, indipendentemente dalla qualità dell'intermediario «di gruppo», una maggiore e più trasparente pluralità di intermediari, utilizzati dal gestore, è senz'altro necessaria, in particolar modo se caratterizzata da quei profili di qualità della ricerca e di indipendenza prima richiamati.

L'effetto dell'anomalia citata è invece il graduale restringimento della «quota libera» che il gestore ha a disposizione per scegliere gli intermediari esterni al gruppo bancario di appartenenza, a tutto detrimento, alla fine, dei risparmiatori. Tale restringimento minaccia, inoltre, di provocare una progressiva diminuzione del numero degli intermediari in grado di fornire una ricerca di qualità e indipendente, estesa anche ai titoli di media e piccola capitalizzazione. È insomma un circolo vizioso, che non è stato risolto dai «protocolli di autonomia» delle società di gestione del risparmio.

Per spezzare tale circolo è necessario individuare un livello fisiologico della quota *captive*, il cui eventuale superamento richiederebbe, come minimo, una formale approvazione da parte del consiglio di amministrazione della società di gestione, con relative verifiche a cura del controllo interno. In particolare, al fine di raggiungere l'obiettivo di effettiva trasparenza per i sottoscrittori-risparmiatori, sarebbe auspicabile l'esposizione della quota *captive* massima nell'ambito del Prospetto informativo. Infine, occorrerebbe favorire l'introduzione di elementi oggettivi di valutazione e selezione degli intermediari autorizzati da parte delle società di gestione del risparmio, e anche di trasparente comunicazione degli stessi, fuori dalle logiche di gruppo. Da tutto ciò deriverebbe, fra l'altro, un incentivo per i migliori intermediari a investire e mantenere gli investimenti nella ricerca e a migliorare la qualità del proprio servizio, per far sì che la commissione pagata all'intermediario sia un servizio nell'interesse del risparmiatore finale.

Su questi temi si è recentemente espresso anche il presidente della Consob Lamberto Cardia nel discorso pronunciato in occasione dell'incontro annuale col mercato finanziario:

Il venir meno degli obblighi di concentrazione e la possibilità di accesso diretto ai mercati da parte di alcune categorie di investitori avranno un impatto rilevante sull'industria dell'intermediazione mobiliare.

La negoziazione in conto terzi, i cui margini di redditività si sono progressivamente ridotti, è destinata a divenire un'attività a valore aggiunto solo se accompagnata dall'offerta di altri servizi, quali la ricerca e la consulenza. La pressione competitiva sarà meno intensa per le grandi banche, che potranno contare sulla domanda di servizi di negoziazione degli investitori istituzionali del gruppo. La sopravvivenza degli operatori indipendenti è invece messa in discussione: compito della regolamentazione è di garantire le condizioni per una equilibrata competizione fra operatori di dimensioni diverse.

La competizione fra mercati e intermediari tende a riproporre la centralità degli assetti di governo dei mercati regolamentati. La quotazione delle società di gestione, contribuendo ad ampliare e a diversificare la compagine azionaria, può alleviare i conflitti di interessi derivanti dal ruolo degli intermediari-clienti negli assetti di controllo dei mercati. La Consob è favorevole a tale evoluzione, come in più occasioni ha dichiarato: è necessario però creare la cornice giuridica necessaria a evitare le contraddizioni insite in un processo di 'auto-quotazione' che, in quanto tale, non può essere considerato conforme ai principi del nostro ordinamento giuridico¹⁵.

L'altro fronte dei conflitti di interesse è sul versante dei rapporti tra banche e imprese che in esse abbiano investito, entrando magari anche nei consigli di amministrazione.

¹⁵ Cardia L., «Incontro annuale con il mercato finanziario», Consob, Milano, 7 giugno 2004.

Capitolo quarto

Sostenere la crescita del sistema dentro un contesto in evoluzione

Sono ancora quindi del tutto aperti i problemi che all'inizio degli anni Novanta erano stati individuati. Persiste una cronica sottocapitalizzazione delle imprese piccole e medie e questo dato potrebbe essere acuito dall'applicazione dei parametri della già citata Basilea 2. «L'applicazione a tutte le banche, comprese quelle locali, di criteri *hard* per il merito di credito basati su algoritmi automatizzati, come previsto da Basilea 2, non si può escludere che crei, almeno nella fase iniziale, seri problemi di finanziamento alle piccole e medie imprese»¹, sottolinea Mario Sarcinelli. C'è spesso un eccessivo peso del rapporto dei debiti finanziari sui mezzi propri e si tende a sotto-stimare i redditi di esercizio per fini fiscali e inevitabilmente si sottostima il merito di credito. E così pure è ancora molto limitato il ricorso al cosiddetto capitale di rischio (*equity*) per sostenere la crescita delle imprese. Altrettanto immutata resta la scarsa propensione verso la Borsa.

Volendo fare una veloce analisi, non è certo una novità che le piccole e medie imprese italiane siano sottocapitalizzate. Avviene così spesso che di fronte alla prospettiva di effettuare forti investimenti per accelerare la crescita o l'espansione in nuo-

¹ Sarcinelli M., «Aspetti funzionali e di gestione degli intermediari», cit., pp. 41-42.

vi mercati, le imprese si trovino strette nella scarsità di risorse e si rassegnino a essere strutturalmente piccole, invece di vivere le ridotte dimensioni come una fase di un potenziale percorso di crescita il cui successo dipende dalle capacità e dalle opportunità di mercato ma non dalla scarsità di capitali.

Un ruolo non secondario su questo versante dipende dalle modalità di finanziamento cui ricorrono le piccole e medie imprese italiane. Anche qui ormai gli studi concordano nell'identificare almeno due fattori di debolezza: la mancanza di distinzione tra fonti di capitale di rischio, destinato alla crescita e all'espansione dell'azienda in direzioni nuove o particolarmente impegnative, e fonti di capitale di debito o di funzionamento, destinato a sostenere l'operatività normale dell'azienda e gli investimenti di mantenimento delle capacità produttive e di commercializzazione. Conseguenza quasi scontata di questa mancata distinzione, ma spesso anche causa, è il secondo punto di debolezza: la fortissima dipendenza dal sistema bancario, già vista in precedenza, e soprattutto dal finanziamento a breve tramite linee di credito ordinario di conto corrente. Secondo un rapporto Aifi, «un eccessivo ricorso al capitale di debito non è sostenibile nel medio-lungo termine, se non quando attuato in concomitanza con opportuni processi di ricapitalizzazione, che consentono, tra l'altro, di fare da volano per ottenere nuovo credito presso i canali tradizionali (banche), aumentando quindi l'elasticità finanziaria. È quindi chiara la rilevanza che assume il ricorso al capitale di rischio nella scelta del mix di mezzi finanziari, pur non tralasciando la centralità delle politiche di indebitamento».

1. Le imprese italiane e il mercato azionario

Sulla stessa lunghezza d'onda si colloca l'orientamento delle imprese verso il mercato azionario. Analizzando il dato italiano si ritrovano un po' tutte le criticità già messe in evidenza. I listini della Borsa italiana sono quelli col minor numero di presenze in Europa. Il numero di società quotate sul mercato tele-

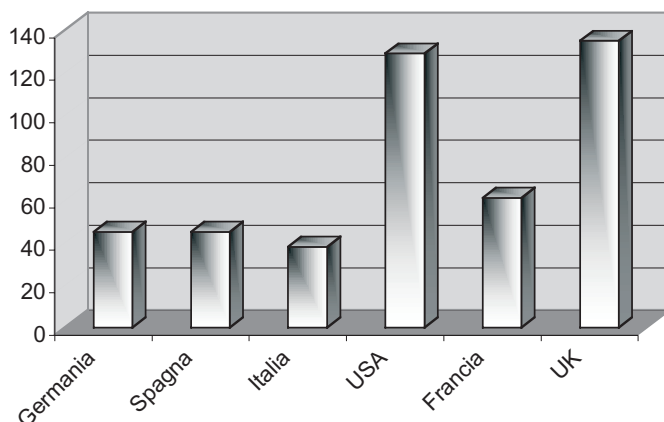
matico azionario, in crescita fino al 1999, si è di nuovo ridotto nel biennio successivo, rimanendo costante nel 2002, effetto della caduta dei mercati e del conseguente aumento del costo del capitale. Addirittura nel triennio 2000-2002 il saldo fra le risorse raccolte con nuovi collocamenti e quelle restituite con acquisti finalizzati alla cancellazione dai listini (il cosiddetto *delisting*) è stato negativo per oltre 8 miliardi di euro. Altri dati che documentano lo sviluppo ancora limitato del mercato azionario sono quelli relativi alla quota del flottante, ossia della quantità di titoli posseduti dai piccoli risparmiatori. Nella Borsa italiana è di poco superiore alla metà della capitalizzazione ed è notevolmente inferiore, soprattutto per le grandi società, a quella di ogni altro Paese, anche nell'Europa continentale. A fine 2002 le società non controllate di diritto o di fatto sono solo 32, sulle 231 quotate sul mercato telematico azionario.

Nel maggio 2003, l'ex presidente della Consob Silvio Spaventa nel discorso al mercato finanziario così descriveva la situazione:

Il problema vero risiede nella persistenza di una scarsa propensione alla quotazione delle imprese italiane, le cui cause si rinvengono a loro volta in alcune caratteristiche della nostra struttura finanziaria e industriale. Dominano ancora banche inclini al finanziamento tradizionale, ma meno disposte o meno preparate (come risulta da studi fatti per Borsa Italiana) a offrire i servizi preliminari alla quotazione. Le imprese sono piccole e riluttanti ad aumentare la loro dimensione. Si privilegiano il controllo familiare e il ricorso all'autofinanziamento. Ci si arrocca in settori tradizionali, ove si richiede un modesto impegno di investimenti per l'innovazione e lo sviluppo e dunque vi è minore necessità di capitale esterno di rischio. In conseguenza, i benefici ottenibili dalla raccolta di capitale sono modesti in rapporto ai costi della quotazione e agli obblighi da essa derivanti².

² Spaventa L., «Discorso del presidente della Consob al mercato finanziario», Milano, 6 maggio 2003.

La capitalizzazione in Borsa
Incidenza 2003 della capitalizzazione di Borsa sul Pil



Eppure secondo un'indagine compiuta nel 2003 dalla Borsa italiana su un campione di 1200 imprese quotabili, risultava che 250 di queste (il 21,6 per cento del campione) avevano introdotto la quotazione tra le loro opzioni strategiche. In una precedente indagine compiuta nel 1997 le imprese orientate alla quotazione erano solo il 4,1 per cento del campione. Un dato quindi in controtendenza rispetto alla realtà di un mercato azionario che invece stenta a crescere. Come interpretarlo? Forse come una struttura di medie imprese ancora fortemente imperniata su assetti proprietari legati alle famiglie che costituiscono un vincolo nell'apertura al mercato. Se chiedere agli imprenditori di perdere il controllo per favorire la crescita dell'impresa non è una soluzione, è certo che non lo è neppure il ricorso indiscriminato al capitale di debito. L'esperienza insegna che un eccessivo squilibrio tra mezzi propri e di terzi finisce per minare l'impresa alla radice. Il caso di altri Paesi avanzati dimostra che il modello della *public company* può giocare un ruolo molto più rilevante. In un intervento pubblicato su *Il Sole 24 Ore* Luca Garavoglia sottolinea che «va favorita questa transizione» dalle imprese familiari all'azionariato diffuso ma ponendo alcuni paletti: «le famiglie che vogliono far cre-

scere le proprie imprese» devono poter mantenere il controllo «consentendo loro di conservare il *voting power* anche a fronte di una diluizione nel capitale per raccogliere nuova finanza». Per questo il diritto societario dovrebbe offrire strumenti che consentano «una divaricazione tra proprietà e controllo molto più ampia»³. Qualche novità in materia di strumenti è contenuta all'interno della recente riforma del diritto societario. Una posizione su cui si può discutere, ma che mette in evidenza anche tutti i limiti strutturali del capitalismo italiano. Purtroppo negli ultimi mesi, ma anche prima in tempi non sospetti (si può ricordare la polemica del presidente di Confindustria D'Amato sul rapporto tra le imprese e il sistema bancario⁴), soprattutto da parte degli imprenditori si è preferito giocare ad attribuire colpe o a chiedere risposte al Governo piuttosto che alle banche, senza mai mettere in discussione il proprio progetto industriale. Non giova a nessuno, men che meno alle imprese, accentuare la contrapposizione tra finanza (cattiva) e industria (buona, ma povera). Tanto più questo è vero se si considera che l'esposizione del sistema industriale verso le banche è molto elevata: 1,4 euro di debiti per ogni euro di patrimonio, 1,7 per i grandi gruppi.

³ Garavoglia L., «L'arma vincente è la credibilità», *Il Sole 24 Ore*, 25 gennaio 2004. L'autore è presidente della Davide Campari Milano Spa.

⁴ Si rimanda all'intervista all'ex presidente di Confindustria Antonio D'Amato a cura di Roberto Napoletano, «È finito il capitalismo protetto», *Il Sole 24 Ore*, 20 febbraio 2003. Nella stessa intervista a una domanda se un caso Enron fosse possibile anche in Italia, D'Amato rispondeva: «Noi abbiamo un complesso di regole che probabilmente non consentirebbe uno scandalo alla Enron, perché abbiamo un sistema giuridico più sofisticato. Per una volta, questo è un primato rispetto agli Stati Uniti». Qualche settimana più tardi in un'audizione alla Commissione Finanze della Camera ancora D'Amato rilevava che gli istituti di credito si stanno impegnando «in una serie di battaglie che hanno più una logica speculativa e finanziaria di potere che non di rafforzamento del proprio *core business*, senza rendersi conto di cosa accade al di fuori di questo cortile» (*Il Sole 24 Ore*, 12 marzo 2003).

Principali indicatori della borsa italiana

<i>Voci</i>	1999	2000	2001	2002	2003
Società italiane quotate (numero a fine anno)	264	291	288	288	271
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	6	39	44	44	41
Capitalizzazione (1)	726.566	818.384	592.319	457.992	487.446
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	6.981	22.166	12.489	6.438	8.265
<i>in % sul Pil</i>	65.6	70.2	48.6	36.3	37.5
composizione % (2)					
<i>industriali</i>	20	21	23	25	23
<i>assicurativi</i>	11	14	13	11	12
<i>bancari</i>	23	25	23	22	26
<i>finanziari</i>	3	3	3	3	4
<i>servizi</i>	43	37	39	39	35
Totale	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (3)	22.543	9.148	6.171	3.894	8.710
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	280	4.402	222	115	5
Capitalizzazione società di nuova quotazione (4)	189.822	29.764	10.554	18.650	17.030
di cui: <i>società estere</i>	119.415	–	–	2.067	–
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	1.345	22.108	458	–	–
Dividendi distribuiti (5)	10.052	15.711	15.889	18.650	17.030
Rapporto utili/ capitalizzazione (6)	3.4	4.5	6.0	5.9	6.4
Rapporto dividendi/ capitalizzazione (6)	1.5	2.1	2.8	3.8	3.4
Controvalore degli scambi					
<i>mercato di borsa (7)</i>	504.070	845.193	620.004	572.940	580.703
<i>futures sull'indice</i>					
<i>Mib30</i>	905.841	984.392	829.416	673.836	527.024
<i>opzioni sull'indice</i>					
<i>Mib30</i>	264.181	323.166	246.555	176.513	153.998

(continua)

(segue)

<i>Voci</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
Variazione dei corsi (8)	22.3	5.4	-25.1	-23.7	14.9
Turnover (9)	83	109	88	109	123

(1) Società italiane. Valore di fine periodo. Aggiungendo le società estere il numero sale a 279. - (2) I dati non includono il Nuovo Mercato e il Mercato Ristretto. - (3) Società Italiane. Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. - (4) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna delle società alla data di collocamento. - (5) Fonte: Mediobanca. Dividendi lordi complessivi di competenza dell'esercizio precedente all'anno indicato nella tavola - (6) Fonte: Thomson Financial Datastream. Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. - (7) Società italiane. - (8) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. - (9) Società italiane. Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media dell'anno.

Fonte: Banca d'Italia

In questa fase delicata occorre piuttosto sviluppare nell'interesse di tutti i soggetti (banche, imprese, risparmiatori) quel mercato finanziario italiano di cui sono state gettate le basi negli anni Novanta apportando le necessarie correzioni di rotta e non innescando dannose contrapposizioni.

Nel giugno 2002, quattro anni dopo l'entrata in vigore del testo unico in materia di intermediazione finanziaria, il vicedirettore della Banca d'Italia Pierluigi Ciocca durante un'audizione alla Camera osservava:

La persistenza di concentrazioni negli assetti proprietari, coalizioni di controllo, forme piramidali, reticenze alla quotazione in borsa non prova che la riforma sia inefficace. Non si può chiedere al quadro normativo dei mercati finanziari di incidere direttamente e in profondità su strutture radicate nell'economia reale, risalenti a una primigenia carenza di capitale di rischio, ai modi con cui la sua accumulazione si è storicamente stratificata. Altri strumenti – prescindendo da quelli fiscali – devono sovvenire a que-

sti fini: la promozione della concorrenza in senso dinamico, la stessa autoregolamentazione dei mercati finanziari privatizzati nel dettare i criteri di capitale per l'ammissione delle imprese che vogliono quotarsi⁵.

2. Le banche italiane e il mercato

C'è chi oggi di fronte alla situazione italiana invoca nuovi padroni per le banche e l'apertura del mercato. «Solo le forze di mercato devono presiedere a fusioni e acquisizioni anche tra banche», ha scritto Franco Debenedetti sul *Corriere della Sera*⁶. Astrattamente può sembrare giusto, ma è lecito chiedersi se l'Italia sia pronta a misurarsi con le cosiddette libere forze del mercato, o non rischi di uscirne a pezzi e profondamente indebolita nel suo sistema finanziario. Non c'è il rischio di consegnare senza colpo ferire gli istituti di credito italiani ai concorrenti stranieri? Altro particolare non trascurabile, i grandi gruppi bancari globali si fanno concorrenza tagliando i crediti troppo rischiosi: quante imprese italiane sono in grado di sostenere un regime del genere? Già Basilea 2 le metterà a dura prova. In quest'ottica che ci sia almeno un *player* di livello europeo che abbia la sua base in Italia non è del tutto indifferente. Si tratta quanto meno di evitare ciò che è accaduto nel campo della revisione (e lo stesso adesso succede con le società di rating) dove non ci sono operatori italiani, ma non c'è stata neppure la possibilità di far crescere campioni nazionali in grado di competere. E questo non è un dato irrilevante.

Significativa in questo senso è un'osservazione di Nicola Cacace:

⁵ Ciocca P., «Testo unico della disciplina in materia di intermediazione finanziaria», Audizione Commissione Finanza della Camera dei Deputati, 5 giugno 2002. Il testo dell'intervento è disponibile sul sito internet della Banca d'Italia (www.bancaditalia.it).

⁶ Debenedetti F., «Fondazioni nelle banche? La priorità non è difendere il vessillo nazionale», *Corriere della Sera*, 23 febbraio 2004.

Personalmente non mi piace che quattro imprese straniere (Metro, Carrefour, Rewe, Auchan) dominino oggi il mercato italiano della grande distribuzione mentre nessuna catena distributiva italiana ha presenze significative all'estero, come non mi piace che spagnoli, olandesi, francesi e tedeschi abbiano posizioni dominanti nel mercato bancario e finanziario italiano mentre nessuna banca italiana occupa, in Olanda, Germania, Francia o Spagna, posizioni neanche lontanamente confrontabili. Questo è pericoloso per l'economia e l'occupazione. Mi preoccupa ancora di più che temi importanti relativi agli Ide (investimenti diretti esteri) come diritti di reciprocità e garanzie minime per gli stakeholder, azionisti, dipendenti, clienti, siano praticamente assenti dal dibattito cultural-manageriale e politico in un momento cruciale di riforma del sistema banche, risparmio e, spero, imprese⁷.

I paladini del puro mercato dovrebbero chiedersi se non esista una via intermedia tra la difesa dello *statu quo* e la svendita irresponsabile del sistema bancario italiano col pretesto di far pulizia e di renderlo meno provinciale. Nessuno discute sul fatto che ci voglia il mercato; ma perché questo ci sia occorre anzitutto che ci siano i protagonisti che lo fanno, gli attori che possono misurarsi sul campo. Si tratta perciò di costruire quei soggetti italiani in grado di competere sul mercato globale e oggi ancora non ci sono. Il mercato è infatti una questione di libertà reale. E tale libertà è proporzionale al numero degli attori in campo e alla loro capacità di esaltare particolari ignorati da altri.

Tutto questo non significa che non sia auspicabile che in alcuni comparti si vada avanti sulla strada delle aggregazioni, anche per evidenti economie di scala. Ben venga la formazione di grossi gruppi europei con dimensioni simili a quelle delle maggiori realtà americane. E se magari fra questi ci fosse anche almeno un gruppo riferibile all'Italia, ancora meglio.

Accanto alla necessità di tali aggregazioni, un ruolo fondamentale sono chiamate a giocare le banche di territorio. Ban-

⁷ Cacace N., «Quella Babele tra banche e imprese», *Il Sole 24 Ore*, 30 marzo 2004.

che hanno nella territorialità, nel servizio alle imprese e ai risparmiatori di un determinato territorio il loro punto di forza.

Su un altro fronte andrebbero invece sviluppate società-prodotto come, per esempio, banche di investimento che si giustificano non in quanto espressione di singole banche o di malintesi localismi, ma in quanto servono più territori per necessarie economie di scala. Anche qui vanno usate quell'intelligenza e quella creatività tipicamente italiane non rassegnandosi a soccombere a modelli precostituiti. Un esempio di quanto è possibile mettere in campo viene dal caso di Esn (European Securities Network), un raggruppamento di banche d'affari e broker europei che giocando sull'effetto moltiplicatore della multilateralità ha creato una formula che sta attraendo un numero crescente di investitori e operatori di mercato. L'intero network, composto da dieci banche e broker (per l'Italia Banca Akros), uno per ogni maggiore Paese europeo, dispone di uno staff di 130 ricercatori che coprono oltre mille società, di cui 800 classificate in un database comune. Il seguito crescente che l'iniziativa sta riscuotendo deriva da tre garanzie di fondo che vengono date alla clientela: eticità, professionalità e indipendenza. La prima qualità è connessa con la terza: il fatto che ogni broker o banca del network deve garantire per i propri colleghi con la qualità della propria ricerca inducendo, ad esempio, un fondo greco a investire in Italia o uno tedesco in Francia, mantiene gli standard sui livelli più elevati. Quanto all'indipendenza essa deriva dal fatto che Esn opera essenzialmente sul mercato secondario e che non esistono commistioni con attività di *advisory* come è accaduto in passato alle grandi banche d'affari. Il network è fatto in modo che ogni membro fa leva sulle capacità degli altri, sortendo l'effetto di un unico grande broker paneuropeo. Esn copre un ampio spettro: circa 300 *blue chips* europee, su cui aggiunge un proprio giudizio indipendente, e circa 500 *small e medium cap* su cui il vantaggio offerto agli investitori è elevato. L'indipendenza è inoltre provata dalle raccomandazioni emesse da Esn, per cui in condizioni normali i *buy* e i *sell* si bilanciano senza alcun favoritismo. Il network

permette anche un grande vantaggio a chi l'ha creato: ogni singolo partner può contare in realtà non solo sui propri analisti ma sui 130 del network. L'operazione, inutile sottolinearlo, permette costi estremamente ridotti rispetto a chi un tale network deve crearselo da solo. Ogni realtà mantiene gli analisti sul territorio di propria competenza vicino alle realtà produttive, così da coprire il segmento delle medie imprese europee normalmente ignorato dalle cosiddette *big* dell'*investment banking*. Attraverso un *broker dealer* americano, con capitale interamente europeo, si aiutano i grandi investitori istituzionali a considerare seriamente la possibilità di investire in queste realtà medio-piccole, spesso per loro potenzialmente interessanti ma sconosciute. Purtroppo oggi il sistema non aiuta questi processi, ma rinunciarvi, non esserci non è indifferente.

3. La fine della concentrazione degli scambi

In questo quadro non va sottovalutato neanche il cambiamento che porterà la nuova direttiva europea sui servizi di investimento⁸ (Isd) che modifica quanto stabilito dalla direttiva Eurosim nel 1993. Questa consentiva il fenomeno della concentrazione degli scambi, ossia l'obbligo – adottato da quasi tutte le borse nazionali – di scambiare solo nel mercato regolamentato i titoli quotati nel mercato stesso. Attualmente tale obbligo può essere superato solo se si scambiano quantitativi di azioni molto significativi (blocchi) o se si prova che il prezzo migliore può essere ottenuto fuori mercato (*best execution*). È un sistema che pone le borse al centro del sistema finanziario europeo, quali luoghi privilegiati, se non unici, di azione. La nuova direttiva stabilisce invece la non obbligatorietà della concentrazione degli scambi. Introduce la possibilità dell'internalizza-

⁸ Si tratta della direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari. È stata pubblicata il 30 aprile 2004 sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

zione degli ordini e la definizione di requisiti di trasparenza per gli intermediari finanziari che potranno in futuro diventare controparte diretta dei clienti. Una Sim, per esempio, potrà negoziare in conto proprio in contropartita del cliente, senza mandare l'ordine in borsa.

Su questo tema, già prima ma anche nella stesura della direttiva, si sono fronteggiate, due opposte visioni. Da un lato alcuni Stati, tra cui l'Italia, che sostenevano l'opportunità della concentrazione, in quanto strumento essenziale per garantire l'efficienza informativa dei prezzi e il buon funzionamento dello stesso mercato. Altri, soprattutto la Gran Bretagna, ritenevano, invece, che l'integrità dei mercati regolamentati non potesse essere assicurata da un intervento autoritativo del legislatore, ma dovesse essere la naturale conseguenza della capacità dell'impresa-mercato di attrarre gli intermediari, incrementando la propria efficienza. Per i primi la concentrazione è uno strumento protezionistico contro l'inevitabile imporsi di mercati più forti ed efficienti. Per i secondi è un ostacolo all'ineluttabile affermarsi dei propri mercati all'interno dell'Unione europea. «La direttiva avrà il suo impatto maggiore proprio nei Paesi del Sud Europa dove l'industria dei servizi finanziari è più monolitica e fa perno sulla funzione delle Borse valori. Le nuove norme sono coerenti con un modello di business più orientato ai *market maker*, che da sempre caratterizza i mercati finanziari del Nord Europa, tipicamente la Gran Bretagna»⁹.

Per gli ispiratori della direttiva con la liberalizzazione dell'attività di negoziazione su strumenti finanziari quotati e la promozione di un decentramento operativo in cui gli intermediari si pongono in concorrenza con i mercati nell'esecuzione degli ordini, si ridurrebbero le barriere all'entrata per i fornitori di servizi di negoziazione e, per questa via, si dovrebbe assistere a una riduzione dei costi operativi e al miglioramento della qualità dei servizi. La concorrenza in ultima analisi co-

⁹ La dichiarazione è di Guido Ferrarini, presidente di Tlx, *Il Sole 24 Ore*, 11 maggio 2004.

stituirebbe un incentivo all'innovazione e all'efficienza. «È necessario prendere atto dell'emergere – si legge nella direttiva – a fianco dei mercati regolamentati, di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati, che dovrebbero essere sottoposti ad obblighi per preservare il funzionamento efficiente e ordinato dei mercati finanziari. Per porre in essere un quadro normativo adeguato, occorre prevedere l'inclusione di un nuovo servizio di investimento che consiste nella gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione».

Molto cauta è la posizione espressa in Italia da Abi:

L'introduzione in maniera generalizzata del principio di liberalizzazione dell'attività di scambio genera infatti il rischio di aumento della frammentazione degli scambi e, in assenza o in carenza di un'attenta regolamentazione, determina una minore efficienza del 'sistema mercato' (minore liquidità e conseguentemente minore rappresentatività dei prezzi) e un indebolimento della tutela degli investitori. È necessario quindi che la ricerca di un più penetrante regime competitivo e di maggiori livelli di efficienza non esponga gli investitori, i mercati regolamentati e l'organizzazione dei mercati finanziari più in generale ad alcuni rischi oggi gestiti attraverso una maggiore e più chiara ripartizione di competenze tra mercati e intermediari. La commistione di ruoli e funzioni – ove queste ultime non siano disciplinate in modo paritetico – può determinare un'alterazione del regime competitivo (diminuisce il ruolo delle Borse, aumenta quello degli intermediari, e soprattutto di quelli più grandi e multifunzionali), incrementare la portata dei potenziali conflitti di interesse e, in ultima analisi, portare a un minor grado di tutela degli investitori¹⁰.

C'è chi soprattutto segnala come effetto della direttiva una perdita netta di trasparenza dei prezzi. Da un lato perché le condizioni di trasparenza *pretrade* fissate dalla direttiva sono a ma-

¹⁰ Si rimanda all'intervento sulla direttiva del direttore generale Abi Giuseppe Zadra durante un incontro con i parlamentari europei a Bruxelles il 19 gennaio 2004. Il testo è reperibile sul sito www.abi.it

glie larghe (per quantità superiori a 50 mila euro chi internaziona sarà esentato dall'obbligo di pubblicare quotazioni). Dall'altro lato la direttiva non contiene norme positive sull'obbligo di dare pubblicità ai dati di mercato¹¹.

La direttiva Eurosim puntava a modificare la situazione europea, caratterizzata da mercati nazionali frammentati e scarsa competitività infranazionale. Adesso l'obiettivo è accrescere la competitività dei mercati e degli intermediari europei verso quelli statunitensi. Dopo un decennio la situazione europea si è modificata profondamente, si sono sviluppati accordi tra borse europee sia nella fase della negoziazione sia in quella della liquidazione. In questo processo va anche considerata la dematerializzazione delle attività di scambio dovuta alla forte diffusione dei sistemi telematici e di internet. Dematerializzazione che ha favorito la moltiplicazione dei mercati intesi come semplici sistemi di scambio gestiti dagli intermediari più grandi.

Un segno di come stanno cambiando i mercati è la vicenda di Google, il motore di ricerca più usato su internet. L'annuncio dei due trentenni fondatori Sergey Brin e Larry Page di collocare sul mercato le proprie azioni ha suscitato clamore soprattutto per la procedura inedita, quella della *dutch auction*. Si tratta di un'asta cui potrà partecipare on line l'intero popolo degli internauti, sulla base del prezzo più alto ma con un bel calmier per evitare quotazioni scriteriate, e soprattutto aggirando in un colpo solo la platea degli investitori istituzionali che affollano i portafogli delle *merchant bank* che di professione realizzano collocamenti sul mercato. Le *dutch auctions* hanno i loro sostenitori perché abbattano i costi informativi e di transazione e le asimmetrie informative.

Comunque, caso Google a parte, la fine della concentrazione degli scambi, com'è evidente, accentua il ruolo degli intermediari e in particolare delle banche di investimento che

¹¹ Si veda al riguardo «Assosim, la direttiva Ue preoccupa gli operatori», *Il Sole 24 Ore*, 20 aprile 2004.

La direttiva sui servizi d'investimento (ISD)

La nuova Direttiva sui Servizi di investimento (che modifica le direttive 85/611/EEC, 2000/12/EC e 93/22/CE) si propone di:

- creare un quadro normativo organico che disciplini l'esecuzione organizzata delle transazioni degli investitori da parte delle Borse, di altri sistemi di negoziazione e delle imprese di investimento;
- rafforzare l'integrità e la trasparenza dei mercati comunitari;
- stimolare la concorrenza tra le Borse tradizionali e gli altri sistemi di negoziazione, al fine di incoraggiare l'innovazione, ridurre i costi di transazione e liberare più fondi per gli investimenti, favorendo in ultima analisi un rafforzamento della crescita.

L'approccio seguito dalla Commissione nella revisione della ISD si basa sostanzialmente su un principio di concorrenza nella prestazione dei servizi di negoziazione su tre possibili livelli: mercati regolamentati, Mtf (*Multi-lateral trading facilities*, nuova definizione degli *Alternative Trading Systems*) e internalizzazione da parte di banche e imprese di investimento. Per i mercati regolamentati, già in competizione tra loro, la direttiva introduce nuovi elementi di concorrenza (in particolare, l'apertura agli intermediari rappresenta un importante elemento di novità). Obiettivo della revisione è la riduzione delle barriere all'entrata per i fornitori di servizi di negoziazione: per questa via si dovrebbe assistere a una riduzione dei costi operativi e al miglioramento della qualità dei servizi. La competizione, in ultima analisi, costituirebbe un incentivo all'innovazione.

Per fronteggiare i rischi derivanti da una frammentazione degli scambi e creare condizioni di fair competition, l'intervento di riforma ha previsto strumenti volti a garantire:

- la tutela dell'investitore, attraverso le disposizioni riguardanti la *best execution* e le *client order handling rules*;
- l'integrità del mercato nonché la ricerca delle migliori condizioni per il cliente attraverso l'introduzione di obblighi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione (*pre e post-trade transparency*);
- condizioni di maggior parità operativa, allargando l'accesso ai mercati regolamentati.

diventano parte attiva di un processo di maggiore concorrenza. In particolare, secondo alcuni osservatori, questa situazione renderebbe indispensabili almeno due riforme se le banche vogliono continuare a organizzare il collocamento delle società in Borsa e a negoziare, anche su propri circuiti alternativi, i titoli del listino: che le banche rinuncino al controllo della Borsa Spa e che la società che gestisce Piazza Affari venga quotata com'è nei Paesi avanzati, ma previa separazione delle funzioni di *listing* e di *trading*; che sia reso sempre più trasparente, sui cosiddetti mercati internalizzati, il meccanismo di negoziazione delle banche soprattutto sui titoli dei gruppi e delle società che hanno partecipazione rilevante nel capitale delle banche stesse.

Anche questo nuovo scenario che si va profilando impone, comunque, la necessità di ricercare nuove modalità operative e alleanze che possano consentire di stare sul mercato assicurando una presenza italiana in grado di competere e di confrontarsi con gli altri intermediari internazionali. Tanto per capirci ci si troverà a competere direttamente con *global players* del calibro di J.P. Morgan o Merrill Lynch. Privilegiare i localismi o il particolarismo della singola banca sarebbe una scelta miope destinata all'insuccesso.

4. Le nuove regole sulla tutela del risparmio

Un'altra spada di Damocle che pende sul sistema finanziario italiano sono le nuove regole sulla tutela del risparmio attualmente (primavera 2004) all'esame del Parlamento. Il disegno di legge, messo a punto dal Governo a febbraio sulla scia del caso Parmalat e poi integrato con altre proposte nel corso dell'iter parlamentare, risponde sostanzialmente a tre obiettivi:

- dare maggiore coerenza al profilo istituzionale della vigilanza sui mercati finanziari per finalità. Fino ad oggi la trasparenza fa capo alla Consob, la stabilità alla Banca d'Italia e la

concorrenza all'Antitrust. A queste funzioni si sovrappone però l'anomalia di autorità competenti per soggetti: la Covip per i fondi pensione, l'Isvap per le assicurazioni e la Banca d'Italia per la concorrenza bancaria. A quest'ultima fa capo anche la trasparenza dei prodotti bancari. Per Marco Onado «il nodo centrale posto in evidenza da casi come Parmalat e Cirio (ma anche da prodotti bancari complessi e rischiosi) è quello del conflitto intrinseco fra la regolamentazione di stabilità e quella di trasparenza. La prima non può che rallegrarsi di fronte a operazioni che riducono il rischio per le banche (trasferendolo sulle spalle dei risparmiatori) o che, consentendo pingui commissioni, aumentano il reddito delle banche e ne rafforzano il patrimonio. La seconda deve invece preoccuparsi di tutelare gli investitori individuali e quindi deve garantire tutte le informazioni possibili sul grado effettivo di rischio, senza preoccuparsi se ciò riduce le opportunità di profitto per le banche»¹²;

- assicurare alle autorità competenti gli strumenti necessari ed efficaci al rafforzamento di tale vigilanza;
- ridurre ulteriormente le probabilità e i costi dei rischi individuali e sistemici cui sono soggetti i risparmiatori.

Qualunque sia la versione finale del nuovo pacchetto normativo è indispensabile premettere che va scongiurato il rischio di una *over regulation*, frutto di una reazione dettata da ragioni esterne e comunque circoscritte ad accadimenti ben precisi. Si rischierebbe per curare un male di compromettere irrimediabilmente, con una sorta di accanimento terapeutico, il percorso di crescita faticosamente avviato dal sistema finanziario italiano.

Dopo Cirio e Parmalat, anche le banche italiane sono al tavolo degli imputati. L'opinione pubblica è convinta che ci siano conni-

¹² Onado M., «La riforma necessaria», *Il Sole 24 Ore*, 7 gennaio 2004.

venze ed è giusto fare chiarezza. Il problema è che le autorità stanno stringendo la vite dei controlli, arrivando a creare situazioni simili a quella del rapporto tra fabbrica di pistole e arma da fuoco. E qui arriviamo al punto. Le banche, davanti al rischio di penali in caso di una emissione andata male, finiranno per limitare al massimo le emissioni o il credito. Peggio, potrebbero rientrare su tutti i crediti per evitare di esporsi del tutto. Ma allora non sarebbero più banche. E non ci sarà azienda in grado di ripagare sull'unghia il debito con cui manda avanti gli affari. Situazione estrema che probabilmente non si verificherà. Ma che ci dà la misura di quanto sia importante in un momento di crisi distinguere tra le colpe vere e quelle immaginarie¹³.

Per Franco Debenedetti è «meglio una buona legge in meno che una cattiva legge in più. Bisogna evitare di innescare la rincorsa a sovrapporre controlli a controlli, divieti a divieti»¹⁴. Il disegno di legge contiene in questo senso disposizioni relative all'offerta al pubblico di strumenti finanziari che pur muovendo da una premessa comprensibile penalizzano seriamente gli intermediari. Si può discutere, per esempio, sulla forma attuale del prospetto informativo utilizzato per mettere il pubblico a conoscenza dei rischi insiti nella sottoscrizione di strumenti finanziari. La complessità del prospetto può consigliare l'opportunità di documenti più snelli e indicativi dei rischi dell'emittente e dell'emissione.

Altra cosa è invece «ingessare – come si può leggere in un promemoria di Assosim¹⁵ – l'operatività degli intermediari attivi sul settore dell'*investment banking* mediante divieti totali di offerta al pubblico di particolari emissioni sottoscritte o di

¹³ Platero M., «Banche Usa, la lezione dopo Enron», *Plus*, 14 febbraio 2004.

¹⁴ Debenedetti F., «Risparmio, i tre nodi irrisolti», *Il Sole 24 Ore*, 23 marzo 2004.

¹⁵ Assosim è l'Associazione italiana Intermediari mobiliari. Il promemoria citato è del 15 gennaio 2004.

obblighi di mantenimento in portafoglio di tali emissioni in capo agli intermediari per determinati periodi di tempo». Si tratta del cosiddetto *seasoning* (stagionatura) che obbliga l'intermediario a trattenere gli strumenti finanziari nel proprio portafoglio per un certo periodo di tempo prima di collocarli al pubblico *retail*. In altri termini in questo modo gli intermediari dovrebbero garantire maggiormente la solvibilità delle emissioni, ma con un vincolo troppo pesante per la loro operatività. In particolare «gli intermediari di mercato – sottolinea un altro documento di Assiom¹⁶ – potrebbero dismettere o diminuire l'attività di *market making* e di *trading* su determinati titoli nel timore che, qualora si verifichi una vendita a investitori non professionali (anche solo per disguido) si venga chiamati a fornire garanzie, di fatto fideiussorie; il tutto a detrimento della liquidità del mercato stesso e quindi, in ultima analisi, degli investitori (sia pure professionali)». Tale situazione danneggerebbe tra l'altro quasi esclusivamente gli intermediari italiani. Gli intermediari stranieri infatti potrebbero tranquillamente continuare ad applicare regimi deregolamentati a investitori italiani che abbiano aperto conti esteri. Allo stesso tempo già adesso non c'è alcuna dissuasione per l'investitore non professionale che richieda titoli con premio di rendimento e alto rischio di credito. Una soluzione più praticabile potrebbe invece prevedere che «per particolari emissioni obbligazionarie sia consentita la circolazione solo tra investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali e che in caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali» (si veda codice civile art. 2412).

In tre anni il sistema bancario italiano ha collocato circa 23 mila emissioni pari al 98 per cento del totale collocato nello stesso periodo. Per Assosim questi dati dimostrano come «il sistema degli intermediari italiani sia assolutamente in grado di

¹⁶ Assiom è l'Associazione italiana Operatori mercati dei capitali.

svolgere istituzionalmente e professionalmente il proprio compito di raccolta del risparmio tra gli emittenti, finanziando la crescita dell'economia, compito che non deve venir meno né deve essere imbrigliato con conseguenze negative anche sotto il profilo della tutela della concorrenza nei confronti di operatori esteri non soggetti alle norme italiane». Sicuramente, anche in questo caso, c'è un problema di asimmetria tra mercati, istituzioni e regole. Molti dei problemi a cui si è assistito negli ultimi tempi sono conseguenza di un rapporto tra un mercato molto esteso a livello internazionale e la presenza di istituzioni e regole assolutamente non corrispondenti alle caratteristiche, ai contenuti e alle dimensioni dei mercati¹⁷. In realtà va anche aggiunto che il *seasoning* non risolve eventuali problemi di regolarità nel mercato dei collocamenti. Si fissano restrizioni nel periodo iniziale, ma si lasciano deregolate le negoziazioni che si verificano nel resto della vita del prestito con i problemi di solvibilità che potrebbero insorgere. Si penalizza così l'intermediario senza dare garanzie reali all'investitore.

È significativo degli effetti di una *over regulation* quanto riportava *The Wall Street Journal*¹⁸ a proposito delle imprese americane che lamentano l'aumento dei costi in denaro e in tempo portati dal *Sarbanes-Oxley Act*, la normativa Usa approvata dopo lo scandalo Enron. In un'intervista a *Il Sole 24 Ore*, il presidente del gruppo farmaceutico Novartis Daniel Vassella così si è espresso: «Qualcuno che ingannerà gli investitori ci sarà sempre, anche sotto il più duro regime giuridico. Qualcuno che non ingannerà mai gli altri ci sarebbe anche in assenza di qualsiasi regola o controllo. Nel mezzo c'è la maggioranza che non deve essere indotta in tentazione da regimi lassisti. Ma sarebbe un errore anche un inasprimento eccessivo

¹⁷ Questi temi sono emersi anche nel seminario sul sistema creditizio promosso a Milano il 2 aprile 2004 dalla Fondazione per la Sussidiarietà.

¹⁸ Solomon D., Bryan-Low C., «Companies complain about cost of corporate-governance rules», *The Wall Street Journal*, 10 febbraio 2004.

delle regole, che rischierebbe di portare alla paralisi. [...] Sarebbe ingenuo prospettare come possibile un regime perfetto che sia in grado di garantire con assoluta certezza che casi come quello della Enron non si ripetano»¹⁹.

5. Il credito a medio-lungo termine

Se oggi il mercato delle obbligazioni rischia di subire una battuta d'arresto resta aperto un problema serio: quello di assicurare strumenti per il finanziamento delle imprese, in particolare per sostenere la loro crescita nel medio-lungo termine. «Mettere sotto processo banche, imprenditori e autorità di controllo – sottolinea il presidente dell'Eni Roberto Poli – non serve a risolvere il problema. Fatte salve, naturalmente, le inchieste avviate dalla magistratura, che avranno i loro tempi. Per il resto è molto meglio essere propositivi, cercare vie di uscita sia modificando le normative sugli organismi di controllo, che si sono dimostrate obsolete, sia ripristinando condizioni e strumenti adatti a garantire i finanziamenti alle imprese»²⁰.

In questo senso occorre chiedersi se non sia necessario ritornare a forme di credito industriale riscoprendo la formula dei mediocrediti, troppo frettolosamente archiviata negli anni scorsi per lasciare campo libero alla banca universale²¹. «Oggi le nostre banche – scrive Mazzotta – raccolgono a breve e impiegano a medio-lungo termine, assumono rischi di credito e rischi di capitale, servono clienti di tutti i tipi e di tutte le dimensioni. Credo si debba andare verso forme aggiornate di specializzazione, favorendo l'identificazione del singolo inter-

¹⁹ Vasella D., «L'eccesso di regole porta alla paralisi», intervista di Stefano Carrer, *Il Sole 24 Ore*, 24 gennaio 2004.

²⁰ Poli R., «Un nuovo Imi per lo sviluppo», intervista di Fabio Tamburini, *Il Sole 24 Ore*, 20 aprile 2004.

²¹ Su questo tema si veda anche: Tamburini F., «Nostalgia del credito a medio-lungo termine», *Il Sole 24 Ore*, 25 marzo 2004.

mediario con il proprio specifico settore di mercato, prescelto sulla base della sua dimensione, della sua esperienza, della qualità e delle caratteristiche della struttura e del management»²². A tutto questo va aggiunto che gli impegni a medio termine sono quasi tutti a tasso variabile. E oggi non ci sono gli strumenti che consentono di collegare dal punto di vista dimensionale la provvista e l'impiego come allo stesso modo non ci sono quelli che consentono all'impresa di assumere un impegno a medio termine senza avere un pesante rischio di interesse. Lo stesso Poli ha lanciato su *Il Sole 24 Ore* la proposta di costituire un nuovo Imi: «è tempo di mettere in cantiere una svolta: la costituzione di un nuovo soggetto bancario, sulle orme di quello che fa l'Imi, che potrebbe chiamarsi Banca italiana per lo sviluppo, specializzata nel credito a medio e lungo termine, con caratteristiche simili alla Banca europea degli investimenti»²³.

Forse non ci sono le condizioni per riproporre gli istituti di credito speciale del passato, ma ciò non toglie che nelle stesse banche attuali sia quanto mai opportuno il ritorno a forme di specializzazione del credito. C'è anche chi ha avanzato l'ipotesi di un rilancio in chiave nuova della Cassa depositi e prestiti come grande banca per il credito industriale, potenziata grazie all'ingresso nel capitale delle fondazioni, che apporterebbero risorse significative. Si potrebbe arrivare anche all'emissione di prestiti obbligazionari specializzati per finanziare imprese su progetti innovativi²⁴. Negli Stati Uniti, da sempre visti come il Paese della grande finanza, tutto il sistema dell'emissione di strumenti finanziari per le piccole e medie imprese è garantito da fondi governativi. È il caso dei cosiddetti *industrial bond* che presentano grandi benefici sul piano fiscale.

Qualunque sia la soluzione che si vada prospettando, non si tratta di una questione puramente tecnica o di secondaria

²² Mazzotta R., «Banca tuttofare addio», cit.

²³ Poli R., *op. cit.*

²⁴ La proposta è dell'ex presidente Bnl Giampiero Cantoni.

importanza. È vitale per l'intero Paese. Pensare a infrastrutture creditizie in grado di finanziare a medio termine le imprese vuol dire pensare a come far crescere e tornare protagonista l'economia reale. E in Italia economia reale significa prima di tutto piccole e medie imprese. Di questi tempi si parla molto di responsabilità sociale dell'impresa. È diventato un nuovo *must* a cui sembra impossibile sottrarsi. In realtà la vera responsabilità sociale, prima di quella illustrata sui manuali di gestione aziendale, consiste nel continuare a produrre e a creare lavoro e ricchezza. Oggi invece il problema dominante sembra essere quello di come distribuire la ricchezza. Più utile sarebbe chiedersi come si creano nuova ricchezza, nuovo reddito e nuove risposte per un mondo che cambia. In ogni epoca della storia l'uomo si è sempre mostrato più grande delle circostanze in cui si è trovato e, in nome dell'esperienza che viveva, ha sempre generato una risposta più grande della situazione dalla quale partiva. Questa è anche la storia della piccola e media impresa e del modello di sviluppo italiano. E oggi continuare a generare nuova ricchezza è una questione che ha a che fare anzitutto col capitale umano da un lato (da qui la centralità dell'educazione e dell'istruzione), e dall'altro con un sistema economico che deve moltiplicare l'effetto positivo sulla vita economica e sociale di chi è capace di produrre innovazione, lavoro e reddito. Per questo occorrono infrastrutture finanziarie e di credito che sappiano guardare lontano utilizzando strumenti come il finanziamento a medio-lungo termine.

6. Un nuovo patto tra banca e impresa per una transizione verso il mercato

Le questioni sin qui poste introducono l'esigenza di una svolta in un mercato finanziario come quello italiano che deve oggi affrontare una vera fase di sviluppo se non vuole rischiare la

marginalizzazione e se vuole contribuire alla crescita del nostro sistema industriale.

In Italia, come si è notato in precedenza, il finanziamento esterno delle imprese proviene principalmente dal sistema bancario, mentre è ancora modesto il contributo delle emissioni di azioni e obbligazioni. Anche il numero di aziende quotate e la capitalizzazione di borsa sono bassi nel confronto internazionale. La ragione principale sembra costituita dalla scarsa domanda delle imprese, che hanno potuto finanziare gli investimenti principalmente con fondi propri e sono state tradizionalmente riluttanti ad aprire il capitale a terzi. Lo stesso ritardo nell'introduzione di regole avanzate del mercato dei capitali – con il testo unico della finanza – conferma lo scarso interesse per questo canale di finanziamento.

La limitata dimensione del mercato obbligazionario, associata alla ridotta capitalizzazione della borsa e soprattutto al modesto numero di società quotate, costituisce quindi un elemento caratteristico del mercato finanziario italiano. Il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari delle imprese con meno di 200 addetti (escludendo le società bancarie e finanziarie) era nel 2001 di poco inferiore al 2 per cento, valore simile a quello osservato in Germania, ma molto inferiore a quelli della Francia (6 per cento), del Regno Unito (9 per cento) e degli Stati Uniti (14 per cento). Tale dato sale al 7 per cento per le imprese più grandi.

Lo scarso ricorso al finanziamento diretto sui mercati azionario e obbligazionario riflette in parte la prevalenza nel Paese

Debiti bancari e debiti finanziari
Rapporto debiti bancari/debiti finanziari

	1990	1995	2000	2001
1-49 addetti	82.2	84.4	76.2	75.6
50-199 addetti	81.1	76.7	71.2	71.5
≥ 200 addetti	64.7	62.5	55.5	53.7
Totale imprese	71	70.6	63.3	61.8

di imprese di piccola e media dimensione. Una caratteristica del sistema industriale italiano è la costante sottocapitalizzazione delle sue imprese e, in particolare, delle piccole e medie. La scarsità di capitale di rischio, grazie a situazioni di *leverage* particolarmente favorevoli, in passato non limitava lo sviluppo, oggi, invece, in uno scenario internazionale sempre più competitivo, rappresenta un limite pesante. In un mercato sempre più globalizzato, la struttura di indebitamento delle imprese minori italiane è sicuramente inadeguata alle nuove esigenze di sviluppo e innovazione indispensabili per fronteggiare la crescente competitività delle imprese estere.

Inoltre, la crisi del sistema previdenziale pubblico, la riduzione del debito pubblico e la conseguente caduta dei rendimenti dei titoli di Stato, associata alla propensione al risparmio delle famiglie italiane (che, pur in calo, resta comunque elevata), potrebbero favorire una forte crescita degli investitori istituzionali e soprattutto dei fondi pensione. Finora le piccole e medie imprese, incontrando maggiori difficoltà rispetto alle grandi imprese, nel reperimento di fonti di finanziamento, sono rimaste escluse dai nuovi circuiti della finanza e continuano ad avere l'indebitamento bancario quasi come unica fonte per il reperimento di fondi. Si sono trovate a operare in un sistema finanziario carente di intermediari capaci o poco preoccupati di avvicinarle a nuove forme di finanziamento.

«La letteratura economica ha individuato l'esistenza di una relazione causale tra lo sviluppo del sistema finanziario e quello dell'economia reale. Sistemi finanziari articolati ed efficienti favoriscono la crescita economica, consentendo agli imprenditori di reperire i capitali per finanziare progetti di investimento con rendimento elevato ma differito nel tempo. In particolare, mercati finanziari sviluppati orientano più efficacemente le risorse verso imprese con maggiore potenziale di crescita, spesso operanti nei settori dell'alta tecnologia, determinando per questa via una migliore allocazione delle risorse e una più rapida crescita della produttività totale dei fattori».

Lo sviluppo del finanziamento obbligazionario delle imprese merita pertanto di essere incoraggiato come fattore di modernizzazione del mercato finanziario. In questo quadro spetta agli intermediari e agli investitori istituzionali farsi carico di decidere che cosa può essere sottoscritto e collocato nella massima trasparenza del rischio-rendimento. Si tratterà contestualmente di verificare l'adeguatezza delle regole e dei controlli posti a tutela dei risparmiatori individuali, il cosiddetto *retail*, che con gli istituzionali costituiscono le due tipologie di investitori presenti sul mercato finanziario.

E proprio su questo fronte si pone un problema di vitale importanza: la presenza sul mercato di investitori istituzionali in grado di interloquire col sistema delle medie imprese italiane. Oggi purtroppo c'è un deficit di conoscenza di quella che è la spina dorsale del sistema produttivo nazionale. Tolti pochi grandi gruppi ben difficilmente un fondo americano verrà a investire su una media impresa italiana anche se questa presenta alte potenzialità di crescita. C'è un oggettivo problema nel decifrare una tale tipologia di imprese. Allo stesso tempo la presenza di investitori istituzionali italiani è ancora limitata. Basta guardare ai fondi pensione mai pienamente decollati.

Se occorre quindi lavorare per rafforzare i fondi italiani, dall'altro lato è indispensabile inventare strumenti che possano aiutare a far conoscere la media impresa al di fuori dei confini nazionali.

Se è auspicabile e per molti versi necessario che in Italia si sviluppi un mercato finanziario simile a quello presente in altri Paesi, la banca non esce di scena. Non si può pensare che le imprese per il loro finanziamento possano prescindere. Si tratta semmai di riconsiderare la natura del rapporto tra banche e imprese, oggetto peraltro di ampio dibattito ancor prima dello scoppio dei recenti scandali finanziari, in vista dell'introduzione delle regole stabilite dal cosiddetto accordo di Basilea 2.

Il modello dei rapporti tra banche e imprese storicamente in Italia è stato caratterizzato dalla prassi del cosiddetto fido multiplo o *multibanking*. In pratica si tratta della concessione del

fido da parte di più banche alla stessa impresa. Il sistema economico italiano si colloca al vertice della graduatoria col 51 per cento delle piccole e medie imprese in rapporto con due o più banche, seguito da quelli di Austria e Portogallo, anch'essi Paesi bancocentrici, col 45 per cento. La media europea è del 35 per cento. Una prassi, quella del fido multiplo, che sostiene l'obiettivo dell'impresa di aumentare la disponibilità di credito, disporre di riserve più consistenti di liquidità e innescare anche una competizione tra gli intermediari sul prezzo delle risorse. Si è avuto così un sovraffidamento del sistema delle imprese italiane, segnato da rapporti di utilizzo dei fidi spesso inferiori al 50 per cento. Questo modello porta di fatto a un peggioramento della capacità di valutazione dell'impresa da parte della banca. Si cerca di assumere comunque una qualche forma di garanzia, riducendo al minimo i costi unitari di istruttoria per la concessione del fido. Diventa più difficile conoscere quale sia la reale situazione dell'impresa. In questo quadro si accentua il rischio di una marginalità del cliente piccola o media impresa nel rapporto con la banca. Alla fine si ha una relazione povera: l'impresa vede la banca come un fornitore sostituibile di un bene indifferenziato. Parimenti la banca vede l'impresa come cliente infedele e quantitativamente marginale sul quale non conviene fare investimenti. Secondo Masciandaro «la via italiana è stata quella della *banca commerciale deresponsabilizzata*: ogni azienda ha finito per intrattenere una pluralità di rapporti con più banche. Di tale situazione l'impresa tende ad apprezzare l'apparente diversificazione dei finanziamenti e la ridotta ingerenza dei finanziatori nella *governance*; la banca ne vede invece i vantaggi in una formale condivisione del rischio e nell'esternalizzazione sulle altre banche dei costi di monitoraggio. Il risultato è che, per la banca, aumentano i rischi che si conosca sempre di meno e si decida sempre peggio»²⁵. È un modello che funziona finché le cose vanno bene e

²⁵ Masciandaro D., «La terza via italiana», *Il Sole 24 Ore*, 25 marzo 2004.

l'azienda si sviluppa senza dover rendere conto ai finanziatori «né dell'efficacia delle strategie, né della consistenza del proprio assetto proprietario e manageriale»²⁶. Il discorso cambia quando l'azienda si trova in difficoltà: «si riscopre la centralità del rapporto banca-impresa, salvo dimenticare che un simile procedere ha almeno tre difetti: prociclicità (si riconsiderano i rapporti nel momento sbagliato), disuguaglianza dimensionale (si tende a dimenticare le grandi imprese a discapito delle medie-piccole) e disuguaglianza territoriale (in alcune aree si accentua la dipendenza dell'impresa dalla banca). Ne soffre la qualità del credito e la gestione del cattivo credito può divenire strumento più o meno efficace ed equo di allocazione *ex post* del rischio»²⁷.

Se fino a oggi ha prevalso questo modello di relazioni, l'appuntamento con Basilea 2 può diventare giocoforza un'opportunità per riconfigurare il rapporto in una prospettiva diversa. Ridurre la natura bancocentrica del sistema finanziario e favorire la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, specialmente in presenza di riduzioni o azzeramenti degli affidamenti e in previsione di una maggior selettività del credito dovuta a Basilea 2, è una sfida imposta dalla modernizzazione del sistema stesso.

A preoccupare oggi le imprese è soprattutto il rischio di un razionamento del credito bancario (il cosiddetto *credit crunch*) dovuto all'applicazione dei nuovi parametri. Un rischio che avrebbe pesanti implicazioni sulla loro già debole struttura finanziaria. Osserva Masciandaro: «In un sistema di rapporti da sempre caratterizzato, nel bene e nel male, da un sensibile grado di discrezionalità e di informalità, l'introduzione di criteri più oggettivi faceva insorgere nell'industria e nel commercio il timore di una tendenza alla deresponsabilizzazione del bancario, con un effetto di razionamento del credi-

²⁶ *Ibidem.*

²⁷ *Ibidem.*

Gli obiettivi di Basilea 2

Come nasce

Nel gennaio 2001 il Comitato di Basilea per la supervisione bancaria formula una proposta per la revisione dell'attuale normativa sui requisiti patrimoniali delle banche. Il nuovo accordo va a sostituire Basilea 1 del 1988.

L'applicazione

L'entrata in vigore di Basilea 2 è prevista per il dicembre 2006.

Gli obiettivi

L'intesa mira ad aumentare la stabilità del sistema bancario internazionale.

I pilastri dell'accordo

Requisiti patrimoniali delle banche, controllo prudenziale, disciplina del mercato.

Cosa cambia

La principale variazione sta nella misurazione dei rischi. Dovrà essere più precisa e svolgersi con rating interni. Dovrà tenere conto anche di tipologie prima non considerate.

to»²⁸. Un timore che i casi Cirio e Parmalat hanno accresciuto. Le vicende giudiziarie potrebbero «avere un effetto inibitorio e ingiustificato sulla propensione all'affidamento delle banche»²⁹. Sul versante opposto le banche spiegano questi casi come frutto di comportamenti scorretti e di informazioni incomplete e poco trasparenti che «non hanno consentito ai finanziatori, nazionali ed esteri, di avere reale contezza della si-

²⁸ Masciandaro D., «La strada giusta», *Il Sole 24 Ore*, 24 gennaio 2004.

²⁹ *Ibidem*.

tuazione aziendale»³⁰. Banche e imprese si presentano perciò su fronti contrapposti.

Oggi siamo in mezzo al guado. Le nostre imprese non possono contare più, come in passato, su aiuti esterni quali la svalutazione e la spesa pubblica e in più devono fronteggiare una maggiore competizione di Paesi con la stessa struttura di specializzazione; mi riferisco in primo luogo alla Cina. Abbiamo imprese che, per le strutture di costo, sono costrette a concorrere sulle nuove frontiere della tecnologia e dell'innovazione che richiedono per loro natura più capitali e finanziamenti per investimenti.

L'unica strada possibile è quella di avvicinare le piccole e medie imprese al mercato dei capitali. Le banche in questo devono giocare un ruolo decisivo sia allungando a medio-termine la scadenza dei finanziamenti (possono così essere oggetto di *securization*), sia preparando le imprese alla raccolta di capitale di rischio: dai fondi di *private equity* al mercato azionario. Si tratta di recuperare l'occasione mancata negli ultimi dieci anni dove a fronte di molti mutamenti, dalle privatizzazioni di banche e imprese all'evoluzione normativa pro-mercato, i risultati pratici sono stati di molto inferiori alle attese. E a fronte di una responsabilità generalizzata sono state soprattutto le piccole e medie imprese a pagare.

³⁰ *Ibidem.*

PARTE TERZA

DUE «ANOMALIE» ITALIANE

Come s'è visto, è difficile stilare un bilancio univoco sull'evoluzione che ha interessato il sistema finanziario italiano dal 1990 in poi. Certo quella che all'inizio degli anni Novanta appariva come una foresta pietrificata è stata attraversata da correnti di varia natura e intensità che hanno rimesso in movimento un sistema fermo da molto tempo. A quasi quindici anni di distanza il panorama delle banche e della finanza è radicalmente cambiato. In meglio? Nel momento in cui scriviamo molti entusiasmi sulle «magnifiche sorti e progressive» del cambiamento avvenuto sembrano essere stati messi fortemente in discussione. C'è chi, come Francesco Giavazzi e Franco Debenedetti, ritiene che le banche italiane debbano dismettere presunte velleità autarchiche, e, uscendo da una dimensione provinciale, fare i conti col mercato globale e, magari, essere acquisite da banche estere. E questo non sarebbe un rischio, ma addirittura un'opportunità. Si rinuncia così del tutto all'ipotesi che ci possa essere un *global player* a base italiana. Secondo i sostenitori di tale tesi la vera palla al piede del sistema creditizio italiano sarebbero le fondazioni di origine bancaria che detengono le posizioni di controllo nei maggiori gruppi e che ostacolerebbero l'evoluzione verso il mercato. Le fondazioni sarebbero un'anomalia da eliminare, retaggio di un passato che non ha più ragion d'essere: «Fare di soggetti che non rispon-

dono né al mercato né alla politica i soci di riferimento delle banche, sarebbe peggio che ritornare alle banche pubbliche», scrive Debenedetti¹.

Un'altra anomalia tutta italiana che i paladini del mercato vorrebbero eliminare o quantomeno trasformare radicalmente è quella delle banche popolari, banche di territorio che mantengono la forma della società cooperativa. Non risponderebbero ai dettami sulla contendibilità, e sarebbero basate su istituti ritenuti del tutto desueti come quello del voto capitaro.

La tesi che, invece, qui si vuole sostenere è che queste anomalie italiane affondano le loro radici non in ipotesi astratte ma in un dato di realtà. La presenza di fondazioni e banche popolari è profondamente connessa con un modello di sviluppo del Paese, delle imprese e della società che ha assicurato un benessere diffuso ed equilibrato. Anche grazie a queste realtà, in un capitalismo di mercato sono stati introdotti elementi diversi che hanno contribuito al miglioramento della qualità della vita delle persone e allo sviluppo della società nel suo insieme. Senza tutto questo oggi l'Italia sarebbe un Paese più povero. E guardando al futuro, proprio per la loro natura anomala, fondazioni e banche popolari possono giocare ancora un ruolo decisivo per la crescita del Paese. Perdere questa opportunità per assumere altri modelli aprioristicamente considerati virtuosi sarebbe un grave errore. Già nel recente passato ci si è dovuti amaramente ricredere per aver troppo frettolosamente smantellato pezzi importanti dell'economia e dell'industria italiane.

¹ Debenedetti F., «Fondazioni nelle banche? La priorità non è difendere il vessillo nazionale», cit.

Capitolo quinto

Le fondazioni di origine bancaria

Le fondazioni di origine bancaria, come si è accennato nella prima parte del volume, sono nate nel 1990 come conseguenza della legge Amato che si proponeva come scopo principale quello di ristrutturare e modernizzare il sistema bancario nazionale. Un sistema fortemente segmentato per mercati geografici e per specialità, soggetto centralmente a indirizzi amministrativi stringenti spesso dettati da esigenze di politica monetaria più che dalla necessità di tutelare e sviluppare il mercato del credito, e infine localmente governato in modi non sempre immuni dall'influenza di lobby politiche ed economiche. A ciò si aggiungeva in molti casi una situazione di sottocapitalizzazione, per ovviare alla quale i soggetti pubblici non avevano le risorse e i soggetti privati certamente non le avrebbero messe a disposizione, se non dopo un mutamento della natura e delle modalità di gestione delle aziende bancarie.

Per comprendere però appieno come nascono le fondazioni occorre risalire al recepimento nel 1985 della prima direttiva comunitaria sul credito (emanata nel 1977). Con tale provvedimento, come abbiamo già visto, era stato introdotto un principio quasi rivoluzionario: l'esercizio del credito veniva considerato un'attività d'impresa e non più di pubblica utilità.

Tale principio comporta due corollari naturali. La prima conseguenza è che, se si tratta di attività di impresa, il controllo pubblico delle aziende creditizie non trova più una giustificazione generale legata alla pubblica utilità, ma va eventualmente motivato in base a valutazioni analoghe a quelle che investono gli altri settori produttivi. Viene anche meno la giustificazione dell'utilizzo del sistema creditizio per fini di politica economica, a livello nazionale o locale; le aziende creditizie, così come le altre imprese, possono essere destinatarie di politiche economiche, ma non strumenti, essendo l'obiettivo dell'impresa incompatibile con altri.

La seconda conseguenza è che, se nell'economia dell'Europa sviluppata il credito è una normale attività imprenditoriale, vanno individuati nuovi scopi per i patrimoni che molte comunità hanno accumulato nell'arco delle ultime generazioni per favorire, tramite il credito, l'uscita da situazioni di sottosviluppo. Per banche costituite in forme societarie varie, ma accomunate dall'assenza di scopo di lucro e dal controllo della collettività, l'esercizio di quella che con il tempo – e con lo sviluppo economico – è diventata una normale attività commerciale non è più in grado di rispondere agli intenti stabiliti dai fondatori dei patrimoni originari: intenti che si ispiravano a criteri di utilità e solidarietà sociale.

La legge Amato affrontò questi problemi per una categoria specifica di soggetti bancari, le casse di risparmio, le banche del Monte e altri aventi caratteristiche analoghe, comunque tutti enti pubblici. Tali soggetti vennero incentivati a incorporare l'attività bancaria, conferendola a società per azioni e «residuando» così la fondazione; a quest'ultima, a memoria degli intenti originari, vennero attribuiti degli scopi statutari da scegliere entro una gamma di attività portatrici di utilità sociale. Per avere un'idea della rilevanza economica delle fondazioni, basti pensare che il loro patrimonio contabile nel 1994 ammontava a circa 33 mila miliardi di lire. A fine 2002 sfiorava i 37 mila milioni di euro.

Per situare però esattamente il percorso storico in cui la nuova normativa si innesta è illuminante il passaggio contenu-

Distribuzione del patrimonio delle Fondazioni per gruppi
dimensionali ed aree geografiche (situazione al 31/12/2002)

Gruppi	Fondazioni piccole		Fondazioni medio-piccole		Fondazioni medie		Fondazioni medio-grandi		Fondazioni grandi		Totale	Num. Fond.	Media milioni di €
	n.	milioni di €	n.	milioni di €	n.	milioni di €	n.	milioni di €	n.	milioni di €			
Nord-ovest	139	4	175	2	160	1	848	4	14.133	6	15.456	17	909
Nord-est	101	5	229	3	1.121	8	2.615	8	4.388	6	8.455	30	282
Centro	205	6	632	9	679	5	1.190	5	8.554	5	11.259	30	375
Sud	59	3	356	4	375	3	244	1	782	1	1.815	12	151
	504	18	1.392	18	2.335	17	4.897	18	27.857	18	36.985	89	
Media	28		77		137		272		1548		416		

Fonte: ACRI

to in un parere del Consiglio di Stato nel quale in riferimento alla nascita delle casse di risparmio si legge che queste

sono venute alla luce con la funzione di agevolare e raccogliere il risparmio di ceti medio-piccoli inserendoli così nell'incipiente processo di sviluppo produttivo e di sostenere le iniziative locali di questi piccoli ceti sulla base del risparmio come valore guida. Tale fenomeno da un lato portò effetti benefici per strati della popolazione venuti a trovarsi in una situazione di degrado dopo le guerre napoleoniche, e la conseguente crisi economica, dall'altro mostrò una capacità di raccogliere flussi di liquidità non posseduta dalle banche commerciali di allora ma indispensabile per la nascente rivoluzione industriale. Di tale duplice ordine di effetti si trova ancora oggi traccia nella finalità di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico che l'attuale normativa assegna alle fondazioni bancarie.

È evidente in tutto questo come utilità sociale e sviluppo economico nella civiltà giuridica italiana, ma lo stesso si potrebbe dire di altri Paesi, non sono mai state in contraddizione.

«Per le loro tradizioni e per le loro dimensioni patrimoniali a questi soggetti il legislatore, oltre alle originarie finalità di pubblica utilità e assistenza alle categorie sociali più deboli, ha attribuito compiti di intervento nei settori dell'arte, dell'istruzione, della ricerca scientifica e della sanità». Di fatto le fondazioni di origine bancaria sono chiamate a operare secondo il tipico modello delle fondazioni *grant making*, molto attive negli Stati Uniti, destinando a erogazioni a favore del non profit o di progetti di utilità sociale una quota dell'avanzo dell'esercizio, dopo aver assicurato la conservazione del valore economico del patrimonio.

1. Le fondazioni e le banche

Va precisato che in questa sede ci si limiterà a trattare il ruolo che le fondazioni possono e, a nostro giudizio, debbono continuare ad avere nelle banche. Tenendo fermo il principio che le

fondazioni devono preoccuparsi della tutela e dell'incremento del proprio patrimonio a fini erogativi, sono infatti convinto che un sano realismo esiga che continuino a mantenere le partecipazioni bancarie. Ed è su questo aspetto soprattutto che si è dispiegata la ponderosa produzione normativa di questi anni. C'è da sperare che oggi, dopo le ultime sentenze della Corte Costituzionale, di cui si tratterà più avanti, si sia arrivati a un punto fermo nella definizione della disciplina sulle fondazioni.

Tornando alla legge Amato, pur precisando gli scopi dei nuovi enti e dettandone le caratteristiche iniziali, questa era comunque più interessata agli aspetti relativi al sistema bancario: nella percezione generale, le fondazioni vennero inizialmente considerate semplicemente delle «casseforti» in cui «parcheggiare» temporaneamente la proprietà delle banche pubbliche, in particolare le Casse di Risparmio. La stessa legge, del resto, imponeva alle fondazioni di mantenere il controllo azionario delle banche scorporate.

Caratteristiche comuni di tutte le fondazioni così create erano:

- avere propri scopi statuari (in parte diversi da quelli originari degli enti creditizi), che si collocavano nei campi dell'utilità sociale;
- non poter esercitare il credito (funzione che la legge vietava espressamente alle fondazioni);
- avere piena autonomia statutaria;
- essere soggette al potere di controllo e di indirizzo del Ministero del Tesoro.

Le normative sul credito e quella sulle fondazioni si vennero poi evolvendo, lungo linee gradualmente divergenti. Mentre la prima trovava la sua sistemazione nel 1993 col testo unico bancario, con la legge 474/94 veniva eliminato per le fondazioni il vincolo del possesso della maggioranza del capitale azionario delle proprie banche.

In particolare nel novembre 1994 il Governo emanava la cosiddetta «direttiva Dini» che prevedeva, tra le altre cose, che le

fondazioni restassero estranee alla gestione delle banche controllate, focalizzando la propria attività sugli scopi statutari e attrezzandosi per svolgere al meglio tale attività, anche adottando opportune modifiche statutarie volte a cambiare l'assetto degli organi collegiali in modo da «favorire una maggiore rappresentatività degli interessi connessi ai settori di intervento prescelti». Inoltre, entro cinque anni le fondazioni avrebbero dovuto diversificare il proprio patrimonio con dei meccanismi tali da rendere praticamente inevitabile la perdita del controllo azionario delle aziende bancarie. In particolare si attribuiva una serie di benefici fiscali agli enti che diversificavano il proprio attivo in modo che «le spese da sostenersi per il perseguimento degli scopi statutari venissero coperte in misura superiore al 50 per cento con redditi diversi da quelli derivanti dalla partecipazione nella società conferitaria o, in alternativa, non più del 50 per cento del proprio patrimonio fosse investito in azioni della società conferitaria».

Questi e altri passi avevano primariamente lo scopo di permettere al sistema bancario nazionale di realizzare un salto di efficienza e, nel contempo, di rafforzare il profilo di indipendenza delle fondazioni, rendendo queste ultime soggetti in grado di operare autonomamente nei propri campi d'intervento statutario. In realtà il percorso venne affrontato dal legislatore per piccoli passi (visti anche gli interessi in gioco e le prevedibili resistenze): fu solo con la legge 461 del 1998 (la cosiddetta legge Ciampi) e il successivo D.lgs 153/1999 che si poté disporre finalmente di una normativa organica in tema di ordinamento delle fondazioni bancarie. Il legislatore non parla più di enti conferenti, ma di fondazioni.

Con questi ultimi due provvedimenti alle fondazioni viene attribuito lo status di soggetti giuridici privati, dotati di piena autonomia statutaria entro le linee tracciate dalla norma e con scopi statutari da scegliere nel campo dell'utilità sociale, con l'inclusione di almeno uno dei settori d'intervento che la legge definisce «rilevanti»: ricerca scientifica, istruzione, sanità, arte, cultura, difesa delle categorie sociali deboli. Ciascuna fondazio-

ne deve dotarsi di una struttura comprendente almeno tre organi – di indirizzo, di gestione e di controllo –; l'autonomia dell'ente è rafforzata anche dal divieto, per gli enti locali territoriali, di concorrere a designare più della metà dei membri dell'organo di indirizzo, oltre che dall'espressa indipendenza del designato dall'ente designante, con esplicita esclusione di qualsiasi potere di indirizzo o di revoca. Nel contempo, vengono posti limiti stringenti anche al potere di cooptazione negli organi delle fondazioni: queste ultime, nelle intenzioni del legislatore, dovrebbero quindi essere tutelate rispetto a ingerenze politiche (realizzate in passato tramite il potere di nomina in capo agli enti locali) e nel contempo aperte ai contributi della società civile.

Con la stessa normativa viene sancito l'obbligo per le fondazioni di dismettere il controllo delle banche; tale controllo, peraltro, è considerato dalla norma in un'accezione abbastanza permissiva, tanto da far esprimere al Commissario alla Concorrenza dell'Unione europea dubbi sull'efficacia reale degli stessi provvedimenti ai fini di un processo di completa privatizzazione delle banche italiane e tanto da richiamare la necessità di ulteriori interventi governativi.

Nella ricostruzione dell'iter legislativo in materia di fondazioni, occorre a questo punto aprire un parentesi sulla *querelle* che tra il 2001 e il 2003 vede contrapporsi gli enti riuniti nell'Acri (Associazione fra le casse di risparmio italiane) e il Governo. Uno scontro molto duro che sarà risolto solo dal pronunciamento della Corte Costituzionale, ma che presenta più di un elemento utile per chiarire natura e ruolo delle fondazioni di origine bancaria.

A fine 2001, il ministro dell'Economia Giulio Tremonti ha introdotto nella legge finanziaria per il 2002 un emendamento modificativo dell'impianto della riforma Ciampi, poi incorporato nell'art. 11 della legge n. 448/01. Si tratta di modifiche che vincolano drasticamente l'autonomia di azione e di governo delle fondazioni «così da asservirle progressivamente alle amministrazioni pubbliche». In particolare si stabilisce l'obbligo di concentrare la propria azione in tre soli settori di attività, con

la possibilità da parte del Governo di indicare quali settori sia più appropriato scegliere. Osserva criticamente Paolo Savona: «il principale quesito a cui si deve rispondere è se alle fondazioni sia coerente imporre una razionalità dall'alto (*top down*) o dirigista e non dal basso (*bottom up*) o di mercato, indicando investimenti di un certo tipo piuttosto che di un altro e finalizzando il loro portafoglio a obiettivi di politica economica, quali il finanziamento delle opere pubbliche o interventi specifici di welfare. In linea di principio il diritto di scegliere liberamente gli investimenti deve essere riconosciuto anche alle fondazioni bancarie. Come per le banche e le assicurazioni, questo diritto va accompagnato da un sistema di controlli ormai pacificamente accettati come indispensabili al buon funzionamento dell'economia di mercato»¹. E Giorgio Vittadini, sin dall'inizio e per molto tempo unico determinato oppositore del provvedimento Tremonti, scrive: «Perché un'istituzione privata deve essere vincolata dal pubblico nella strategia dei suoi interventi? Come possono le fondazioni non buttare via i soldi, se i politici dall'interno e dall'esterno decidono come e dove usare i loro soldi? In realtà è un modo per allargare la spesa pubblica senza dirlo. In America, ad esempio, dove le fondazioni gestiscono liberamente il proprio patrimonio, questa imposizione di legge sarebbe incostituzionale»².

Tra le disposizioni introdotte da Tremonti quella più contestata è la decisione di demandare agli enti locali la nomina del 75 per cento dei membri degli organi di indirizzo delle fondazioni. Dopo l'epoca delle privatizzazioni si ha adesso quasi un processo all'inverso di ripubblicizzazione degli enti. L'articolo 11 fissa anche l'obbligo di investire il 10 per cento del proprio portafoglio nello sviluppo del territorio, che di fatto significa obbligazioni emesse dagli enti locali o destinate alla realizzazione di infrastrutture.

¹ È un passaggio di un intervento di Paolo Savona a un convegno della fondazione Cesifin, Firenze, aprile 2002.

² Vittadini G., «Giù le mani dalle fondazioni», *Tracce*, giugno 2002.

In questo modo le fondazioni diventerebbero del tutto subalterne all'amministrazione pubblica e perderebbero gran parte dell'autonomia che aveva cominciato a tradursi in azioni diverse da quelle della pubblica amministrazione. Tale subalternità non farà altro che ridurre il pluralismo sociale, omologando anche i soggetti filantropici privati – che le fondazioni avevano cominciato a essere – alla logica di azione della pubblica amministrazione. Inevitabilmente, di conseguenza, risulta compromessa la possibilità per le fondazioni di affrontare problemi e situazioni trascurate sia dal mercato (in quanto inadatte a realizzare profitti) che dall'ente pubblico, sperimentando modalità di intervento innovative e svolgendo quella funzione intermedia che non può essere né dello Stato né del mercato.

Sempre Vittadini osserva:

è un'idea molto asfittica quella che identifica la democrazia unicamente con gli organi elettivi, in particolare con gli enti locali. Ed è anche una concezione strana per un liberale, se si pensa che Tocqueville – esponente classico del liberalismo – già nel 1835, ammirato, descriveva la 'democrazia in America' sottolineando come la forza del sistema politico statunitense fosse proprio 'il principio associativo', cioè la capacità dei cittadini di unirsi in associazioni per contribuire a risolvere i problemi comuni. Pertanto la proposta Tremonti sembra ridurre la democrazia a una forma di partitocrazia localistica. Inoltre risulta oltremodo strano privarsi della competenza di scienziati, professori, rettori, imprenditori per affidarsi unicamente a consiglieri comunali per la gestione e l'erogazione di fondi³.

La normativa di Tremonti stabiliva anche la riduzione dell'attività degli organi delle fondazioni in carica all'ordinaria amministrazione, prevedendone la decadenza.

Contro la legittimità di tali disposizioni, a seguito del ricorso da parte delle fondazioni, si è pronunciata la Corte Costitu-

³ *Ibidem*.

zionale con due successive sentenze del 24 settembre 2003. Con la sentenza n. 300 viene acclarata la natura giuridica privata delle fondazioni e si riconosce la loro piena autonomia statutaria e gestionale, «mettendo in evidenza l'ormai avvenuta recisione del legame genetico con le banche conferitarie» e collocandole a pieno titolo tra i soggetti espressione dell'organizzazione delle «libertà sociali». Con la sentenza 301 si sancisce invece l'illegittimità costituzionale delle disposizioni che imponevano negli organi di indirizzo la prevalenza di membri espressione degli enti locali. Per la Corte la prevalenza assegnata a Comuni, Province e Regioni è incostituzionale; negli organi di indirizzo, al contrario, deve essere presente una «qualificata rappresentanza degli enti, pubblici e privati, espressivi delle realtà locali». E poiché la composizione degli organi di indirizzo, sia per le fondazioni di origine associativa sia per le fondazioni di origine istituzionale, già rispecchia la composizione indicata dalla Corte, la decisione consente un periodo di tranquillità per le fondazioni, e permetterà di portare a compimento il loro mandato alla scadenza naturale. Secondo l'Acri,

le determinazioni della Corte accolgono le attuali composizioni degli organi di indirizzo delle fondazioni, in cui le stesse hanno cercato di rappresentare in maniera equilibrata le varie espressioni del territorio, della società civile e, più in generale, delle comunità locali. Il potere di designazione dei membri degli organi di indirizzo, infatti, è mediamente attribuito, considerando la totalità degli statuti, per il 50,2 per cento a soggetti espressione dei territori di operatività delle stesse, ivi compresi gli enti locali, e il restante 49,8 per cento a espressioni della società civile, quali enti culturali, organizzazioni del volontariato, ordini professionali, organizzazioni religiose, personalità ecc. In altri termini, la corte ha riconosciuto che il bilanciamento delle diverse componenti costituenti gli organi di indirizzo rappresenta la migliore garanzia di imparzialità e indipendenza delle fondazioni, al servizio delle comunità locali intere.

Nelle sentenze la Corte censura anche l'assegnazione all'Autorità di vigilanza del potere di cambiare i settori di attività ammessi e di emanare atti di indirizzo.

«La sentenza, nel suo complesso – sottolinea Cesare Pagotto –, esprime un approccio al tema degli enti privati svolgenti funzioni di interesse pubblico che pare fortemente innovativo. Se, infatti, nel passato il potere di indirizzo dello Stato non incontrava, in questo settore, limiti di sorta, ora invece, nella prospettiva fornita dalla Corte, non può non tenersi conto del mutato quadro costituzionale. L'irrompere dei principi di sussidiarietà e di autonomia nella sfera pubblicistica produce conseguenze non trascurabili»⁴.

2. Perché le fondazioni devono avere ancora un ruolo nelle banche

Archiviato lo scontro tra fondazioni e Governo, nel 2003 va segnalato un altro passaggio decisivo. Il decreto legge 24 giugno 2003 (convertito con legge 212/03), per le fondazioni con patrimonio superiore ai 200 milioni di euro, ha differito al 31 dicembre 2005 il termine per la dismissione delle partecipazioni di controllo nelle banche conferitarie e degli immobili non strumentali in misura superiore al 10 per cento del patrimonio stesso. In precedenza il termine era stato fissato al 15 giugno 2003. Per le piccole fondazioni, con patrimonio al di sotto dei 200 milioni, cade invece definitivamente l'obbligo di dismissioni. Va peraltro precisato per chiarire i contorni della questione che, dal 1990 a oggi, le partecipazioni delle fondazioni nelle banche conferitarie hanno progressivamente continuato a diminuire. Nella stragrande maggioranza dei casi le partecipazioni delle fondazioni (corrispondenti al 94 per cento del pa-

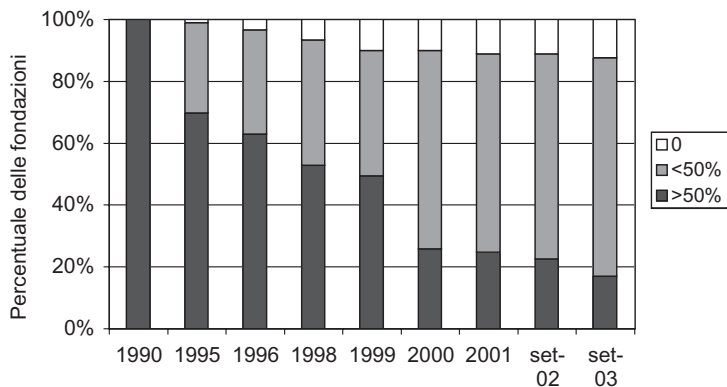
⁴ Pagotto C., «La Corte costituzionale disegna le nuove fondazioni bancarie», Associazione italiana dei costituzionalisti.

Assetti partecipativi delle fondazioni bancarie
(situazione aggiornata a settembre 2003)

	<i>N. fondazioni</i>								
	1990	1995	1996	1998	1999	2000	2001	set-02	set-03
Fondazioni con partecipazioni nella conferitaria > 50%	88	62	56	47	44	23	22	20	15
Fondazioni con partecipazioni nella conferitaria < 50%	0	26	30	36	36	57	57	59	63
Fondazioni che non detengono partecipazioni nella conferitaria	0	1	3	6	9	9	10	10	11
Totale	88	89	89	89	89	89	89	89	89

Fonte: ACRI

Distribuzione percentuale delle fondazioni in relazione
alla quota di partecipazione nella conferitaria



Fonte: ACRI

trimonio dell'intero sistema) sono ormai al di sotto del 50 per cento delle banche.

Le ultime disposizioni cadono comunque nel pieno del dibattito sul riassetto del sistema creditizio italiano e in una fase in cui gli intrecci tra banche e imprese sono oggetto di profonda riconsiderazione. Si è visto in precedenza come la trasformazione (privatizzazioni, fusioni, concentrazioni) che ha interessato le banche italiane negli anni scorsi sia un processo incompiuto. Mancano oggi gruppi in grado di giocare un ruolo da protagonisti almeno a livello europeo. Anche i maggiori gruppi nazionali sono piccoli rispetto ai principali concorrenti europei. Insistentemente si parla perciò della necessità e dell'utilità per le banche italiane di una nuova fase di riassetto e aggregazioni, pena il rischio di diventare marginali o di essere incorporati in qualche gruppo estero che non esiterebbe a fare shopping in Italia. Con quali mezzi, però, le banche italiane potranno far fronte a questa nuova stagione senza subirla passivamente?

«I grandi mezzi per proseguire l'ammodernamento degli assetti bancari – osserva Vieri Poggiali – hanno preso a latitare. Abbiamo assistito anche a commistioni frequenti: spesso le banche hanno dovuto assumere il ruolo di azionisti di industrie, così come anche specularmente (seppure in dimensione minore) è accaduto che imprese industriali si siano fatte sotto per divenire azioniste di banche. Da una parte come dall'altra però ora il carburante per le operazioni s'è rarefatto».

Le banche che in questi anni hanno svolto (spesso *oborto collo*) un ruolo di supplenza intervenendo direttamente nel capitale di imprese industriali in difficoltà dovranno, prima o poi, liberarsi delle quote azionarie. «Dove stanno però le risorse perché certe operazioni di trasparenza (le banche di qui, le industrie di là) possano avvenire senza che troppa parte del sistema economico italiano venga colonizzato da investitori esteri? Chi dovrebbe e potrebbe domani comperare le grandi fette sia di banche che di industrie, vuoi quando dovrà avvenire il *secondo giro* delle aggregazioni bancarie, sia quando le banche

vorranno (giustamente) riprendere il ruolo loro proprio, che non è quello di passiva gestione di partecipazioni industriali?». La grande industria italiana, sempre meno competitiva, che si rifugia nelle *utilities* non appare certo come la più indicata per svolgere questo ruolo. Sul *Corriere della Sera* Massimo Mucchetti domanda provocatoriamente: «Possono diventare le fondazioni l'architrave proprietario del sistema bancario italiano senza dover nascondere il proprio potere quasi fosse un'offesa al libero mercato e alla democrazia? Dipende da loro e dal governo, che finora le ha obbligate a ridurre il proprio peso nelle banche d'origine»⁵. Paradossalmente, proprio nel momento in cui la legge ribadisce l'obbligo a dismettere le partecipazioni di controllo, le fondazioni potrebbero essere chiamate nel ruolo di cassaforte a svolgere la funzione strategica di salvaguardare l'italianità di imprese sia bancarie che industriali. «Se Unicredito e Sanpaolo Imi si unissero, avrebbero un quarto del capitale bloccato nei portafogli di 13 fondazioni: abbastanza per avere un bastione a protezione del tricolore e, al tempo stesso, una dialettica interna che lascia autonomia al management»⁶. Si è già sottolineato quanto la difesa dell'italianità non sia un problema di campanile, ma coincida con lo sviluppo di una presenza storicamente fondamentale per la crescita del Paese. E che tale presenza ci sia o non ci sia non è indifferente. Allo stesso modo c'è da chiedersi quali soggetti potrebbero rilevare le partecipazioni bancarie che il 31 dicembre 2005 saranno dismesse dalle maggiori fondazioni. Di candidati italiani all'orizzonte per ora non se ne vedono. Il capitale estero, invece, oggi è già abbastanza presente anche e proprio nel sistema bancario (si pensi a quanto pesano in Bnl o in Banca Intesa rispettivamente il Banco di Vizcaya e il Crédit Agricole). L'invito è allora quello di affrontare il problema partendo da una lettura della realtà, e non dall'assunzione dogmatica di

⁵ Mucchetti M., «Banche, il ritorno delle fondazioni», *Corriere della Sera*, 22 febbraio 2004.

⁶ *Ibidem*.

presupposti astratti. «Né a destra né a sinistra è ancora maturato un pensiero maggioritario positivo sul ruolo strategico di questi investitori istituzionali che non saranno previsti nei manuali della finanza anglosassone ma sono pur sempre figli del paese che nel XVI secolo ha inventato, con fra' Luca Pacioli, la partita doppia»⁷. Si tratta quanto meno di evitare quanto successo nel campo dell'energia dove si è stati molto lenti nel dismettere le partecipazioni pubbliche, non preoccupandosi che i concorrenti esteri facessero altrettanto. Salvo trovarsi poi la francese Edf in casa propria in posizione dominante. In questo senso i paladini del mercato, che aborriscono gli ex notabili democristiani padroni delle fondazioni bancarie, dovrebbero chiedersi come mai in Francia, Germania e Olanda, addirittura le istituzioni pubbliche mantengono nelle proprie mani larga parte della proprietà degli istituti di credito. E anche se può essere necessario apportare dei correttivi, questo da solo non è motivo sufficiente per giustificare un ridimensionamento radicale e una marginalizzazione del loro ruolo.

Nel nuovo contesto che si va profilando le fondazioni di origine bancaria potrebbero perciò dare un apporto sostanziale alla formazione di gruppi bancari a base italiana protagonisti a livello europeo. Nel contempo potrebbero misurarsi sul mercato internazionale dei capitali entrando «con posizioni di qualche rilievo nel capitale dei soggetti stessi che finora hanno manifestato interesse verso le banche italiane»⁸. La capitalizzazione di alcune banche estere «ha una consistenza del tutto praticabile sia direttamente mediante interventi patrimoniali, sia attraverso la leva finanziaria che soggetti solvibili come le fondazioni potrebbero agevolmente attivare»⁹. Non è errato, da questo punto di vista, paragonare le fondazioni ai fondi comu-

⁷ Mucchetti M., «Credito, chi difende il tricolore», *Corriere della Sera*, 21 febbraio 2004.

⁸ Segre G., «Crisi finanziaria, sfida-fondazioni», *Il Sole 24 Ore*, 4 marzo 2004.

⁹ *Ibidem*.

ni che hanno un ruolo fondamentale nella proprietà delle banche americane.

Un segnale di questo nuovo ruolo delle fondazioni viene anche dal loro ingresso alla fine di dicembre 2003 nella Cassa Depositi e Prestiti. Sono stati 65 gli enti che hanno messo mano al portafoglio per acquisire dal Ministero dell'Economia il 30 per cento della Cassa per un valore di 1,05 miliardi di euro.

C'è poi un ulteriore motivo che spinge a guardare a un ruolo attivo delle fondazioni nel riassetto del sistema finanziario. La raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito, che il testo unico bancario afferma essere lo specifico delle banche, non possono essere messi sullo stesso piano di qualunque altra attività di produzione di servizi. Si parla infatti del risparmio, che è tutelato dalla Costituzione, e del credito alle imprese e alle famiglie, una leva fondamentale per l'economia. Per tale ragione «l'affidabilità e la percezione della propria responsabilità sociale sono valori che in un'impresa bancaria debbono avere un ruolo necessariamente più rilevante e qualificato che in altri settori economici»¹⁰. La massimizzazione del profitto degli azionisti non può essere l'unico fine dell'attività bancaria e, soprattutto, le banche non possono avere la stessa struttura proprietaria delle imprese cui fanno credito. I rischi cui si esporrebbe il risparmio diventerebbero altissimi come si è visto con Cirio e Parmalat. In questa prospettiva le fondazioni presentano tutti i requisiti per essere azionisti estremamente utili nella compagine proprietaria delle banche svolgendo un'indispensabile funzione di equilibrio.

Quanto detto finora non vuole in alcun modo sminuire il ruolo proprio delle fondazioni, un ruolo che ricalca quello delle *grant making foundations*. Si tratta delle fondazioni di erogazione che tanta parte hanno avuto e hanno nei paesi anglosassoni nello sviluppo del non profit e nel sostegno di chi dal basso, anziché demandare tutto all'ente pubblico, cerca di co-

¹⁰ Simoncini A., «Fondazioni nuove per le banche», *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2004.

struire risposte ai bisogni della comunità in cui vive. La loro missione è quella di operare attraverso altre istituzioni, consentendone la crescita all'interno di una logica più generale di autogoverno e di sviluppo della società civile. Le fondazioni italiane di origine bancaria peraltro in questo non hanno nulla da invidiare all'esperienza anglosassone, derivando storicamente da casse di risparmio e monti di pietà che in un passato plurisecolare hanno sempre cercato di coniugare la raccolta delle elemosine con la formazione del risparmio delle classi meno abbienti, ragioni di carità con elementi di mercato. E oggi le fondazioni continuano a svolgere questo ruolo storico in forme nuove: «soggetti attivi, catalizzatori – dice Giuseppe Guzzetti – che non si limitano passivamente a raccogliere domande e a essere una sede di erogazioni e di contributi, ma che costruiscono insieme alle diverse espressioni della società progetti, percorsi, programmi, iniziative che vedano un rapporto che reciprocamente fa crescere la presenza delle fondazioni insieme a tali soggetti»¹¹.

Proprio per adempiere la loro missione le fondazioni sono chiamate a gestire al meglio il loro patrimonio. Un patrimonio, come recita l'articolo 5 del D.lgs 153 del 1999 sulla disciplina civilistica degli enti conferenti, «totalmente vincolato al perseguimento degli scopi statutari» che deve essere «gestito in modo coerente con la natura delle fondazioni quali enti senza scopo di lucro che operano secondo principi di trasparenza e moralità». Le fondazioni, nell'amministrare il patrimonio, sono tenute a osservare «criteri prudenziali di rischio, in modo da conservarne il valore ed ottenerne una redditività adeguata». A tale riguardo è significativo il dato sulla gestione 2002 del patrimonio delle fondazioni. Rispetto all'anno precedente i dividendi composti dalle banche partecipate hanno compensato il

¹¹ È un passaggio dell'intervento di Giuseppe Guzzetti al convegno annuale della Fondazione per la sussidiarietà, «Per quale autonomia? Fondazioni e banche prossime e venture», Milano, 30 gennaio 2004.

Composizione percentuale del totale dei proventi per tipologia

<i>Tipo di provento</i>	<i>Peso % nel 2002</i>	<i>Peso % nel 2001</i>
Dividendi conferitaria	64.4	57.0
Altri proventi:	35.6	43.0
Risultato delle gestioni patrimoniali	-0.9	1.0
Dividendi da altre partecipazioni	8.4	11.2
Risultato della gestione investimenti finanziari	17.6	24.5
Altri proventi ordinari e straordinari	10.5	6.3

Fonte: ACRI

calo di rendimento delle altre attività finanziarie. In questo modo la redditività del patrimonio è rimasta inalterata: si è attestata al 5 per cento rispetto al 4,9 per cento del 2001. A ciò si unisce il fatto che le fondazioni, come posso anche personalmente testimoniare per quanto riguarda la Fondazione Cariplo (ma credo che lo stesso giudizio possa valere in generale), hanno raggiunto un importante livello di trasparenza e di efficienza nella gestione.

Anche queste ultime considerazioni rafforzano la persuasione, frutto di realismo, sull'utilità di non recidere del tutto il rapporto tra fondazioni e banche. Nella chiarezza dei ruoli e nella distinzione dei compiti istituzionali le fondazioni costituiscono un fattore di grande stabilità per le banche. Si tratta di *stakeholders* con una marcata connotazione territoriale e con una spiccata attenzione alle ricadute sociali ed economiche sulla propria area di riferimento, tutti elementi che possono aiutare le banche a mantenere una forte radice domestica in una fase in cui sarà giocoforza aprirsi verso mercati più ampi. Cosa forse non del tutto irrilevante.

**RASSEGNA CRONOLOGICA DELLE PRINCIPALI
DISPOSIZIONI INTERVENUTE DAL 1990
IN TEMA DI FONDAZIONI DI ORIGINE BANCARIA
alla data del 14 gennaio 2004**

- 1. Legge «Amato» (legge n. 218/90 e d.lgs. n. 356/90)** **La legge ha avviato il processo di ristrutturazione del sistema bancario nazionale, incentivando la «trasformazione» delle casse di risparmio e degli istituti di credito di diritto pubblico in società per azioni e la nascita degli enti conferenti.**

2. Legge n. 266/91 (art. 15) sul volontariato e DM 8.10.97 **Obbliga le fondazioni a destinare 1/15 dei proventi al netto delle spese di funzionamento alla alimentazione dei fondi speciali presso le Regioni per il finanziamento dei centri di servizio per il volontariato. A tutto il 2001 le fondazioni avevano complessivamente destinato a tale finalità circa 400 milioni di euro.**

3. DM 26.11.93 in tema di incompatibilità (decreto «Barucci») **Disposizioni sulla incompatibilità tra le cariche amministrative e di controllo negli enti conferenti di cui al decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356, e le cariche amministrative e di controllo nella società conferitaria e nelle società ed enti che con essa compongono il gruppo creditizio. Il Consiglio di Stato, riformando la precedente decisione del TAR Lazio, ha ritenuto il decreto illegittimo, perché emesso in violazione dell'autonomia statutaria degli enti conferenti.**

- 4. Legge n. 474/94 (art.1 c. 7-7 ter) e direttiva «Dini» del 18.11.1994** **Nell'ambito del più generale processo di privatizzazione dell'economia, la legge 474 rimuove l'insieme delle norme della legge «Amato» che obbligava gli allora enti conferenti a mantenere il controllo pubblico delle banche conferitarie. La legge e relativa direttiva, quindi, hanno introdotto incentivi fiscali**

per quegli enti che, nei cinque anni successivi (1994/99) all'entrata in vigore della legge, avessero ceduto le partecipazioni bancarie, diversificando così il loro patrimonio.

5. DM 1.2.95
in tema
di incompatibilità
- Disposizioni in materia di incompatibilità fra cariche ricoperte nell'ente conferente e nella società conferitaria e nelle società ed enti che con essa compongono il gruppo creditizio.
- 6. Plesso normativo costituente la c.d. legge «Ciampi» (legge n. 461/98 e d.lgs. n. 153/99)**
- La legge «Amato» non aveva assicurato un assetto normativo stabile agli enti conferenti, né ne aveva chiarito gli scopi. La legge «Ciampi» ha colmato questa lacuna, definendone compiutamente l'assetto giuridico e dando loro una precisa disciplina civilistica e fiscale. Il passaggio fondamentale della riforma «Ciampi» è senza dubbio costituito dal riconoscimento della natura giuridica privata della piena autonomia statutaria e gestionale alle fondazioni che avessero adeguato il proprio statuto alle previsioni della nuova disciplina. Significativa al riguardo è anche la nomenclatura utilizzata dal legislatore che parla ora di fondazioni e non più di enti conferenti.**
7. Atto di indirizzo 2.8.1999 in tema di adeguamento degli statuti ai principi della legge «Ciampi»
- In attuazione di una specifica previsione del d.lgs. n. 153 l'allora ministro del Tesoro assunse un provvedimento generale che forniva indicazioni alle fondazioni per l'adeguamento degli statuti ai principi della legge «Ciampi». Tale atto fu impugnato; il TAR del Lazio ritenne i contenuti del provvedimento non vincolanti per le fondazioni.
8. Legge n. 62/01 (art. 19) sull'editoria
- Impone alle fondazioni di finanziare, secondo parametri da definire da parte dell'Autorità di vigilanza, azioni a sostegno della lettura tra gli studenti ed a favorire la lettura dei quotidiani nelle scuole.

9. Atto di indirizzo 12.4.2001 recante disposizioni transitorie in materia di bilancio

In attuazione di previsioni del d.lgs. n. 153/99 il ministro del Tesoro ha definito disposizioni transitorie in materia di bilancio (tale provvedimento finalizzato a disciplinare il bilancio 2000 è ancora vigente), per regolamentare l'ordinato passaggio dalla vecchia impostazione di bilancio a quella nuova, che sarà definito, dalla medesima Autorità di vigilanza, in un apposito regolamento.

10. Atto di indirizzo 22.5.01 in tema di incompatibilità

È il c.d. atto «Visco», che ha introdotto nuove norme in tema di onorabilità e di incompatibilità. È stato impugnato davanti al TAR del Lazio che ne ha rimesso gli atti alla Corte costituzionale, al fine di verificare la legittimità di un potere di indirizzo nei confronti delle fondazioni, soggetti di diritto privato.

11. Legge «Tremonti» (art. 11 legge n. 448/01)

Con tale intervento legislativo sono stati sottoposti ad una profonda revisione i principi della legge «Ciampi». Con la legge finanziaria per l'anno 2002, infatti, sono stati modificati i settori di intervento, la composizione degli organi di indirizzo, in modo particolare per le fondazioni di origine istituzionale, la disciplina delle incompatibilità, eliminando le cooptazioni. Il legislatore, inoltre, ha ridotto l'attività delle fondazioni all'ordinaria amministrazione, prevedendo la decadenza degli organi legittimamente insediati. Per quanto concerne i rapporti con le banche conferitarie, è stata introdotta una irrazionale nozione di controllo congiunto e la facoltà per le fondazioni di affidare la gestione della partecipazione bancaria ad una società di gestione del risparmio. Sono all'esame della Corte costituzionale, chiamata a verificarne la legittimità, alla luce della natura privatistica e della autonomia statutaria e gestionale delle fondazioni, statuite dalla legge «Ciampi», le disposizioni dell'art. 11, relative:

- ai settori ammessi ed al relativo potere dell’Autorità di vigilanza di modificarne l’elencazione, ai settori rilevanti ed alla limitazione dell’operatività in via esclusiva ai predetti settori ammessi;
- alla disciplina dell’organo di indirizzo;
- alle incompatibilità;
- alla nozione di controllo congiunto delle banche;
- al periodo transitorio.

12. Legge n. 112/02 Ribadisce la natura privata, ancorché speciale, (art. 5) conversione delle fondazioni.
DL n. 63/02 c.d. decreto «salva deficit»

13. Lettera Ministero del 28 marzo 2002 (Circolare «Siniscalco») Nota dell’Autorità di vigilanza in materia di ordinaria amministrazione. La lettera è stata sospesa il 5 dicembre 2002 dal TAR del Lazio, unitamente agli artt. 7 e 9 del DM n. 217/02.

14. Legge n. 166/02 (art. 7) lavori pubblici Inserisce tra i settori ammessi delle fondazioni la realizzazione di lavori pubblici o di pubblica utilità. Anche tale previsione è all’esame della Corte costituzionale.

15. Decisione Commissione UE del 22 agosto 2002 La decisione riconosce la compatibilità con i principi comunitari della libera concorrenza del regime fiscale previsto dalla legge «Ciampi» per le fondazioni.
Dall’aprile 2000 al 22 agosto 2002 le previsioni fiscali del d.lgs. n. 153/99 sono state di fatto sospese, per effetto dell’apertura dell’indagine formale sulle suddette agevolazioni fiscali da parte della Commissione UE.

16. DM 2 agosto 2002, n. 217 Regolamento attuativo dell’art. 11 della legge n. 448/01 – Gli artt. 7 (partecipazioni bancarie di controllo) e 9 (disposizioni transitorie) sono stati sospesi dal TAR del Lazio, con ordinanza del 5 dicembre 2002.

17. Atto di indirizzo del 23 ottobre 2002
- Provvedimento recante disposizioni in materia di documento programmatico previsionale per l'anno 2003. L'atto è stato annullato per vizio di forma dal TAR del Lazio.
- 18. Legge finanziaria 2003 (art. 80, c. 20, legge 289/02)**
- Introduce la distinzione tra fondazioni «piccole» (fondazioni con patrimonio non superiore a 200 milioni di euro) o aventi operatività nelle Regioni a statuto speciale e le altre fondazioni. Per le prime il termine del 15 giugno 2003, concernente la dismissione del controllo delle conferitarie, è prorogato al 15 giugno 2006. Il medesimo provvedimento legislativo, inoltre, modifica le disposizioni in tema di incompatibilità introdotte dalla legge «Tremonti».**
- 19. DL 24 giugno 2003, n. 143 coordinato con la legge di conversione n. 212/03**
- Proroga al 31 dicembre 2005 del termine di dismissione del controllo e relative agevolazioni fiscali per tutte le fondazioni. Per le «piccole» fondazioni e per quelle operanti nelle Regioni a statuto speciale viene eliminato l'obbligo della perdita del controllo, ferma restando la conservazione delle agevolazioni fiscali. Viene consentito alle fondazioni di investire fino al 10 per cento del patrimonio in immobili non strumentali, senza penalizzazioni fiscali.**
20. Corte costituzionale, sentenza del 24 settembre 2003, n. 300
- Acclaramento della natura giuridica privata delle fondazioni e riconoscimento della loro piena autonomia statutaria e gestionale.
21. Corte costituzionale, sentenza del 24 settembre 2003, n. 301
- Illegittimità costituzionale delle disposizioni dell'art. 11 della legge n. 448/01 che imponevano negli organi di indirizzo la prevalenza degli enti di cui all'art. 114 Cost. e che assegnavano all'Autorità di vigilanza il potere di cambiare i settori ammessi, nonché delle disposizioni dell'art. 10 del d.lgs n. 153/99 che riconosceva alla medesima Autorità il potere di emanare atti di indirizzo.

- 22. DL 30 settembre 2003, n. 269 coordinato con la legge di conversione n. 326/03 (art. 39, c. 14-nonies)** **Porta il numero massimo dei settori rilevanti di intervento da tre a cinque.**
- 23. Legge finanziaria 2004 (art. 2, c. 26, legge 350/03)** **Introduce nuove norme in tema di incompatibilità per coloro che svolgono le funzioni di indirizzo, amministrazione, direzione e controllo delle fondazioni.**

Capitolo sesto

Le banche popolari

L'altra anomalia italiana che taluni vorrebbero eliminare, come s'è anticipato, è quella delle banche popolari. In particolare, poi, è considerato del tutto inaccettabile che ci siano banche popolari quotate che mantengono la forma della società cooperativa. Quello che di seguito si vuole, invece, mettere in evidenza, in contrasto anche con tali posizioni, è che il modello delle popolari rappresenta una risorsa preziosa per lo sviluppo equilibrato del Paese. Privarsi di esso significherebbe precludersi una *chance* di crescita a cui l'Italia di oggi non può permettersi di rinunciare a cuor leggero, pena un impoverimento del suo tessuto sociale, prima ancora che economico.

Le banche popolari oggi costituiscono un'importante realtà nell'ambito del sistema bancario italiano, sia dal punto di vista quantitativo che qualitativo in ragione del loro notevole sviluppo.

Particolarmente interessante è poi il loro regime giuridico-istituzionale, non solo se raffrontato con l'intero panorama bancario italiano, ma anche rispetto all'istituto della cooperativa creditizia del quale le popolari costituiscono una peculiare forma.

La particolarità si ravvisa nel fatto che a una semplice organizzazione aziendale dominata da un'unica figura, quella

del socio-lavoratore-cliente, propria delle cooperative, sia subentrata un'impresa dove interagiscono quattro portatori di interessi distinti: gli amministratori, i dipendenti, caratteristici delle cooperative di lavoro, i finanziatori, tipici delle società di capitali, e gli utenti che contraddistinguono le cooperative di consumo. Pertanto gli amministratori, il cui fine primario è la rielezione, devono cercare, alla luce del regime giuridico che regola le banche popolari – voto capitario e gradimento del socio – di bilanciare gli interessi in gioco: redditività del capitale investito, per i soci finanziatori, attenzione alla qualità dei servizi offerti, per gli utenti, remunerazione del capitale umano, per i dipendenti. Da ciò consegue infatti non solo la stabilità del controllo da parte degli stessi amministratori ma soprattutto la redditività e lo sviluppo dell'impresa bancaria¹.

1. Cenni storici

Le prime banche popolari sono nate in Germania verso la fine dell'Ottocento, con la funzione di raccogliere il risparmio dei lavoratori e di erogarlo alle classi meno abbienti per liberarle dal peso dell'usura all'epoca dilagante. Anche in Italia furono la risposta a una carenza del sistema creditizio. Si volevano infatti introdurre intermediari direttamente collegati con la realtà locale e con la piccola iniziativa economica².

I promotori delle cooperative, quasi sempre esponenti dell'aristocrazia e appartenenti alla borghesia professionale, conferivano credibilità all'iniziativa che, proprio a livello locale,

¹ Masciandaro D., «La corporate governance nelle banche popolari», in *Il governo delle banche*, Quarto Rapporto della Fondazione Rosselli, Milano, 1999, pp. 223 sgg.; Id., «Banche Popolari, un modello ancora vitale», *Il Sole 24 Ore*, 6.5.2001, p. 22.

² Ferri G., *Appunti di storia della cooperazione di credito*, Roma, 1978, p. 5 sgg.

già in fase costitutiva, esercitava una forte attrattiva per un numero sempre più elevato di individui.

Le banche popolari avevano per l'appunto il compito di procurare capitali a operatori che non potevano accedere al credito a tassi convenienti presso il sistema creditizio allora vigente, di trasformare il credito diretto in indiretto e di attribuire peculiare importanza al socio, inteso più come mutuatario che come vero e proprio azionista.

In Italia la prima banca popolare nasceva nel 1864 a Lodi grazie all'opera di Luigi Luzzati, per il quale dovevano applicarsi al credito i principi ispiratori delle società di mutuo soccorso, così che ne potessero direttamente beneficiare i soci, che con atti preventivi di risparmio avessero meritato la fiducia della banca. L'anno seguente era la volta della Banca Popolare di Milano.

Nei decenni successivi, le popolari registrarono una forte crescita sino a divenire la prima categoria giuridica: agli inizi degli anni Novanta si contavano 738 banche popolari, mentre esistevano 159 istituti di credito ordinario e 218 casse di risparmio.

La responsabilità dei soci era limitata, contrariamente alla disciplina prevista per le casse di risparmio che, al fine di accrescere il senso di solidarietà e la responsabilità dei singoli, nonché il reciproco controllo fra soci, sanciva il principio della responsabilità illimitata.

Si distinguevano per ulteriori caratteristiche strutturali che saranno poi in parte conservate: azioni nominative e trasferibili solo con il consenso dei soci e il voto capitaro (cioè una persona può esprimere un solo voto a prescindere dal numero di azioni possedute).

Il credito veniva concesso ai soli soci, per soddisfarne i bisogni finanziari, attuando il principio della cosiddetta mutualità chiusa. Nella stessa denominazione sociale veniva infatti inserita la qualificazione di «mutua», così da sottolineare l'obbligo di partecipazione al capitale sociale per ottenere l'erogazione del credito.

Tale caratteristica venne ben presto abbandonata consentendo quindi l'accesso al credito anche oltre i limiti della base sociale. D'altronde, l'attività delle banche più operose ed efficienti dell'epoca, come per esempio la Popolare di Milano, prima banca a concedere nel 1880 il prestito ai non soci, non poteva certamente vincolarsi ai soli bisogni dei soci.

Il prestigio delle popolari si diffuse presto a tutti gli strati della popolazione, in virtù della loro capacità di soddisfare i bisogni più avvertiti dalle comunità locali e, quindi, di creare relazioni fiduciarie, la più importante ricchezza in un sistema creditizio. La loro espansione proseguì ininterrotta sino alla prima guerra mondiale. Mentre, nel decennio successivo, a causa della crisi che coinvolse tutto il sistema economico, si ridussero di numero.

Un'ulteriore flessione, determinata questa volta da operazioni di concentrazione, si registrava nel periodo successivo e, solo dopo il secondo dopoguerra, iniziava un nuovo ciclo di sviluppo. Pur in presenza di una paralisi di nuove iniziative creditizie dovuta soprattutto ai limiti posti dalla Banca d'Italia, si assisteva a un aumento degli sportelli a sostegno dell'economia locale.

Il processo di concentrazione è poi proseguito negli anni: nel 1945 le banche popolari erano 232 per ridursi nel 2003 a 38, mentre contemporaneamente, invece, gli sportelli sono passati da 1.030 a 3.471.

A partire dagli anni Sessanta lo sviluppo delle popolari è stato strettamente legato a quello della crescente economia delle piccole imprese industriali e artigianali operanti soprattutto a livello locale.

In quest'ultimo decennio è aumentata anche la loro capacità reddituale: dal 1975 a oggi le quote di mercato sono passate dal 18,3 al 21,3 per cento per gli sportelli, dal 12,6 al 19,1 per cento per i depositi e, infine, dall'11,4 al 17,1 per cento per gli impieghi.

Il prestito alle piccole e medie imprese e alle famiglie costituisce ancora la principale attività del credito popolare, con-

Sofferenze bancarie
Dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali (1)

Anni	Tot. clientela residente (2)		Dati relativi alla residenza della clientela (3)			
	Impieghi	Sofferenze	Impieghi		Sofferenze	
			Centro Nord	Mezzo-giorno	Centro Nord	Mezzo-giorno
Intero sistema						
2001	7.8	-12.5	8.1	5.2	-15.1	-8.6
2002	5.9	2.0	5.8	6.8	8.3	-7.1
2003	5.8	10.7	5.7	7.6	15.6	2.4
Consistenze	1.039.837	51.269	906.531	131.881	33.521	17.746
Banche Spa						
2001	7.3	-14.2	7.6	5.2	-17.5	-5.8
2002	4.6	0.3	4.5	6.1	6.4	46.1
2003	3.8	11.4	3.5	6.6	17.3	4.1
Consistenze	877.828	45.599	759.340	117.459	29.363	946
Banche Popolari						
2001	10.4	4.9	11.0	3.0	8.8	-5.8
2002	11.8	37.6	11.0	13.2	34.8	46.1
2003	18.5	4.1	19.1	16.8	4.2	4.1
Consistenze	97.238	3.710	88.055	8.792	2.768	946
Banche di credito cooperativo						
2001	12.1	6.2	12.2	10.4	6.4	5.7
2002	18.8	-9.3	19.3	14.1	3.5	-30.7
2003	17.6	7.3	17.6	16.9	6.8	8.3
Consistenze	64.770	1.961	59.136	5.630	1.389	571

(1) Per ragioni di omogeneità delle serie storiche considerate, alle banche incorporate è stata attribuita la categoria della banca incorporante. I tassi di crescita non sono corretti per le variazioni di cambio.

(2) Dati relativi alle unità operanti in Italia e all'estero.

(3) Dati relativi alle unità operanti in Italia.

Fonte: Banca d'Italia

fermando l'importanza di queste originali realtà creditizie nel sostegno allo sviluppo economico e il loro forte legame con le realtà locali. Ciò è desumibile anche da una più bassa percentuale di sofferenze determinata dalla stretta vicinanza agli operatori economici e, quindi, dalla possibilità di selezionare i destinatari del credito.

Si registra, inoltre, una minore variabilità dei tassi praticati sugli impieghi, rispetto agli altri istituti creditizi.

2. Il quadro normativo

Ripercorrendo la storia dell'ordinamento giuridico delle banche popolari si è periodicamente riproposto il problema di inquadrare la particolare tipologia di tali società, arrivando a configurare anche una disciplina speciale. Si è posta più volte la questione dello scopo perseguito dalle popolari e se per esse il legislatore avesse voluto creare una sorta di *tertium genus* con la forma della società mutualistica e lo scopo di quella lucrativa, oppure di una società lucrativa a capitale variabile.

E l'annosa questione circa la presenza o meno dello scopo mutualistico continua a permanere anche oggi con l'attuale testo unico in materia bancaria (D.lgs. n. 385 del 1993) che agli articoli 29-32 disciplina in particolare le banche popolari. Anzi il dibattito è adesso accentuato da nuove esigenze determinate da una maggior diffusione delle partecipazioni azionarie, soprattutto nell'ambito delle cooperative quotate, e quindi degli interessi dei cosiddetti soci finanziatori, mossi per lo più da finalità speculative e che vedono nella partecipazione azionaria una forma d'investimento.

Dall'analisi normativa si evince infatti che il legislatore, soprattutto per le banche di maggiori dimensioni, ha ampliato la possibilità d'investimento da parte dei soci, ha favorito il possesso azionario per gli organismi di investimento collettivo, ha previsto meccanismi per facilitare la circolazione e la negoziazione delle azioni in Borsa.

La stessa previsione, in frazione percentuale del capitale sociale, del limite massimo di partecipazione (0,50 per cento del capitale sociale) assume, rispetto alla disciplina generale delle cooperative (art. 2521 c.c.) che dispone una somma massima (80 milioni di lire), connotati dinamici, connessi alle dimensioni della banca.

Tutti questi elementi sembrano in contrasto con le istanze mutualistiche così come tradizionalmente intese. Un esame più attento consente però di ravvisare anche in questi casi significativi elementi di mutualità.

L'art. 29, che apre la sezione del testo unico dedicata alle banche popolari, sancisce l'utilizzo della forma cooperativa per la costituzione di tali istituti di credito, mentre l'art. 30, comma 5°, modificato dal D.lgs. n. 342 del 1999, prevede per le delibere di rigetto delle domande di ammissione di nuovi soci una motivazione che tenga conto dell'interesse sociale, delle prescrizioni statutarie e, soprattutto, dello «spirito cooperativistico»³.

Ecco allora giustificata la previsione dell'obbligo di motivazione, da parte degli amministratori, delle delibere di rigetto delle domande di ammissione degli aspiranti soci. Gli amministratori dovranno soprattutto aver riguardo all'interesse della società nell'effettuare le loro valutazioni e l'eventuale diniego dovrà essere motivato in modo trasparente, essendo la delibera di rigetto soggetta al riesame da parte del collegio dei probiviri.

Alla luce di tutte queste considerazioni si può ritenere allora sempre possibile inserire clausole di gradimento negli statuti, purché esse siano in sintonia con l'interesse generale e con le finalità perseguite dalla società.

La finalità mutualistica comunque si è progressivamente evoluta rispetto alla nozione originaria propria delle popolari e delle società cooperative in generale. Indubbiamente non si può affermare che la mutualità perseguita dalle banche popo-

³ D'Amato T., «Banche popolari e banche di credito cooperativo: elementi di disciplina comune (seconda parte)», *Le società*, 1999, n. 1, p. 43.

lari escluda del tutto gli intenti speculativi, ma piuttosto che possano sussistere entrambe le finalità.

La stessa disciplina dell'art. 32 non contiene elementi tali da escludere il carattere mutualistico delle popolari, consentendo la soddisfazione sia dei soci finanziatori attenti alla redditività del loro investimento, che degli interessi mutualistici dei soci e di quelli determinati attraverso clausole statutarie. Molti statuti depositati presso la Banca d'Italia agli inizi degli anni Novanta hanno infatti evidenziato la presenza di principi generali di cooperazione e mutualità, ma soprattutto di clausole volte a favorire gli associati o la promozione di varie attività economiche, la diffusione del risparmio, l'esclusione di operazioni meramente speculative. Dalla lettura di tali statuti si evince spesso l'intento di favorire l'imprenditoria soprattutto media e piccola, e, più in generale, la comunità locale⁴.

Ciò è confermato anche dal fatto che in tale periodo le banche popolari apparivano più specializzate nei confronti delle società non finanziarie e nei prestiti alle famiglie, pari al 34,4 per cento del totale del credito contro il 27,3 per cento del resto del sistema bancario, evidenziando dunque la persistenza di un ruolo mutualistico⁵.

Importante è pure l'art. 29, comma 2°, che aumentando il precedente limite minimo del valore nominale delle azioni, dimostra da un lato la volontà di potenziare la capacità patrimoniale delle popolari, e dall'altro il rispetto della struttura cooperativistica del capitale che, diversamente dalle società lucrative non permette, proprio per la sua variabilità, adeguamenti del capitale minimo.

La successiva norma (art. 30), che fissa al limite dello 0,50 per cento del capitale sociale l'entità del possesso azionario da parte di ciascun socio, assolve essenzialmente a una duplice

⁴ Fignagnani G., «Clausola di gradimento e banche popolari», *Giur. Comm.*, II, 1996, pp. 602-603.

⁵ De Bonis R., Manzone B., Trento S., «La proprietà cooperativa: teoria, storia e il caso delle banche popolari», in Banca d'Italia, *Temi di discussione*, del Servizio studi, 1994, n. 238, pp. 74 sgg.

funzione: impedisce a soci forti di acquisire un ruolo predominante nella compagine sociale e costituisce strumento di difesa della mutualità⁶. Il capitale esclusivamente rivolto alla speculazione infatti difficilmente tollera limiti quantitativi.

Anche l'art. 31 offre spunti interessanti per la questione in esame. Tale norma pur riconoscendo espressamente la possibilità di procedere a una trasformazione della società cooperativa in società per azioni, la ancora all'esigenza di specifici presupposti: l'interesse dei creditori, le esigenze di rafforzamento patrimoniale, le finalità di razionalizzazione del sistema. Ciò significa che le popolari non debbono essere necessariamente, o comunque esclusivamente, caratterizzate da connotati tipicamente bancari a scapito di quelli mutualistici⁷.

Il testo unico bancario ha conservato quelli che sono da sempre i caratteri propri della struttura cooperativa e in particolare, oltre al già citato limite al possesso azionario, il voto capitarario.

Il principio del voto capitarario, significativa espressione di partecipazione democratica, appare strumento necessario per garantire l'adeguato funzionamento del modello delle popolari e, ancora una volta, rappresenta una valida difesa della mutualità.

Per le società cooperative, la disciplina generale dell'esercizio del diritto di voto è contenuta negli artt. 2532 c.c., comma 2° e 3°, e 2534 c.c., con particolare riferimento alla rappresentanza in assemblea.

La prima norma enuncia il principio generale del voto capitarario con la sola eccezione delle persone giuridiche titolari di partecipazioni in società cooperative, alle quali i singoli statuti possono attribuire più voti sino a un massimo di cinque, in considerazione della loro partecipazione o del numero dei loro membri.

⁶ D'Amaro T., «Banche popolari e banche di credito cooperativo: elementi di disciplina comune (prima parte)», *Le Società*, 1998, n. 12, p. 1400.

⁷ Fignagnani G., *op. cit.*, p. 602.

Tuttavia, l'inderogabilità di tale principio mai ipotizzata se non nei limiti posti dal terzo comma dell'art. 2532 c.c., venne messa in discussione dall'art. 4 della legge n. 59 del 1992, contenente la disciplina del socio sovventore al quale può essere riconosciuto un diverso «peso» rispetto agli altri.

Anche nel recente progetto di legge Mirone, peraltro non approvato dal Parlamento, si scalfiva l'assolutezza del voto capitolario in considerazione dell'interesse mutualistico del socio cooperatore e della diversa natura di quello finanziatore, mosso dalla necessità di conciliare lo scopo mutualistico con un più agevole accesso al mercato.

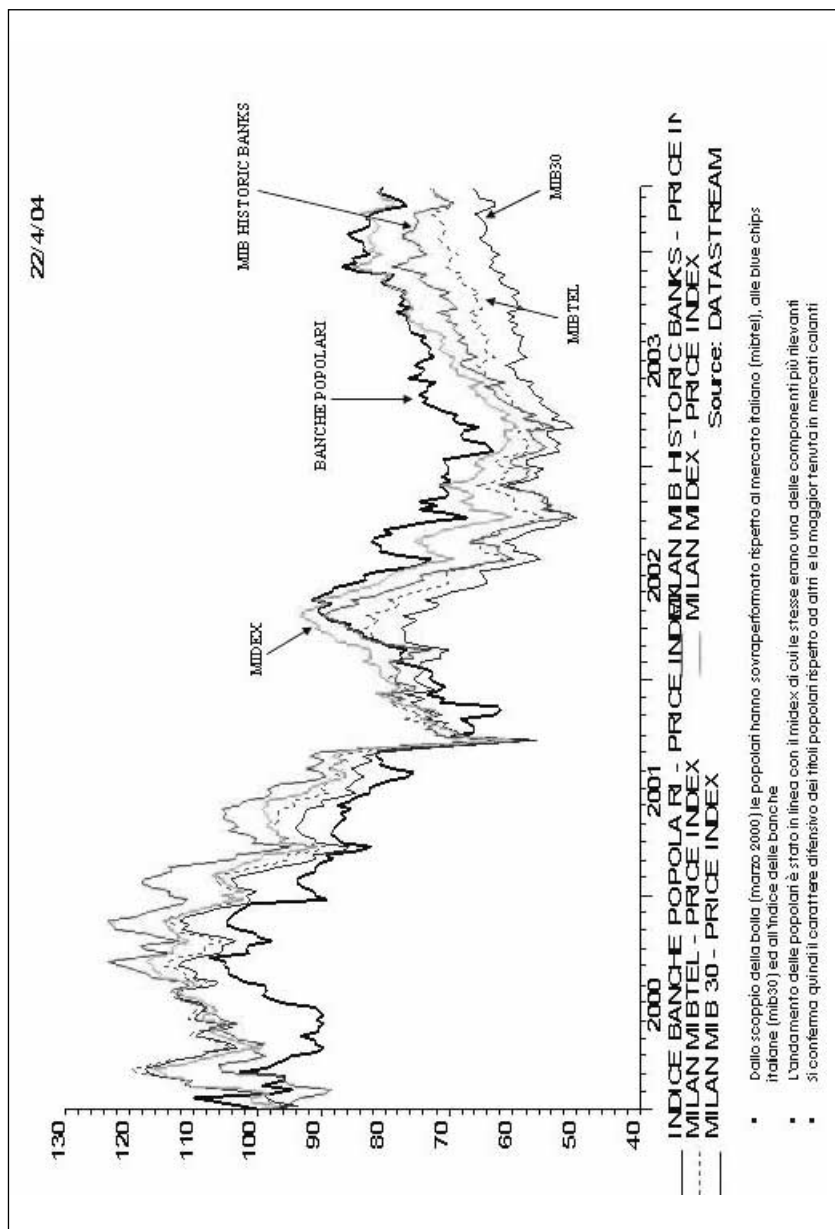
Secondo alcuni ispiratori del suddetto progetto, per l'ingresso nelle cooperative di finanziatori (i cosiddetti soci sovventori) non sembra essere sufficiente rivedere le regole della remunerazione del capitale investito, ma vanno riesaminati anche i principi tradizionalmente legati alla natura delle cooperative, primo fra tutti il voto capitolario. A giudizio degli stessi il collegamento fra voto e quota partecipativa è *in re ipsa*, e non sembra assolutamente incompatibile correlare il potere al rischio derivante da conferimenti e prestazioni accessorie.

Altre considerazioni riguardano l'esercizio della rappresentanza dei soci in assemblea, dato che l'attuale disciplina (art. 2534 c.c.) prevede che le deleghe possano essere conferite solo a un altro socio, nei casi previsti dall'atto costitutivo, e che comunque un socio non possa rappresentare più di cinque soci. Pertanto, si auspicherebbe, soprattutto per le società di più ampie dimensioni, la possibilità di ampliare l'esercizio della delega di voto.

In proposito, la disciplina introdotta nel 1998 dal Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria, consente alcune riflessioni. L'art. 137 prevede la non applicazione delle deleghe di voto alle cooperative. Tale norma, fortemente voluta dalle banche popolari, esprime la piena coscienza dell'estraneità del fenomeno delle deleghe di voto a un sistema che solo in parte si avvicina ai modelli capitalistici di impresa.

3. Le tesi di chi vorrebbe di fatto «eliminare» le popolari

Se quello descritto finora è un quadro sommario di come negli ultimi dieci anni è andata precisandosi la disciplina giuridica, da più parti in tempi recenti si è avanzata la richiesta di una riforma delle popolari che in più di un caso vorrebbe «correggere» la loro atipicità. Le proposte di legge presentate in Parlamento sul tema sono ben 9. Ma le banche popolari hanno davvero bisogno di una riforma? O non c'è piuttosto l'evidente volontà di ricondurre le popolari entro un quadro di regole ritenuto astrattamente l'unico giusto? Almeno questo pare essere l'esplicito intento di proposte come quelle presentate alla Camera dei deputati Jannone (per la maggioranza) e Pinza (per l'opposizione), e al Senato dal senatore Girfatti. In tutte e tre le proposte si prevede la trasformazione delle banche popolari cooperative in società per azioni di diritto speciale (previsione addirittura obbligatoria per le quotate) e la conseguente abrogazione del voto capitaro, del limite al possesso azionario e della clausola di gradimento. Viene annoverata tra i profili di criticità dell'attuale modello delle popolari, per giustificare la loro trasformazione, la scarsa appetibilità dei loro titoli per mancanza di contendibilità, con conseguente difficoltà di esercizio di offerte pubbliche di acquisto. Sarebbero quindi inadeguate rispetto alle aspettative degli investitori e dei mercati. Se è vero che le popolari oggi quotano a un rapporto prezzo/mezzi propri inferiore rispetto alla media delle altre banche italiane (1,95), presentando quindi una capacità di creare valore – a parità di patrimonio netto – inferiore rispetto alle altre banche, non lo è altrettanto se si considera il periodo che va da marzo 2000 ad aprile 2004. In tutto questo arco di tempo che comincia con lo scoppio della bolla speculativa, i titoli delle popolari hanno registrato una performance migliore rispetto al mercato italiano (indice Mibtel), alle blue chips (Mib 30) e all'indice delle banche. In una fase di mercato negativa hanno dimo-



strato una buona capacità di muoversi in controtendenza. Si conferma quindi il carattere difensivo e anticiclico dei titoli delle popolari rispetto agli altri e la loro maggior tenuta in mercati calanti. E si smonta nel contempo il teorema sulla loro scarsa appetibilità. Le performance non proprio esaltanti, per non aggiungere altro, di certe ex popolari che negli anni Novanta hanno scelto liberamente di trasformarsi in società per azioni (ricordate Bipop?) sono un'ulteriore conferma di quanto sopra. Si valutino perciò le popolari sui fondamentali di lungo periodo e non sulla loro scalabilità.

Le proposte in esame alzerebbero anche il limite al possesso azionario dall'attuale 0,5 al 5 per cento del capitale, consentendo agli statuti di fissare eventualmente un limite più basso, ma non inferiore al 2 per cento. Tale limite salirebbe al 10 per cento per gli investitori istituzionali. Tutto questo, combinato all'abolizione del voto capitaro, sostituito con quello proporzionale (in ragione del numero di azioni possedute), e attraverso un aumento significativo del numero delle deleghe per le assemblee, mira di fatto a concentrare il capitale in poche mani. Con la chiara conseguenza che un possesso azionario congiunto non superiore a una soglia del 20/25 per cento potrebbe agevolmente governare una popolare, data la polverizzazione del capitale residuo. E quel nucleo di controllo potrebbe essere ceduto a qualche grande gruppo bancario, che non avrebbe bisogno neppure di lanciare un'Opa, garantendo ai pochi azionisti detentori il valore dato dal «premio di maggioranza».

I temi descritti hanno trovato eco di recente anche nella procedura d'infrazione notificata il 15 ottobre 2003 dalla Commissione europea al Governo italiano sulla legislazione in materia di banche popolari. Quest'ultima secondo il commissario europeo Frits Bolkestein violerebbe i principi comunitari sulla libertà di stabilimento (articolo 43 Trattato Ce) e sulla libera circolazione dei capitali (articolo 56 Trattato Ce). L'iniziativa della Commissione, nata a seguito di un reclamo presentato dall'Asnapop (Associazione nazionale azionisti banche popo-

lari), ipotizza l'esistenza di un contrasto con i principi comunitari delle norme su voto capitaro, limite al possesso azionario e clausola di gradimento. Norme che «rendono più difficile e poco conveniente l'acquisto di azioni di banche popolari». Sempre secondo Bruxelles saremmo in presenza di «banche che probabilmente all'origine avevano come obiettivo il perseguimento dell'interesse dei soci/membri della comunità territoriale locale in cui venivano costituite, ma che attualmente sono assimilabili alle società commerciali, come conferma il fatto che solo le banche popolari non sono obbligate al rispetto delle norme dettate per inquadrare un'attività di tipo mutualistico».

Il Governo italiano, dal canto suo, nella risposta alla Commissione del 17 febbraio 2004 sottolinea come voto capitaro, limite al possesso azionario e clausola di gradimento sono connotati morfologici della struttura della cooperativa. Eliminarli significherebbe snaturare la fisionomia della cooperativa stessa e quindi eliminare quelle diversità che fanno delle cooperative un modello «altro» rispetto a quello delle società per azioni, distruggendo così quella libertà di scelte organizzative e quella concorrenza di modelli societari riconosciuta dal trattato comunitario. A tale riguardo si fa notare anche che la nuova direttiva europea sull'Opa laddove indica le pratiche messe in atto dalle società per neutralizzare l'Opa non considera la forma cooperativa, che non viene quindi vista come barriera impropria.

4. Una proposta all'interno di un modello evolutivo

Se quelli emersi finora sono i termini del dibattito, anche alla luce di essi, vorrei adesso motivare una considerazione favorevole al mantenimento della struttura delle banche popolari. Innanzitutto è necessario che il legislatore delinea un modello

evolutive del sistema bancario italiano in generale, e non può che seguire due ipotesi. Una prima ipotesi è quella di preferire sostanzialmente un modello incentrato su banche a forma di società per azioni, destinate nel tempo, verosimilmente, a entrare nel gioco dei grandi gruppi europei o internazionali. In questa previsione realistica, come già abbiamo avuto modo di dire, è auspicabile che il capitale italiano possa avere un peso significativo: per questo obiettivo bisogna da subito gettare le basi ed è impensabile prescindere dal ruolo che possono giocare le fondazioni di origine bancaria. Una seconda ipotesi è quella invece di optare per un modello (per chi scrive più convincente data la struttura economica italiana) che affianchi alle società per azioni le banche popolari, che per la loro natura cooperativistica a capitale diffuso resterebbero più saldamente in mani italiane, garantendo anche un maggior collegamento al territorio di riferimento.

Se la scelta dovesse essere quest'ultima bisognerebbe anzitutto operare per rafforzare ulteriormente il sistema delle popolari in una logica di presidio di un determinato territorio. Una soluzione potrebbe essere la riproposizione dei vantaggi fiscali concessi dalla legge Amato per incentivare, entro un termine definito, le fusioni fra banche popolari e/o le razionalizzazioni all'interno dei gruppi delle medesime.

In secondo luogo, occorrerebbe una nuova legge di ridisegno delle banche popolari, togliendole dal limbo attuale, prevedendo caratteristiche statutarie differenziate tra le quotate e le non quotate. Fermo restando il voto capitaro e, per il medesimo principio ispiratore di un sano modello cooperativo, limitando il numero delle deleghe assembleari ad un massimo di due, per le quotate si potrebbe sostituire la clausola di gradimento con un limite minimo di possesso azionario (per esempio 100 azioni) per acquisire la qualità di socio. Tale limite andrebbe interpretato come segno di un effettivo interesse e rispetto per la forma cooperativa.

Nello stesso tempo si potrebbe innalzare la soglia di investimento portandola dallo 0,50 per cento attuale fino ad un

massimo del 5 per cento in presenza di piani industriali, approvati dalle autorità di vigilanza, tesi a rafforzare e sviluppare la banca.

Anche la mutualità, non più intesa nel senso tradizionale prima descritto, andrebbe sempre di più caratterizzata in relazione al territorio (*mutualità di territorio*). Sia sotto il profilo professionale, per un'attitudine a modellare la propria azione ai bisogni degli ambiti di riferimento, sia come apporto alla civilizzazione, con particolare attenzione alla cultura e alla lotta alle povertà. Per tale scopo si potrebbe prevedere la destinazione da un minimo dell'1 a un massimo del 3 per cento degli utili annuali.

Non reggono, e credo che siano strumentali ad altri fini, le tesi di chi vede lesi all'interno delle banche popolari i cosiddetti diritti amministrativi (diritto di voto). Premesso che tanti grandi investitori, istituzionali e non, continuano ad avere, con soddisfazione, azioni delle popolari nel loro portafoglio (anche per i motivi tecnici riportati nel grafico pubblicato a pagina 164), è un dato la scarsa attenzione che essi mostrano in occasione delle assemblee di tante banche-società per azioni. È altrettanto un dato di fatto che il diritto societario moderno aumenta considerevolmente il numero degli strumenti finanziari di rischio senza diritti amministrativi, in più senza alcuna compensazione favorevole di tipo patrimoniale come accade, ad esempio, oggi per le azioni di risparmio e per le privilegiate.