

Equita SIM

*Benchmarking the UK market:
A way to create an efficient and effective capital market in Italy?*

Finanza, rischi e crescita economica

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Fabio Panetta

Milano, 27 gennaio 2016

1. Il sistema finanziario italiano: le ragioni del cambiamento

Il sistema finanziario svolge compiti essenziali per la crescita economica. Spetta ad esso trasferire risorse verso attività con buone prospettive reddituali, fornire liquidità per regolare le transazioni, aggregare e ridistribuire i rischi.

La configurazione del sistema, il ruolo degli intermediari e dei mercati si modificano lentamente nel tempo, in risposta all'evoluzione di caratteristiche anch'esse lente a mutare quali la struttura giuridica ed economica. Il sistema finanziario stenta talora a tenere il passo con i cambiamenti dell'economia reale, del quadro normativo, della stessa società; ne possono scaturire inefficienze, vincoli alla crescita, tensioni sociali. È il caso del sistema finanziario italiano in questo difficile passaggio storico.

Nel secolo scorso lo sviluppo del nostro sistema si è incentrato sulle banche. Sono stati soprattutto gli intermediari ad assorbire la componente non diversificabile dei rischi macroeconomici. Nella prima parte della storia unitaria dell'Italia ciò si è riflesso in crisi bancarie ricorrenti, fino alla nazionalizzazione di gran parte del sistema negli anni trenta. Da allora fino agli anni novanta la proprietà pubblica delle banche ha contribuito alla stabilità, in una fase di crescita economica. Il ricorso di ultima istanza a risorse pubbliche ha tutelato i risparmiatori, riparando l'economia reale dalle conseguenze delle crisi finanziarie. Il costo in termini di efficienza è stato tuttavia rilevante.

Il modello basato sull'intervento pubblico è stato contenuto dapprima con la privatizzazione delle banche negli anni novanta; i casi di dissesti bancari nel decennio successivo sono stati per lo più risolti con l'acquisizione dell'intermediario in crisi da parte di altre banche. Quel modello è stato superato con le leggi europee approvate di recente, nell'ambito dell'Unione bancaria, che pongono in prima linea i risparmiatori e richiedono, in caso di crisi di una banca, che le autorità riducano il valore delle azioni e di alcune tipologie di debiti dell'intermediario. La nuova normativa ha trovato attuazione in più paesi; in Italia, nella recente risoluzione di quattro banche. Dalla tutela dei risparmiatori si è passati alla tutela dei depositanti e dei contribuenti. Come ho avuto modo di dire in una precedente occasione, “dato l'impatto potenzialmente dirompente del *bail-in*” l'applicazione di tali norme “rappresenta una *extrema ratio*, un'ipotesi possibile ma

auspicabilmente remota”¹. Il giudizio sulle nuove norme è aperto; alla luce degli effetti degli interventi sin qui effettuati, è auspicabile da parte del legislatore sia italiano sia europeo una attenta rivisitazione delle modalità e dei tempi della loro attuazione, soprattutto quando le debolezze del sistema creditizio hanno natura sistemica e derivano da eventi di natura eccezionale.

La capacità delle banche di emettere strumenti accettati come mezzi di pagamento e riserva di valore dipende dalla fiducia dei risparmiatori. Se si incrina la fiducia si riduce l’efficienza del sistema finanziario, con danni per l’economia reale. L’impossibilità di ricorrere alla garanzia ultima da parte del settore pubblico può generare rischi; un sistema bancario soggetto a interventi dei risparmiatori in caso di crisi può incrinare la fiducia anche verso le passività che pure il nuovo sistema normativo europeo intende tutelare. Se la scelta del legislatore è volta a proteggere i contribuenti, i rischi finanziari vanno quindi allocati diversamente rispetto al passato.

Più in generale, le norme introdotte a livello europeo in risposta alla crisi finanziaria spingono verso un ridimensionamento del sistema bancario nel suo complesso. Le regole di Basilea 3 hanno innalzato i requisiti patrimoniali per le banche, limitato il grado di leva finanziaria, stabilito stringenti requisiti di liquidità. Un ulteriore fabbisogno di capitale è previsto per le banche sistemicamente rilevanti. In più paesi sono state introdotte misure dirette a separare l’attività creditizia delle banche da quella finanziaria che esse svolgono in conto proprio². Altre misure sul capitale delle banche sono in discussione nelle sedi internazionali³.

In prospettiva queste modifiche normative renderanno le banche meno rischiose, dotandole di più capitale, di maggiore liquidità, di un grado di leva più basso che in passato. Allo stesso tempo, le nuove regole comprimono la redditività bancaria e lo sviluppo del sistema creditizio; ne deriveranno riflessi negativi sulla disponibilità di prestiti all’economia reale. I cambiamenti avvengono peraltro in un contesto europeo di persistente debolezza economica e di basso autofinanziamento delle imprese, in presenza di un ruolo limitato dei mercati.

Vi sono quindi motivi pressanti, ben illustrati nel *position paper* presentato oggi, affinché il nostro sistema evolva verso una configurazione in cui i mercati svolgano un ruolo più ampio. La transizione è resa urgente dall’esigenza di finanziare la ripresa in atto, minacciata

¹ Cfr. Audizione presso la 6a Commissione permanente del Senato della Repubblica (Finanze e tesoro), nell’ambito dell’Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea (ottobre 2015).

² Il Consiglio Ecofin ha approvato una bozza di Regolamento con una disciplina comune a livello europeo.

³ Il Comitato di Basilea sta valutando le modalità per rendere più affidabile e omogeneo tra banche il calcolo delle attività ponderate per il rischio. Il *Financial Stability Board* sta definendo le norme sulla *Total loss absorbing capacity* (TLAC), che richiederanno alle banche globalmente sistemiche un adeguato volume di passività prontamente svalutabili o convertibili in capitale in caso di dissesto.

dall'indebolimento della congiuntura mondiale e dall'instabilità dei mercati. Per sostenere i rischi connaturati con il finanziamento degli investimenti, l'economia in futuro dovrà poter contare sia sulle banche sia sui mercati.

Il cambiamento richiede interventi su più fronti: per colmare il ritardo nello sviluppo degli investitori istituzionali, per rimuovere i fattori che rendono per molte imprese i costi dell'accesso ai mercati superiori ai benefici, per garantire un ambiente favorevole agli investitori. Sullo sfondo vi è l'esigenza di accrescere la cultura finanziaria dei risparmiatori, di renderli consapevoli delle scelte finanziarie e di valutarne i rischi. Le banche devono anch'esse conformare la propria operatività all'esigenza di ampliare l'articolazione del sistema, accrescendo l'attenzione ai conflitti di interesse e ai rapporti con la clientela.

2. *Investitori istituzionali, imprese, risparmiatori*

Una evidente anomalia del sistema finanziario italiano è costituita dallo scarso sviluppo degli intermediari non bancari. La quota del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie è pari, con riferimento al 2014, al 26 per cento in Italia, al 40 nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, a oltre il 60 nel Regno Unito.

Anche l'articolazione degli intermediari non bancari è inadeguata. Gli operatori con orizzonti di lungo termine svolgono un ruolo insufficiente: i prodotti assicurativi e i fondi pensione rappresentano il 16 per cento delle attività finanziarie delle famiglie, la metà rispetto all'area dell'euro e poco più di un quarto rispetto al Regno Unito. Gli operatori specializzati nel capitale delle imprese e nei titoli di debito operano per lo più nei comparti a basso rischio – prevalentemente titoli pubblici e titoli di imprese grandi e con alto merito di credito. I fondi comuni azionari rappresentano da noi il 21 per cento del patrimonio complessivo dei fondi aperti⁴, contro il 37 in Europa. I fondi chiusi mobiliari, che investono prevalentemente in venture capital e private equity, rappresentano poco più dell'1 per cento del patrimonio dei fondi comuni.

Il contributo degli investitori istituzionali italiani al finanziamento dell'economia è quindi scarso. Gli investimenti in titoli di imprese italiane da parte dei fondi pensione ammontano al 3 per cento del patrimonio complessivo. Gli investimenti delle compagnie di assicurazione in

⁴ Sono inclusi i fondi "roundtrip", ovvero i fondi esteri promossi da gruppi italiani.

obbligazioni di imprese non quotate, fondi infrastrutturali, cartolarizzazioni di minibonds sono pari a 100 milioni, a fronte di un investimento potenziale di 100 miliardi⁵.

La bassa dimensione e la limitata articolazione dell'intermediazione non bancaria riflettono, e a loro volta condizionano, l'attività del mercato dei capitali.

Lo scarso sviluppo della borsa – una importante fonte di arretratezza del nostro sistema – non deriva dalla mancanza di società quotabili, ma in ampia misura dalle scelte delle stesse imprese. Queste sono riluttanti ad aprirsi: la crescita dimensionale, l'accesso ai mercati comportano oneri in relazione alla maggiore visibilità agli occhi del fisco, delle autorità di controllo, degli azionisti di minoranza, in presenza di un carico impositivo gravoso, di norme pletoriche applicate con inefficienza, di insufficiente flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro. Nella percezione degli imprenditori, l'ingresso sul mercato dei capitali sembra associarsi a un costo fisso, in larga misura in termini di trasparenza, che supera i vantaggi derivanti dalla possibilità di reperire capitali a condizioni competitive presso una più ampia platea di investitori.

Anche le poche imprese che intendono ricorrere a finanziamenti diversi dal credito si rivolgono spesso a operatori di private equity o a collocamenti obbligazionari privati presso operatori specializzati, con l'obiettivo di contenere il vaglio esterno, oltre che di accrescere la flessibilità contrattuale. Ciò comporta però premi per il rischio, inclusi quelli di liquidità, elevati rispetto al caso in cui l'azienda fosse quotata in borsa.

Un più ampio ricorso al mercato accrescerebbe le opportunità di diversificazione per gli investitori, consentendo di mitigare i rischi e di indirizzare flussi di risorse più ampi verso attività con buone prospettive reddituali. Si potrebbe innescare un circolo virtuoso tra crescita dei mercati, investimenti, sviluppo economico. Per essere sostenibile, questo circolo virtuoso richiede una adeguata protezione degli investitori. L'allocazione del risparmio attraverso strumenti di mercato, benché mediata da investitori istituzionali, comporta rischi superiori a quelli dei titoli pubblici e dei depositi bancari.

Va elevato il livello delle competenze finanziarie dei risparmiatori, tuttora basso. L'indagine sui bilanci delle famiglie condotta dalla Banca d'Italia nel 2008 indica che oltre metà dei cittadini ignora i vantaggi della diversificazione degli investimenti; i due terzi di essi non distinguono i rischi delle azioni da quelli delle obbligazioni; solo un terzo percepisce le caratteristiche basilari degli schemi pensionistici a capitalizzazione. Una rilevazione condotta nel 2015 da Standard&Poor's su

⁵ La nuova disciplina prudenziale entrata in vigore nel 2016 (Solvency 2) non prevede limiti quantitativi espliciti.

oltre 140 paesi evidenzia che in Italia meno del 40 per cento degli adulti conosce almeno tre concetti tra l'interesse semplice, l'interesse composto, la diversificazione del rischio e l'inflazione, a fronte di una media Europea superiore al 50 per cento.

3. *Verso un sistema finanziario più articolato*

Negli ultimi anni in Italia l'ampliamento dell'offerta di finanziamenti alle imprese è stato l'obiettivo di numerosi interventi del governo. Ha costituito parte integrante del programma della Presidenza italiana dell'Unione Europea nel secondo semestre del 2014.

Le misure intraprese hanno sostenuto lo sviluppo del mercato dei capitali e del risparmio gestito, sebbene sia presto per valutare pienamente i risultati. Il numero di imprese non quotate che negli anni recenti hanno emesso minibonds è rilevante (circa 100 dal 2012). Dal gennaio 2013 si sono quotate alla borsa italiana 55 imprese non finanziarie, quasi il triplo rispetto al triennio precedente. Anche per effetto dei bassi tassi di interesse, i risparmiatori sono tornati a rivolgersi agli investitori istituzionali, che nel 2013-2014 hanno registrato una raccolta di 160 miliardi, contro un deflusso di 50 nei due anni precedenti.

Questi cambiamenti non sono tuttavia sufficienti. Essi potrebbero per di più rivelarsi temporanei e interrompersi con il miglioramento delle condizioni del mercato creditizio. È necessario proseguire nelle politiche rivolte sia alle imprese sia agli investitori. Gli effetti degli interventi possono essere rinvigoriti dal progetto europeo di Unione dei mercati dei capitali.

Vi sono più aree di intervento in cui collocare le misure già adottate e quelle da adottare. In primo luogo va rafforzata la struttura patrimoniale delle imprese. Gli sgravi alla patrimonializzazione introdotti nel 2011, volti a perseguire una maggiore neutralità della tassazione delle azioni rispetto al debito, contribuiscono a rendere più forti le imprese, oggi finanziariamente fragili. La maggiore dotazione di capitale di rischio può inoltre stimolare la crescita dimensionale e l'innovazione. Per conferire maggiore certezza a questi incentivi, si potrebbe determinare sin d'ora il rendimento agevolato del capitale di rischio applicabile dal 2017, ad oggi non ancora noto.

In secondo luogo, va favorito l'accesso delle imprese in borsa. I costi impliciti connessi con la quotazione vanno mitigati da un alleggerimento del carico fiscale e da una decisa semplificazione delle regole amministrative sulle imprese. Ciò può avvenire dando attuazione alle norme del "decreto competitività" del 2014, che rafforzano le agevolazioni fiscali per le imprese neo-quotate, superando i vincoli comunitari. Per essere efficaci, gli interventi devono associarsi a un'adeguata

tutela degli investitori e al buon funzionamento dei mercati. Va in questa direzione l'iniziativa della Commissione europea per una revisione della direttiva sui prospetti.

In terzo luogo, va favorito l'accesso diretto delle imprese al mercato obbligazionario. I progressi conseguiti grazie alla rimozione degli ostacoli fiscali all'emissione da parte di aziende non quotate non vanno dispersi; possono essere sostenuti promuovendo lo sviluppo di servizi di consulenza alle imprese e accrescendo l'efficienza dei procedimenti fallimentari e di recupero crediti. Il volume dei collocamenti privati (*private placements*) di strumenti di debito può essere stimolato facilitando l'ingresso nel nostro paese di operatori esteri specializzati, mediante l'adozione di prassi contrattuali consolidate a livello internazionale.

Una ulteriore area di intervento riguarda la promozione della domanda di attività rischiose da parte degli investitori istituzionali. Rimane inadeguato soprattutto lo sviluppo dei fondi pensione, nonostante gli incentivi fiscali per gli aderenti. Vanno analizzate e rimosse le cause di questa inadeguatezza, migliorando l'informazione da parte dei lavoratori, contenendo i costi di gestione anche attraverso l'accorpamento di intermediari di piccole dimensioni. Per accelerare l'espansione dei fondi pensione si potrebbe anche considerare un aumento del limite di deducibilità fiscale dei contributi, invariato da oltre quindici anni. Vanno nella giusta direzione gli incentivi fiscali a chi investe in fondi di venture capital e nel capitale di rischio di imprese non quotate in fase di avvio (le cd. start-up innovative). Incentivi analoghi potrebbero essere concessi ad altre tipologie di fondi specializzati in obbligazioni e azioni di banche e imprese, anche non quotate. Sulla scorta delle esperienze di altri paesi (Francia, Germania, Spagna, Regno Unito), si potrebbe dare attuazione alla legge che prevede una tassazione agevolata per i "piani di risparmio a lungo termine", indirizzandoli verso investimenti diversificati che includano anche quote di fondi specializzati in titoli di banche e imprese detenuti per un adeguato periodo di tempo.

Infine, occorre intensificare l'impegno per innalzare la conoscenza finanziaria. Vanno privilegiati i lavoratori e i giovani, ai quali spettano decisioni di risparmio di lungo periodo. L'educazione finanziaria è un ambito di forte interesse per la Banca d'Italia. Abbiamo avviato da tempo, insieme al Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca, un progetto di educazione finanziaria degli studenti delle scuole primarie e secondarie, che nella scorsa edizione ha visto il coinvolgimento di oltre 60.000 ragazzi su tutto il territorio nazionale.

L'impegno per ampliare la cultura finanziaria dei cittadini è tanto più efficace quanto maggiore è il coordinamento tra Autorità e operatori economici. La Banca d'Italia lo scorso giugno è stata tra i sottoscrittori della Carta d'Intenti per l'Educazione alla Legalità Economica, promossa dal

Ministero dell'Istruzione per favorire il coordinamento dei programmi di cittadinanza economica e legalità sviluppati da soggetti pubblici e privati. Insieme alle altre Autorità di Vigilanza, è tra i promotori di un programma di ricognizione delle iniziative per innalzare la cultura economica dei cittadini, primo passo per la definizione di una strategia nazionale di educazione finanziaria.

4. Conclusioni

In Italia, lo sviluppo di un mercato finanziario ampio ed efficiente è un obiettivo perseguito da tempo, sebbene con impegno non sempre costante. La lunga crisi dalla quale l'Europa stenta a uscire ha reso evidenti i costi di una eccessiva concentrazione dei rischi nei bilanci delle banche, il circolo vizioso che si stabilisce tra fragilità delle imprese, fragilità degli intermediari e bassa crescita. Le nuove regole sul capitale e sulla risoluzione delle crisi bancarie rendono urgente intervenire sull'allocazione dei rischi.

Le banche hanno il dovere, l'interesse a promuovere questi cambiamenti, accompagnandoli con una profonda revisione dei rapporti con la clientela. Come ho rilevato in passato, per favorire lo sviluppo dei mercati "Saranno necessari interventi volti a migliorare la formazione dei dipendenti, la loro capacità di assistere le aziende nell'accesso ai mercati; a prevenire con efficacia i conflitti di interesse in capo alle banche, derivanti dal loro contemporaneo ruolo di creditore, promotore dell'accesso al mercato e gestore (diretto o indiretto) del risparmio delle famiglie. I prenditori più rischiosi possono essere anch'essi accompagnati sul mercato, garantendo però la trasparenza necessaria a consentire scelte consapevoli ai potenziali finanziatori. In mancanza di questi presupposti sarebbe messa a repentaglio la reputazione della banca, la stessa fiducia da parte della clientela".

Questi passaggi, tanto ardui quanto necessari, richiedono interventi per modificare gli incentivi di imprese, risparmiatori e investitori istituzionali. Il cambiamento non può essere innescato da una sola misura, ma richiede interventi su una pluralità di fronti. Molti cantieri sono stati aperti negli anni recenti: occorre mantenere fermo l'obiettivo, valutare l'efficacia delle misure adottate, sperimentarne di nuove. Desistere da questo impegno non è un'opzione disponibile.