



UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
DI PADOVA



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PARMA

**dSEA “Marco Fanno”**

via del Santo 33  
I – 35123 Padova, PD

Dipartimento di Economia

Via J. F. Kennedy, 6  
I - 43100 Parma, PR

**Prof. ALBERTO LANZAVECCHIA**

**Prof. GIULIO TAGLIAVINI**

*Il contenuto della presente riflette esclusivamente le opinioni degli autori, che non rappresentano né impegnano in alcun modo i rispettivi Enti di appartenenza*

*Spett.le*

**Banca d'Italia**

Servizio R.A.M.

Divisione Regolamentazione II

via Nazionale 91

00184 ROMA

A mezzo PEC: ram@pec.bancaditalia.it

**OGGETTO: Consultazione pubblica alle Disposizioni in materia di “raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche”**

Con riferimento alla consultazione pubblica in oggetto, emanata in attuazione dell'art. 11 TUB e della deliberazione del CICR del 19 luglio 2005, attualmente contenuta nelle “Istruzioni” della Banca d'Italia di cui alla Circolare n. 229 del 21.4.1999, Titolo IX, Capitolo 2 (agg.to marzo 2007), i sottoscritti Alberto Lanzavecchia (professore aggregato e ricercatore confermato in finanza aziendale presso l'Università degli studi di Padova) e Giulio Tagliavini (professore ordinario in Economia degli intermediari finanziari presso l'Università degli studi di Parma) sottopongono le seguenti osservazioni a commento dello schema del relativo provvedimento diffuso a mezzo *internet*, con termine per l'invio delle osservazioni fissato nel giorno 18 gennaio 2016.

**Riferimento al testo**

**Osservazioni, commenti e proposte**

SEZIONE I, Art. 1, co. 6 e 9 Sostituire “Comitato” con “CICR” ovvero definire il termine “Comitato” a seguire del primo acronimo “CICR” presente nel comma 3 del medesimo articolo.

SEZIONE I, Art. 3 Aggiungere in elenco, dopo il paragrafo “raccolta a vista”, il seguente nuovo paragrafo: **“raccolta a termine”, la raccolta che deve essere rimborsata alla scadenza contrattuale o del regolamento.**

SEZIONE I, Art. 3, Aggiungere, all'inizio dell'elenco (e quindi prima delle obbligazioni): **“i titoli di deposito,”**.  
“strumenti finanziari di raccolta”

Infatti, come verrà meglio argomentato *infra*, l'ampliamento del novero degli strumenti finanziari di raccolta **a termine** è funzionale al superamento del



limite alla raccolta tra i soci di società cooperative con più di 50 soci.

SEZIONE IV, Art. 1, co.1 , Aggiungere al termine della nota, dopo "...tra i soci.": "**e sono esclusi da computo il valore delle attività finanziarie iscritte nell'attivo circolante e immobilizzato**".  
nota (2)

Si ritiene infatti che gli investimenti finanziari inclusi nell'attivo della società cooperativa, con esclusione delle riserve di liquidità, debbano essere interpretati come atti di investimento riferiti al capitale proprio della cooperativa. Se si investono risorse proprie in titoli finanziari, ne deriva una circostanza che testimonia non la necessità di raccolta a fini cooperativistici, ma al volontà di cogliere una opportunità di raccogliere il risparmio per mirare ai margini tipi di una intermediazione finanziaria. Tale attività ha rischi propri specifici dell'intermediazione finanziaria e alimenta fattori di instabilità sistemica (c.d. *shadow banking*). Se viene assunta come base di riferimento il capitale proprio al netto degli investimenti finanziari si riconduce l'operatività ai fini propri dell'azione cooperativa.

SEZIONE IV, Art. 2, co. 2 Primo paragrafo, sostituire: "Non è fissata una durata minima per gli strumenti finanziari di raccolta", con: "La durata degli strumenti finanziari di raccolta a termine non è inferiore a un mese o di durata indefinita".

Nuovo testo del paragrafo: "**La durata degli strumenti finanziari di raccolta a termine non è inferiore a un mese o di durata indefinita, ad eccezione delle cambiali finanziarie ...**".

La fissazione di un termine minimo e massimo alla durata degli strumenti finanziari è funzionale ad una disciplina volta alla maggior tutela dei soci investitori in società cooperative (vedi *infra* SEZIONE V, Art. 3).

SEZIONE V, Art. 1 Cassare: "*modalità diverse dal*".

Nuovo testo: "**Le società possono raccogliere risparmio presso soci, effettuata mediante l'emissione di strumenti finanziari, ...**".

La regola generale, infatti, deve essere la maggior tutela offerta dagli strumenti finanziari, disciplinati nella Sez. IV del medesimo Capitolo, limitando l'innovazione finanziaria, e quindi introducendo un maggior rischio sopportato dall'investitore, ai soli casi meritevoli di *favor legis*, come nel caso di società a ristretta base partecipativa o, nel caso di società a partecipazione diffusa, la raccolta finalizzata alla realizzazione di progetti o specifiche attività definiti nell'atto di raccolta dei fondi (vedi *infra* SEZIONE V, Art. 3).

SEZIONE V, Art. 2, co. 1 Aggiungere, dopo "*risparmio*,": "*con modalità diverse dall'emissione di strumenti*



“Società diverse dalle finanziari,”  
cooperative”

Nuovo testo: **“Le società diverse dalle cooperative possono effettuare raccolta di risparmio, con modalità diverse dall’emissione di strumenti finanziari, senza alcun limite, ...”**.

La natura di società di capitali, infatti, presuppone la sua capacità di raccogliere fondi tra i propri soci, in particolare tra quelli con partecipazioni qualificate, in modo rapido e flessibile, anche per far fronte a temporanee esigenze di liquidità o per cogliere opportunità di investimento. In tale senso, è necessario rimuovere il vincolo al ricorso ai soli strumenti finanziari, così come definiti ai fini della presente disciplina (Sez. IV), per ricomprendere anche altri strumenti finanziari atipici o forme contrattuali di durata indefinita, purché non “a vista”.

A ben vedere, il combinato effetto di questa e della precedente Osservazione, riporta la disciplina riferita alle società diverse dalle cooperative alla medesima già prevista nel testo sottoposto a consultazione. La distinzione operata, infatti, è funzionale alla Osservazione che segue.

SEZIONE V, Art. 3, co. 1.

Aggiungere *ex novo* il seguente primo comma: **“Alle società cooperative con un numero di soci pari o inferiore a 50 si applicano le medesime disposizioni di cui all’art. 2 della presente Sezione”**.

Si ritiene infatti che la ristretta base partecipativa riconduce la società cooperativa a quella tipicità che si riscontra nelle società di capitali a proprietà chiusa (e ancor più segnatamente in quelle di persone): *intuitus personae*, flessibilità operativa, allineamento di interessi tra proprietà e organo di gestione.

Per inciso, è appena il caso di far rilevare che il numero massimo di soci, fissato in n. 50, determina anche una partecipazione al capitale non inferiore al 2% (1 testa su 50), allineando così anche sotto il profilo del possesso di capitale le due fattispecie.

Ben diversa deve invece essere la disciplina delle cooperative a larga base partecipativa (i.e. con più di 50 soci), al fine di tutelare l’investitore (di fatto portatore di capitale anonimo) e scongiurare effetti sistemici generati dal dissesto di grandi agglomerati finanziari a causa dell’inefficacia dei controlli interni (fermi restando i controlli esterni da parte degli Enti a ciò deputati).

SEZIONE V, Art. 3, co. 2  
(ex co. 1).

Sostituire il (ora nuovo secondo) comma con il seguente testo: **“Le società cooperative con un numero di soci superiore a 50 possono effettuare raccolta di risparmio presso i propri soci, purché l’ammontare complessivo dei fondi**



**raccolti non ecceda il limite del doppio del patrimonio.”**

Questo comma riporta la disciplina specifica entro i limiti di cui all’art. 2412 primo comma, del codice civile.

Le società cooperative a larga base partecipativa (i.e. con più di 50 soci), infatti, sono esposte al rischio di azzardo morale da parte di soggetti apicali che non sono più sottoposti al controllo da parte dei loro mandanti, cioè i soci. Questo rischio è crescente al crescere del numero di soci e decrescente al grado di partecipazione diretta (non tramite deleghe) in assemblea. A questo si aggiunge la possibile mancanza di mezzi a disposizione da parte dei controllori (i soci) per verificare l’uso dei fondi investiti nella società: il bilancio e la rendicontazione dettagliata sulla destinazione dei fondi raccolti. In tal senso, siamo totalmente d’accordo su quanto scritto nella *Relazione sull’analisi d’impatto* di accompagnamento alla Consultazione, che facciamo nostro riportandolo qui integralmente: «*Dal punto di vista della trasparenza, inoltre, rileva il problema dell’accessibilità dei bilanci. Perfino fra le società cooperative di maggiori dimensioni una piena informativa al pubblico (per esempio attraverso la pubblicazione del bilancio sul sito internet della società) non è sempre garantita. In un contesto in cui la solidità patrimoniale rappresenta di fatto l’unico presidio a tutela del socio prestatore, l’inaccessibilità o la difficile reperibilità delle informazioni societarie e del bilancio privano il socio prestatore delle informazioni fondamentali per apprezzare la rischiosità del proprio credito nei confronti della cooperativa. Peraltro, la partecipazione dei soci alle assemblee, che potrebbero essere in astratto un ulteriore e utile canale di condivisione e apprezzamento delle informazioni relative alla gestione della società, risulta in media particolarmente bassa. La conseguenza è che il luogo deputato a colmare i deficit informativi, attraverso l’accesso ai documenti e la discussione con il management risulta di fatto inutilizzato e comunque non utilizzato effettivamente a questi fini*».

A ciò, tuttavia, si consideri che le società cooperative sono ontologicamente diverse dalle altre società di capitali (almeno nelle intenzioni), e la disciplina secondaria in parola deve riconoscere tale specificità. Per contro, in mancanza *de facto* di tale specificità, da rilevare *nei fini e nei mezzi di organizzazione aziendale*, non c’è più alcun motivo per riservare alle società cooperative a larga base partecipativa una disciplina diversa da quella prevista per le “Società diverse dalle cooperative”.

Una società cooperativa con migliaia, finanche milioni di soci, è ancora una società cooperativa nel senso puro e incorrotto del termine, e quindi meritevole di una disciplina specifica che ne riconosca e attui di conseguenza quel *favor legis* proveniente dal più elevato art. 45 della Costituzione della



Repubblica Italiana?

Tre sono le condizioni essenziali di esistenza della cooperazione (Bratman, 1999): i) ciascun socio assume come rilevante il proprio contributo prestato nel progetto e sa che le intenzioni degli altri soci sono reciproche (*mutual responsiveness*); ii) è impossibile quantificare il contributo specifico di ciascuno socio al risultato congiunto della loro azione (*commitment to the joint activity*); iii) ciascun socio si impegna ad aiutare gli altri nei loro sforzi così che il risultato finale possa essere conseguito al meglio (*commitment to mutual support*). Infatti, essendoci una congiunzione degli interessi dei singoli nel medesimo fine comune, il socio che presta il proprio aiuto ad un altro socio continua a perseguire il proprio interesse (Dworkin, 1992): l'impresa cooperativa attua il "principio di reciprocità" (Zamagni, *Complessità relazionale e comportamento economico*, 2002). La questione-chiave è l'esistenza di un medesimo fine (*mission-oriented*), condiviso da tutti i soci e per il quale tutti prendono parte al suo compimento, valutato al di là del reddito monetario che essi ricevono dalla sua realizzazione. Se si distrugge, trascura o dimentica il bene comune sociale, ossia il fine, la missione a fondamento della cooperazione, la natura dell'impresa muta; perdendo la comunione dei fini, diventa mera comunione di mezzi: diventa così un'impresa di tipo capitalistico. E in quanto tale, non più meritevole di disciplina specifica.

Ebbene, dal momento che la normativa in parola non può entrare nel merito se talune società abbiano perso, mantenuto o finanche accresciuto tale caratteristica ontologica distintiva della cooperazione, è tuttavia necessario che lo si accerti in fase di raccolta di fondi dai soci. Nelle società cooperative il contributo del singolo socio può assumere la forma del lavoro, del capitale, dell'etica (Socrate: *non dalle ricchezze, ma dalle virtù nasce la bellezza*).

Pertanto, all'atto della raccolta di risparmio tra i soci, i fondi devono essere finalizzati ad un progetto o a una specifica attività, coerente con l'oggetto sociale, per il quale il socio con coscienza (di fini) e conoscenza (dello strumento) apporta il proprio contributo di capitale. Senza finalizzazione, non c'è cooperazione; senza cooperazione, non c'è motivo di una normativa specifica.

Al di fuori di questa finalizzazione dei fondi, la disciplina è allora quella propria delle "società diverse dalle cooperative": le imprese capitalistiche.

A quelle società cooperative che nei propri statuti si riferiscono all'etica cattolica, tale finalizzazione del capitale non risulta affatto cosa nuova e, anzi, dovrebbe essere già la regola. Infatti, nella Dottrina Sociale della Chiesa, il paragrafo 358 recita: "la possibilità di influire sulle scelte del sistema economico,



*infatti, è nelle mani di chi deve decidere sulla destinazione delle proprie risorse finanziarie. Oggi più che in passato è possibile valutare le alternative disponibili non solo sulla base del previsto rendimento o del loro grado di rischio, ma anche esprimendo un giudizio di valore sui progetti di investimento che le risorse andranno a finanziare, nella consapevolezza che «la scelta di investire in un luogo piuttosto che in un altro, in un settore produttivo piuttosto che in un altro, è sempre una scelta morale e culturale».*

Da quanto sopra precede, se si vuole riconoscere *anche* alle società cooperative con più di 50 soci un trattamento speciale, e cioè quello del superamento del limite “del doppio del patrimonio” (di cui al secondo comma nella nuova formulazione), a prescindere dall’etica a fondamento della manifestazione di volontà di investimento, occorre quindi prevedere che il superamento avvenga unicamente tramite strumenti finanziari con vincolo di destinazione delle risorse raccolte.

Una ulteriore questione si pone ora sulla *durata* dello strumento finanziario di raccolta. Se la raccolta di capitale dai soci deve essere finalizzata ad un progetto o ad una specifica attività, anche la durata dello strumento finanziario, di conseguenza, dovrà essere coerente. È sicuramente possibile che alla scadenza dello strumento finanziario il socio voglia rinnovare il suo impegno di mezzi per il raggiungimento del fine comune, ma, ancora, nella fattispecie in parola (e.g. nelle società cooperative), è necessario verificare la sua consapevolezza e volontà. Consapevolezza sul progetto o attività e il loro grado di avanzamento o di realizzazione; volontà, come manifestazione di condivisione e di rinnovo dell’impegno comune. Diversamente, si rientra nel campo del “*capitale freddo*”, investito quasi automaticamente per inerzia o per ricerca del mero profitto: si rientrerebbe allora nella disciplina ordinaria delle società capitalistiche. È opportuno allora far passare del tempo, durante il quale il socio rientra nella piena disponibilità dei fondi, analizza il mercato finanziario e le sue opportunità di investimento alternative, analizza il progetto o l’attività, e, infine, con consapevolezza (dei fini) e conoscenza (del mezzo), manifesta nuovamente la propria volontà di investire fondi nella società, tramite il medesimo o altri strumenti finanziari.

Da quanto sopra precede (i.e. finalizzazione del capitale, durata dello strumento finanziario e manifestazione della volontà del socio-investitore), il nuovo terzo comma dell’art. 3, Sez. V, è così formulato:

**“Tale limite viene elevato fino al triplo (4) del patrimonio qualora:**

- a. **i fondi eccedenti siano raccolti tramite strumenti finanziari di raccolta a termine, per i quali il contratto o il regolamento individua**



**e descrive il progetto o la specifica attività che si intende finanziare, e la loro durata sia coerente con quella dello sviluppo del progetto o dell'attività. Il socio non può re-investire nella società i fondi rimborsati alla scadenza dello strumento finanziario, se non dopo che siano trascorsi tre giorni lavorativi.**

- b. il complesso dei prestiti sociali sia assistito, in misura almeno pari al 30 per cento, da garanzia personale o garanzia reale finanziaria rilasciata da .... (*omissis*)

Va da sé, che occorre allineare quanto sopra con l'Allegato B alla Sezione in commento.

*Commento generale alla Sezione V*

La Sezione V è stata modificata in coerenza con il seguente schema di riferimento:

*(Allegato B "RACCOLTA DI RISPARMIO PRESSO SOCI")*

- a. la normativa generale è quella sull'emissione di strumenti finanziari nei limiti ex art. 2412 c.c.; deroghe sono ammesse solo in presenza di una causa meritevole, il cui valore sia superiore al costo causato dalla rinuncia alla maggior tutela del risparmio.
- b. Cause meritevoli di favor legis sono: i) la flessibilità operativa delle società diverse dalle cooperative con soci con partecipazioni qualificate, nelle quali i legami personali sono un efficace strumento di controllo interno tra proprietari e agenti e fonte di informazioni private utili per ridurre le asimmetrie informative tra soci e agenti; e ii) le società cooperative "effettive", che si presumono tali se partecipate da un numero di soci pari o inferiore a 50. Ad entrambe le tipologie si applica la medesima disciplina speciale in deroga.
- c. Le società cooperative con più di 50 soci possono essere "effettivamente" o "formalmente", "vestite" da cooperative. Alle prime, si applica il favor legis che trova fondamento nell'art. 45 della Costituzione e le Leggi che a questo si conformano per la sua attuazione; alle seconde, quella generale sulle società di capitali. L'attività cooperativa è sempre finalizzata ad un bene comune, individuato e condiviso dai soci. Pertanto, solo nel caso di fondi raccolti con vincolo di destinazione è riscontrabile la caratteristica distintiva della cooperazione e quindi rientrante a pieno titolo nel regime speciale. Al di fuori di questa fattispecie, pur formalmente raccolto da una società cooperativa, siamo in presenza di raccolta di risparmio a fini di investimento per profitto; anzi, è proprio il prestatore che raccoglie fondi per investirli in attività finanziarie al



solo fine di lucrare un margine da intermediazione.

Non è questa la sede per argomentare ulteriormente la necessità di una verifica delle condizioni effettive per godere del *favor legis* sulla cooperazione, ma al Lettore attento non sarà sfuggito come la medesima verifica sostanziale si dovrebbe applicare anche in attuazione di condizioni agevolate in materia fiscale, previdenziale o, in generale, di disciplina della concorrenza.

*Una aggiunta sullo shadow banking e i rischi sistemici*

Tra gli obiettivi dichiarati della normativa sottoposta a consultazione vi è, in ultima analisi, quello di «prevenire lo sviluppo dello *shadow banking system*». Quello non dichiarato, perché implicito nella funzione attribuito alla Banca d'Italia, è quello della prevenzione delle crisi sistemiche (infatti, il destinatario della Presente è il Servizio *Regolamentazione e Analisi Macroprudenziale*).

Le crisi finanziarie non sono fenomeni insoliti, ma episodi ricorrenti in tutte le economie di mercato; sono eventi improvvisi, anche se la fragilità del sistema è spesso visibile; sono sempre precedute da una domanda di liquidità di portata tale che le banche non sono in grado di soddisfarla: le 124 crisi sistemiche registrate nel mondo tra il 1970 e il 2007 hanno tutte avuto origine dalle banche e dal debito bancario – senza debito bancario, le crisi sistemiche non esisterebbero (Gorton, 2012). Come noto, la crisi del 2007 non è partita dalla corsa alla conversione della moneta (la fonte delle crisi dell'800) o dalla corsa agli sportelli per prelevare i depositi (fonte delle crisi fino all'assicurazione dei depositi): è stato un silenzioso ed inosservabile ritiro di liquidità nel mercato monetario a danno di soggetti “non banche”. La crisi ha rivelato che le autorità di regolamentazione (e gli economisti) non avevano colto la nuova configurazione che aveva assunto il sistema monetario, quali imprese fossero da considerarsi “banche” e quali tipi di debito “moneta”. Non ci si era reso conto che i pronti contro termine e i titoli cartolarizzati depositati a garanzia sono moneta, anzi, le principali forme di moneta che hanno subito la corsa ai prelievi nel 2007/8. A correre ai prelievi non furono i depositanti, ma gli investitori istituzionali; a subire i riscatti non furono le banche commerciali, ma le *dealer bank*. Il sistema finanziario *ombra* è stato l'origine della crisi sistemica del sistema bancario *visibile*. Non si può dimettere o liquidare il sistema finanziario *ombra*, basato sull'innovazione finanziaria e il soddisfacimento dei bisogni dei clienti. Deve però essere messo in condizioni di non nuocere.

Ebbene, come è stato rilevato nella “Relazione sull'analisi d'impatto” allegata alla Consultazione in oggetto, i capitali raccolti dalle 9 grandi cooperative definiscono un perimetro del sistema tale da configurarsi a tutti gli effetti come uno *shadow banking* di dimensioni comparabili a quelli dei principali



gruppi bancari italiani che operano su base nazionale.

Le osservazioni fin qui avanzate sono state volte a limitare i rischi sistemici nel sistema cooperativo, senza intaccare la loro struttura societaria ed autorizzava.

Un intervento ben più inciso, sarebbe quello di prescrivere la scissione societaria dell'attività di intermediazione finanziaria (raccolta e impiego di capitale) da quella istituzionale "non finanziaria". Alle newco società finanziaria si applicherebbero così tutti i presidi già esistenti di supervisione dell'intermediazione finanziaria; la seconda, ritornerebbe a focalizzarsi sulla sua missione originaria, ritornerebbe così una società cooperativa a tutti gli effetti.

In ogni caso, con o senza riforma strutturale, la crisi sistemica avverrà.

#### Sezione IX – Social lending

La regolamentazione in consultazione è volta a limitare l'estensione del *social lending* in Italia attraverso: i) l'esclusione dal novero della "raccolta di risparmio" solo l'acquisizione di fondi su base personalizzata o presso intermediari finanziari vigilati; ii) la limitazione dell'importo raccolto.

Sotto il primo punto, la disciplina sembra ignorare totalmente l'esistenza di operatori, domiciliati all'estero, che gestiscono siti internet che raccolgono fondi da risparmiatori, ovunque residenti nel mondo, a favore di prenditori parabancari attivi nel microcredito (le c.d. "banche di microcredito). A titolo di esempio, ci riferiamo a [www.kiva.org](http://www.kiva.org) e [www.babyloan.org](http://www.babyloan.org). Per inciso, Kiva, con una raccolta minima pari a USD 25, ha raccolto fondi da 1,4 milioni di risparmiatori per complessivi USD 804 milioni, a favore di 305 prenditori in 83 Paesi nel mondo (con un tasso di rimborso del 98,42% (Fonte: sito web, data accesso: 17/01/2016); Babyloan, con una raccolta minima pari a € 10, ha raccolto fondi per complessivi € 4,5 milioni a favore di 26 mila beneficiari in 20 Paesi nel mondo (Fonte: sito web, data accesso 17/01/2016). La qualità di queste iniziative è indirettamente rilevabile dal numero e dalla quantità di capitale raccolto (a diverso titolo) per il proprio funzionamento da grandi imprese e istituzioni. Se finora tali iniziative web based sono nate all'estero, l'innovazione finanziaria e la libera iniziativa di impresa e cooperativa possono già oggi prendere piede in Italia, purché la normativa non sia eccessivamente restrittiva. A tal fine, la regolamentazione in parola dovrebbe essere estesa, aggiungendo un terzo caso al quinto comma, di esonero dal novero della raccolta di risparmio tra il pubblico:

**“– l'acquisizione di fondi effettuata tramite piattaforme internet based gestite da enti partecipati o promossi da banche o enti iscritti in associazioni internazionali tra operatori della finanza etica o dell'alternative banking. Ai**





UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
DI PADOVA



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PARMA

Con ossequio.

Italia, li 17 gennaio 2016.

Prof. Alberto Lanzavecchia

Prof. Giulio Tagliavini