

RAPPORTO SULLA TUTELA DEL RISPARMIO FINANZIARIO IN ITALIA

a cura di

**PIETRO ALESSANDRINI, GABRIELE BARBARESCO
MICHELE FRATIANNI, PAOLO SAVONA**

con la collaborazione di
MARIANNA ASTORE

un commento di
VITTORIO SANTORO

e un contributo di
GINEVRA CERRINA FERONI

cesifin on line

Colloquia
8/2017

www.cesifin.it



9 788898 742141

COLLOQUIUM n. 8

Con questa pubblicazione riprende la serie COLLOQUIA, avviata nel 1998 da Alberto Predieri e Paolo Savona sui temi del sistema finanziario internazionale.

www.cesifin.it

© 2017 Fondazione CESIFIN Alberto Predieri

ISBN 978-88-98742-14-1

Cesifin on line
Serie Colloquia
Giugno 2017

RAPPORTO SULLA TUTELA DEL RISPARMIO FINANZIARIO IN ITALIA

Indice

RAPPORTO SULLA TUTELA DEL RISPARMIO FINANZIARIO IN ITALIA	7
LA TUTELA DEL RISPARMIO IL PUNTO DI VISTA DI UN GIURISTA Vittorio Santoro.....	29
FUNZIONI ECONOMICHE DEL RISPARMIO PER IL BUON FUNZIONAMENTO DELL'ECONOMIA Pietro Alessandrini.....	39
PROFILI STORICI SULLA TUTELA DEL RISPARMIO IN ITALIA Marianna Astore.....	53
BANCHE SENZA MERCATO O MERCATO SENZA BANCHE? Gabriele Barbaresco.....	61
IT IS TIME TO SEPARATE MONEY BANKS FROM CREDIT BANKS IN ITALY Michele Fratianni.....	109
LINEAMENTI DI UNA RIFORMA CHE TUTELI IL RISPARMIO IN ITALIA Paolo Savona.....	125
IL RISPARMIO IN CIFRE. UN BREVE REPERTORIO DI DATI STATISTICI Pietro Alessandrini - Marianna Astore.....	137
SINTESI DAL VOLUME TUTELA DEL RISPARMIO E VIGILANZA SULL'ESERCIZIO DEL CREDITO. UN'ANALISI COMPARATA Ginevra Cerrina Feroni.....	145
GLI AUTORI	151

RAPPORTO SULLA TUTELA DEL RISPARMIO FINANZIARIO IN ITALIA

Il problema della tutela del risparmio nasce insieme al problema della tutela della proprietà privata, uno dei quattro fondamenti del sistema delle libertà individuali (gli altri sono il diritto alla vita, al pensiero e alla sua espressione, all'eguaglianza)¹. La datazione del problema va indietro di millenni nella storia dell'umanità. Secondo Rousseau esso nasce quando il primo uomo disse "questo è mio" e, non solo nessuno si oppose, ma iniziò un lungo iter "filosofico-politico" per impedire che la difesa della proprietà fosse affidata alla sola forza, incorporando il diritto al possesso di beni in leggi che lo Stato ha il dovere di fare rispettare. Il dibattito che ha accompagnato questo progresso civile ha messo in evidenza valutazioni opposte tra chi ha sostenuto la piena legittimità della proprietà e chi l'ha completamente negata².

I risparmi vivono di luce propria, ma non possono essere disgiunti dagli investimenti che con essi formano un binomio inscindibile con due contenuti: uno reale e l'altro finanziario, che sono tra loro in un rapporto di reciproca dipendenza; infatti il risparmio alimenta gli investimenti e questi il risparmio³. Ciascun contenuto presenta problematiche sue proprie, ma se si pensasse al risparmio privo di una contropartita di investimenti, l'accumulo di ricchezza perderebbe gran parte del suo significato economico e sociale. Si avrebbe soltanto un accumulo di scorte invendute, come ha dimostrato Keynes, che vengono conteggiate come investimenti, ma non sono investimenti produttivi. La tutela legale dei due contenuti trova fondamento logico e pratico nel ruolo propulsivo che esercitano il risparmio e l'investimento sulla crescita dell'economia reale e sul benessere dei cittadini, in ultima analisi sul sistema della convivenza civile⁴. Questo lavoro ritiene degne di considerazione le istanze sia di tutela del risparmio, sia degli investimenti produttivi, purché il loro rispettivo perseguimento venga guidato dal

¹ Il luogo classico sono gli scritti di JOHN LOCKE e di IMMANUEL KANT, ma esiste una immensa distesa di scritti. Questi due autori lo hanno esaminato da più punti di vista, ma i lavori più citati sono rispettivamente *Due trattati sul Governo*, 1690, e *Risposta alla domanda: che cos'è l'illuminismo?*, 1784.

² Cfr. JEAN-JACQUES ROUSSEAU, *Discorso sull'origine e i fondamenti della disuguaglianza tra gli uomini*, 1754, e PIERRE-JOSEPH PROUDHON, *Che cos'è la proprietà?*, 1840.

³ Si veda in proposito una più dettagliata analisi del significato di questa inscindibilità nel lavoro di preparazione per questo Rapporto condotto da PIETRO ALESSANDRINI riportato nel suo *Funzioni economiche del risparmio per il buon funzionamento dell'economia*, in questo volume.

⁴ Questo tema è esaminato nel lavoro di PAOLO SAVONA intitolato *Dalla fine del laissez-faire alla fine della liberal-democrazia. L'attrazione fatale per la giustizia sociale e la molla di una nuova rivoluzione globale*, Soveria Mannelli, Rubbettino, 2016.

plurimillenario principio dell'*est modus in rebus*⁵.

Questo *Rapporto* si prefigge di analizzare solo una minima parte dell'ampia problematica che solleva il binomio risparmio-investimenti come generatore di ricchezza; si sofferma soprattutto dal lato delle istituzioni poste al servizio e a presidio del funzionamento del mercato monetario e finanziario, riferendosi in modo specifico al trattamento normativo che il tema ha ricevuto in Italia⁶.

Nell'ordinamento giuridico italiano la tutela del risparmio ha rilevanza costituzionale, unitamente al rispetto del pareggio di bilancio pubblico⁷. Entrambi questi aspetti non hanno però ricevuto una considerazione adeguata nelle scelte normative ordinarie e nelle politiche che si sono susseguite in materia. La nostra Costituzione tutela anche la fonte primaria della proprietà, gli investimenti, ma nelle forme più ampie dell'intrapresa produttiva, che viene però sottoposta ai vincoli imposti dall'interesse sociale. Va detto che quest'ultimo è stato in costante espansione dal dopoguerra gettando le sue ombre anche sul risparmio finanziario⁸.

⁵ Il principio è stato enunciato da Orazio nei suoi *Sermones* del 35 a.C.

⁶ Il lavoro curato da GABRIELE BARBARESCO in preparazione di questo *Rapporto* (*Banche senza mercato o mercato senza banche?*, in questo volume, offre un quadro di quale sia l'*habitat* istituzionale entro cui il sistema dei pagamenti e del credito si sono trovati a operare e tuttora operano. Una breve sintesi dell'evoluzione storica del trattamento istituzionale del binomio risparmio monetario e finanziario/credito in Italia si rinviene nel lavoro di MARIANNA ASTORE, sempre curato per questo *Rapporto*, intitolato *Profili storici sulla tutela del risparmio in Italia*, in questo volume. Sul tema esistono una serie di scritti che esaminano lo stato delle banche e dei regolamenti che le riguardano. Cesifin ha da tempo tenuto sotto attenzione l'evoluzione della normativa: si vedano i lavori curati da GINEVRA CERRINA FERONI, *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata* (2011) e *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive* (2012), Torino, Giappichelli. Segnaliamo per la completezza e la qualità dell'esame condotto, la raccolta curata dalla rivista *Analisi giuridica dell'economia* sotto il titolo *Banche in crisi. Chi salverà i depositanti*, a cura di R. LENER - U. MORERA - F. VELLA, n. 2, 2016.

⁷ Art. 47. *La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.*

Art. 81. *Lo Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. Il ricorso all'indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico [...] Ogni legge che importi nuovi o maggiori oneri provvede ai mezzi per farvi fronte.*

⁸ Art. 41. *L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali.*

Art. 42. *La proprietà è pubblica o privata. I beni economici appartengono allo Stato, ad enti o a privati. La proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge, che ne determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale e di renderla*

Negli accordi europei l'obiettivo del pareggio di bilancio ha avuto più rilevanza della tutela del risparmio; questa politica ha orientato le scelte più recenti dell'Italia. La recente riforma degli Schemi di garanzia dei depositi e delle forme di risoluzione delle crisi bancarie è ispirata al principio di non far gravare sui cittadini gli oneri relativi; la finalità è encomiabile, anche se gli interventi effettuati dopo la crisi finanziaria del 2008 in tutti i paesi smentiscono la serietà dell'obiettivo perseguito. Questa normativa espone i cittadini al rischio che paghino comunque in altre forme i costi delle crisi bancarie, compresi quelli causati dagli errori commessi dagli organi di controllo e dalle autorità di politica economica delle cui responsabilità intendono disfarsi con le due riforme. I costi ricadono comunque direttamente o indirettamente sulla collettività perché lo Stato è comunque chiamato a intervenire per evitare conseguenze peggiori, come testimoniano i danni causati al mondo dalla decisione di lasciar andare fallita la Lehman Brothers negli Stati Uniti.

Gli accordi internazionali stipulati dall'Italia hanno posto un vincolo esterno alla rilevanza dell'interesse sociale al quale la nostra Costituzione aveva assegnato rilevanza giuridica, imponendo un regime di mercato libero e competitivo, con regole stabilite sempre più a livello sovranazionale (IMF, GATT-WTO, UE, BCE). Questo è stato fatto attraverso forme di democrazia indiretta e senza una verifica di congruità al dettato costituzionale, che però lo consentiva dato che il popolo non può essere chiamato ad approvare o respingere gli accordi internazionali. Tutto ciò nonostante i fondamenti moderni della convivenza civile impongano l'obbedienza alla legge (*the rule of law*) purché essa sia risultato della sovranità popolare e non più di quella dei gruppi dominanti. L'organizzazione della società si fonda sul principio che l'uomo è governato da leggi e non da uomini⁹.

Ricordiamo questo *status* istituzionale per indicare la coscienza che il binomio risparmio-investimenti qui esaminato si cala nella complessità della base normativa che si è andata strutturando nel tempo, dove il mercato tende a influenzare pesantemente gli equilibri tra i poteri dello Stato e quelli della democrazia. Le contraddizioni andavano maturando da tempo, ma vanno esplodendo ai giorni nostri (Brexite, Siria, Russia, Turchia, Stati Uniti ecc.).

La dimensione del fenomeno finanziario ha raggiunto in tutto il mondo

accessibile a tutti. La proprietà privata può essere, nei casi preveduti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale. La legge stabilisce le norme ed i limiti della successione legittima e testamentaria e i diritti dello Stato sulle eredità.

Art. 43. A fini di utilità generale la legge può riservare originariamente o trasferire, mediante espropriazione e salvo indennizzo, allo Stato, ad enti pubblici o a comunità di lavoratori o di utenti, determinate imprese o categorie di imprese, che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio ed abbiano carattere di preminente interesse generale.

⁹ Si veda ancora il testo di Kant citato.

dimensioni tali da rivestire un'importanza strategica nei processi di crescita reale e nel benessere sociale. La trasmissione degli effetti di un qualsiasi problema, risolto o irrisolto, è diventata una caratteristica che interessa l'intero pianeta e trova la sua espressione sintetica nel termine "globalizzazione"; con essa le difficoltà di governo aumentano di pari passo con le reazioni contrarie e le implicazioni, come le immigrazioni illecite. Gli effetti della Grande recessione globale seguita alla crisi americana esplosa nel 2008 e quelli in corso di un ritorno degli interessi all'interno degli Stati-nazione westfaliani forniscono una significativa testimonianza della rilevanza del problema.

La relazione tra risparmi e investimenti reali è il cuore pulsante dell'economia di mercato e del benessere sociale. Le diverse forme monetarie e finanziarie che precedono e seguono il formarsi di queste due macro variabili forniscono l'ossigeno indispensabile al loro realizzarsi¹⁰. Il risparmio finanziario è protetto dal successo degli investimenti e questi resi possibili dall'afflusso di risparmio, generato a sua volta dal prodotto generato dal loro incontro. Tra le due macro variabili considerate in termini reali vi può essere uno squilibrio, indicativo di un eccesso o difetto di domanda privata sull'offerta interna di beni e servizi. Nell'aggregato, questo squilibrio si annulla per la presenza degli scambi internazionali e dell'intervento statale sulla crescita dell'economia reale e sul benessere dei cittadini. Il livello più o meno elevato al quale questo equilibrio aggregato si realizza può essere influenzato da molte variabili, tra le quali svolgono un ruolo primario taluni parametri, come la propensione al consumo e quella alle importazioni della collettività, a loro volta influenzati dal rischio "percepito" dai risparmiatori e dal grado di incidenza delle imposte e tasse¹¹.

In Italia (come altrove) esistono diverse tassazioni dei redditi da investimenti del risparmio e dello *stock* di ricchezza che esaltano o attenuano l'uso delle diverse forme offerte sul mercato. Manca un disegno chiaro degli obiettivi che si intendono perseguire con la tassazione e le scelte non sono sempre orientate allo scopo di stimolare la crescita reale e l'occupazione, come si dovrebbe, ma sovente a quello di raggiungere una migliore eguaglianza sociale che trova migliore accoglienza presso la pubblica opinione. Ottenere simultaneamente la tutela dello sviluppo e l'eguaglianza distributiva è una *mission impossible*, che comunque è costantemente perseguita dalla sempre più ampia legislazione

¹⁰ I fondamenti di questa relazione si hanno in JOHN MAYNARD KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, 1936, e JAN TINBERGEN, *Sulla teoria della politica economica*, 1952, nonché la prima parte del discorso di accettazione del Nobel 1991 di Ronald Coase sotto il titolo *Sull'economia e gli economisti* (IBL Libri, Milano 2016). Va sottolineato che l'interpretazione delle idee di Coase in chiave di funzionamento delle imprese che gestiscono moneta e finanza rispetto al loro mercato non è stata mai fatta.

¹¹ Per questa relazione complessa tra macro variabili si veda ancora la memoria di Pietro Alessandrini, già citata.

sociale entrando in contrasto con le forze del mercato interno e globale, nonché con la Costituzione vigente come già rilevato. Tra le due istanze esiste un nesso inscindibile che sconsiglierebbe di assegnare una predominanza all'una o all'altra e suggerirebbe invece di seguire il suggerimento ricordato di Orazio che esiste un modo ordinato nel condurre le cose. Il rispetto di questo principio manca in Italia, ma anche nel resto del mondo, perché di tempo in tempo si pende da una parte o dall'altra del dilemma.

Altra *mission impossible* è quella segnalata da Hyman Minsky che ha messo in evidenza che le scelte istituzionali e quelle di politica economica sono al servizio di due padroni: la necessità di tutelare dai rischi il risparmio-ricchezza e lo stimolo dello sviluppo reale attraverso investimenti inevitabilmente rischiosi¹². A tal fine, oltre a necessitare un assetto giuridico che consenta un equilibrio tra le due istanze, la politica economica deve applicare almeno uno strumento per il raggiungimento di ciascun obiettivo, secondo un ben noto principio logico-matematico¹³. Nelle scelte pubbliche per la tutela del risparmio l'attribuzione non viene specificata; o, se lo è, viene indicata in modo congiunto, incappando nell'errore indicato, che è sovente risultato di politiche ambiziose che fanno promesse contraddittorie con la realtà da affrontare.

La relazione tra risparmi e investimenti reali si complica per il coinvolgimento del credito, uno strumento indispensabile per la crescita. Le tre variabili sono in stretta relazione e hanno come base comune un rapporto intertemporale, che comporta una scelta compiuta nel presente, i cui risultati si avranno nel futuro. Il fattore intertemporale comporta l'inevitabile assunzione di rischi, che aumentano al crescere dell'instabilità economica. Le organizzazioni dedite al credito hanno il compito di scegliere l'imprenditore capace; altrimenti opera una legge di Gresham come per la moneta: l'imprenditore cattivo scaccia il buono, inquinando il funzionamento dell'intera economia. Il rischio per il risparmio in forme monetarie e finanziarie che si pone al servizio del credito nasce sia dall'ordinaria attività economica, con i suoi cicli e le sue modifiche di struttura, sia dagli abusi da parte degli intermediari che gestiscono la raccolta e l'impiego, e sia dall'intensità degli *animal spirit* degli investitori che tracimano in *moral hazard* se non incontrano limiti posti dal comportamento delle banche e dagli altri operatori finanziari. Il mercato ha creato nel tempo strumenti adatti a ogni fattispecie di credito e le autorità pubbliche di controllo hanno inseguito lo stesso obiettivo, senza però

¹² Su questo tema Minsky è tornato più volte, ma lo scritto normalmente citato è *Issues in Bank Regulation and Supervision*, in *Hyman P. Minsky Archive*, paper no. 72, 1994. Il lavoro preparatorio a questo Rapporto curato da Michele Fratianni sotto il titolo *It is time to separate money banks from credit banks in Italy*, in questo volume, offre una chiara esplicitazione del problema della nascita del rischio per il sistema dei pagamenti.

¹³ Questa è anche ricordata in politica economica come "Regola di Tinbergen".

trovare una risposta soddisfacente per il trasferimento del rischio sui risparmiatori. Anzi tenta di spostarli sempre più su di loro qualsiasi sia l'origine. I paesi e il mondo sono afflitti da crisi bancarie e finanziarie periodiche, molto più di quanto non lo siano per gli andamenti reali, tanto da indurre una nutrita schiera di economisti a sostenere che gli squilibri dell'economia nascono dal funzionamento del settore monetario e finanziario e non da quello reale, come da altri sostenuto.

Comunque la si pensi sulle origini delle crisi, il controllo del rischio è pertanto l'oggetto principale della tutela del risparmio che dipende dai modi in cui viene gestito il credito nelle sue diverse forme, diretto o intermediato, privato e pubblico. La tutela del risparmio richiede pertanto una particolare attenzione nella messa a punto delle tecniche di valutazione del merito di credito e delle regolamentazioni pubbliche in materia, i cui errori generano talvolta ulteriori rischi rispetto a quelli generati dai comportamenti dei privati.

La problematica del rischio si presenta molto ampia, ma in questo lavoro vengono esaminati solo alcuni aspetti: 1. la disponibilità di buone informazioni; 2. le relazioni tra i motivi dell'accumulo di risparmio e lo strumento usato; 3. le tipologie introdotte per i diversi strumenti di investimento.

Le *informazioni* sono lo strumento necessario al risparmiatore per effettuare le sue scelte al fine di assumersi le relative responsabilità. Si ritiene che molte crisi siano rese possibili a causa dell' "ignoranza finanziaria" del risparmiatore senza specificare se questo *status* è dovuto a chi investe il risparmio o a chi ha il dovere di dare informazioni, sia esso il prenditore a prestito o le autorità di controllo. Poiché procurarsi informazioni costa tempo e denaro, e richiede preparazione professionale, non è pensabile che la loro disponibilità possa svolgere un'efficace prevenzione delle crisi e richieda quindi l'attivazione di uno strumento di garanzia *ex-post*.

Fin qui, abbiamo racchiuso nel concetto di impiego del risparmio sia i mezzi di pagamento (moneta circolante e depositi a vista), sia il risparmio destinato a trasformarsi in una delle forme conosciute di credito. Questa differenza sostanziale va tenuta distinta, a cominciare dal tema dell'informazione. Per i soli depositi la legislazione di origine europea ha stabilito che il possessore di 100 mila euro debba essere considerato per definizione "risparmiatore sprovveduto" delle conoscenze necessarie per valutare la capacità di rimborso dei risparmi in forma monetaria da parte delle banche a cui li affidano. Viene implicitamente riconosciuta l'asimmetria informativa a danno del depositante, che non può conoscere *ex ante* i rischi che la banca si assume sul fronte dei prestiti. Per tutte le forme di impiego del risparmio oltre il limite garantito per i depositi, salvo casi particolari di tutela, si presuppone che il risparmiatore si possa procurare le informazioni necessarie per scegliere, titolo su titolo, anche per importi modesti, e debba quindi accollarsi il rischio relativo di mancato rimborso. Egli può contare sulle autorità che vigilano sulla corretta informazione e sul rispetto della normativa in materia da parte dei gestori e degli intermediari, ma non si deve perciò considerare immune da rischi

di perdita¹⁴.

In Italia, la vigilanza bancaria è stata esercitata dalla Banca d'Italia fino all'avvio di un parallelo organismo europeo, l'EBA; essa si svolge in forme molto pervasive, ma non esaustive. La Banca d'Italia svolge anche attività di controllo per le attività di credito in forme non bancarie, come quelle tipicamente finanziarie e i consorzi di garanzia crediti. La vigilanza sulle società finanziarie nelle diverse manifestazioni ideate dal mercato è esercitata dalla Consob, in forme meno invasive rispetto a quelle della Banca d'Italia, per la diversa struttura ispettiva a causa delle più modeste disponibilità di mezzi di cui dispone. Il problema della relazione tra pervasività della vigilanza e disponibilità di risorse è una componente importante per la tutela del risparmio, soprattutto nelle forme ispettive dirette, senz'altro le più efficaci se fatte bene¹⁵. La maggior parte dei controlli bancari e finanziari sono in forma documentale, sia nel corso della vita delle imprese che gestiscono o utilizzano il risparmio, sia all'atto delle nuove offerte di titoli. Sovente queste informazioni sono in forma non intellegibile (lunghe, in corpo piccolo e dense di termini tecnici) e, quindi, di scarsa utilità, se non proprio controindicate, dato che fungono da scarico di responsabilità per le autorità. Il mercato ha anche creato un "suo" sistema di vigilanza con le società di *rating*, sulla cui utilità l'esperienza non si è mostrata sempre positiva; nella recente crisi ha avuto un ruolo drammaticamente negativo attribuendo *rating* massimi a titoli derivati che incorporavano i *subprime credit*.

Sul tema dell'informazione, vi è un problema particolare, molto delicato, la cui soluzione va posta alla base del tentativo corrente di responsabilizzare totalmente i risparmiatori. Non tutte le informazioni di cui le autorità vengono in possesso o che si possono procurare esercitando i poteri che la legge attribuisce loro vengono messe a disposizione del pubblico, facendo nascere un problema di un'equa ripartizione delle responsabilità di vigilanza in caso di fallimento delle unità operative, nonché della ripartizione degli oneri che comporta la tutela. Questo è uno dei punti più delicati e irrisolti della legittimità del trasferimento dell'intero

¹⁴ Nel lavoro già citato, Gabriele Barbaresco offre un quadro ampio dei problemi di vigilanza collegandoli alla filosofia di mercato che ha ispirato la fase di più stretto controllo, quella di maggiore fiducia nelle capacità di autoregolazione e quella attuale nuovamente orientata ai controlli "stratificati" che scoraggiano la concessione di credito.

¹⁵ In un recente intervento all'Interbank Symposium tenutosi a New York l'11 gennaio 2017, William Dudley, Presidente e CEO della Federal Reserve di New York, sotto il titolo di *Culture Imperative*, sostiene che "quando il problema è culturale, qualsiasi soluzione proviene dall'interno delle imprese. È compito pubblico stabilire e far rispettare le regole, ma esse trovano limiti impliciti nel plasmare i comportamenti". Vi sono ragionevoli motivi per ritenere che è una illusione attendersi che le buone pratiche provengano dalla coscienza dell'uomo. Le regole dovrebbero indurre buoni comportamenti, come la filosofia che ispirava l'ordoliberalismo. Forse si è studiato poco il problema.

onere dei rischi gravanti sul risparmiatore che la legislazione europea si è prefissa di attuare con le direttive in materia di tutela dei depositi e di risoluzioni delle crisi bancarie alle quali abbiamo già fatto cenno. In materia si sarebbe dovuta seguire una linea pragmatica come quella decisa per il possesso di depositi, riconoscendo che lo Stato debba intervenire secondo la relazione esistente tra l'informazione posseduta dalle autorità e quella resa disponibile per motivi di cautela, nonché rispetto a quella che il risparmiatore era in condizione di procurarsi. Un trattamento specifico va quindi dedicato al problema della ricordata usufruibilità delle informazioni in possesso delle autorità e delle responsabilità connesse.

Per affrontare il tema dei *motivi* che inducono a compiere scelte di impiego del risparmio e gli strumenti usati occorre partire dalla distinzione di tre tipologie di strumenti¹⁶:

- i mezzi di pagamento (termine più adeguato per definire la moneta),
- le attività finanziarie primarie (partecipazioni al capitale, titoli di debito, assicurazioni),
- i contratti derivati dalle forme primarie.

Mezzi di pagamento. Essi sono lo strumento che consente l'attuazione degli scambi in forma diversa dal baratto e l'assolvimento dei debiti avente valore liberatorio legale. Essi svolgono anche la funzione ben più ampia di misura dei valori (il numerario), che trascina la ampia e ben nota problematica dell'inflazione e delle relazioni con la crescita reale, ben presente ma non espressamente esaminata in questo lavoro¹⁷. Nel 1936 Keynes ha introdotto la distinzione tra domanda di moneta per motivi di negoziazione (*transaction motive*), speculativi (*speculative motive*) e precauzionali (*precautionary motive*). La prima è strettamente legata agli scambi; la seconda opera nel caso in cui il detentore di moneta dispone di previsioni sugli andamenti dei tassi dell'interesse sulle forme di risparmio alternative e la terza invece si manifesta di fronte all'impossibilità di fare previsioni sui tassi di fronte alle incertezze sul futuro. L'uso dei mezzi di pagamento deve essere garantito in termini nominali. A tal fine è stato creato un meccanismo di tutela dei depositi, che però non assolve al compito in quanto l'onere di intervento grava sulle banche, incontrando vincoli oggettivi di applicazione.

Le *attività finanziarie primarie*, come la azioni e partecipazione al capitale di rischio delle imprese e al debito complessivo dell'economia (privato e

¹⁶ Su questo tema così ampio e tecnicamente complicato si è cimentato nei lavori preparatori a questo *Rapporto* MICHELE FRATIANNI, nel suo *It is Time to Separate Money Banks from Credit Banks in Italy*, in questo volume.

¹⁷ Alcune ricerche sperimentali hanno accreditato l'ipotesi che il sistema dei pagamenti sia un indicatore efficace per leggere gli andamenti dell'economia reale, aggiungendo motivi per cui occorrerebbe isolare il sistema dai rischi di credito per non confondere questo suo potere esplicativo. Sulla validità dell'indicatore si veda in proposito V. APRIGLIANO - G. ARDUZZI - L. MONTEFORTE, *Using the Payment System Data to Forecast the Italian GDP*, mimeo 2017.

pubblico), completano il quadro del ruolo centrale che esso svolge nello sviluppo dell'economia e del benessere sociale; esso soddisfa l'istanza di trasferire nel tempo il potere di acquisto accumulato dai risparmiatori nella forma di credito da essi vantato nei confronti del debitore nelle diverse forme che esso assume¹⁸. La valutazione del rischio svolge un ruolo centrale in questo meccanismo ed è pertanto il problema da affrontare per la protezione del risparmio da parte dei suoi gestori.

Gestore puro: va considerato tale se tra creditore-risparmiatore e debitore-gestore esiste una relazione diretta a seguito dell'incarico ricevuto di gestire al meglio il risparmio, come il caso dei Fondi comuni o Società di gestione nelle diverse forme, ivi incluse le riserve matematiche delle assicurazioni¹⁹. Chi presta questo servizio deve operare in modo del tutto indipendente dai concedenti credito bilaterale (ad esempio banca-debitore), pur essendo gestori indiretti del credito poiché acquistano titoli negoziabili sul mercato. Il servizio prestato dai gestori puri deve riguardare la raccolta di informazioni circa il rischio che corre il risparmio a essi affidato, nonché una sua diversificazione tra le varie attività e la cura del rendimento. In breve questi gestori devono sapere ottimizzare il rapporto rischio/rendimento dei portafogli gravando con costi competitivi nei servizi prestati. Per garantire che i gestori offrano questo servizio, i risparmiatori devono poter contare sull'opera di un organo pubblico di controllo e potersi avvalere di consulenti privati indipendenti.

Intermediari: vanno considerati tali se tra creditore-risparmiatore e debitore-beneficiario del credito si frappone un'altra unità giuridica, creando un debitore intermedio prima di quello finale (ad esempio una banca o una società finanziaria). In questo caso la tutela del risparmio richiede specifiche configurazioni istituzionali. Poiché il creditore risparmiatore non conosce il debitore finale (chi riceve il credito), ma solo l'intermediario che lo gestisce, quest'ultimo è tenuto a svolgere un compito importante che ne legittima il ruolo: valutare il merito di credito, ossia la capacità di suo rimborso. La responsabilità del rimborso al creditore primario, il risparmiatore, dipende dalla capacità dell'intermediario, allo stesso tempo debitore e creditore delle forme di risparmio, di ottenere a sua volta il rimborso da parte del debitore finale. Anche nei rapporti con questi intermediari, la figura dei

¹⁸ Vedi ancora la memoria preparatoria di Pietro Alessandrini.

¹⁹ Il problema delle assicurazioni richiede un esame tecnico particolare nell'intento di assegnare alla gestione delle riserve matematiche lo stesso regime dei gestori puri, tenendola distinta dalla gestione dei rischi assunti a vario titolo (a seguito della copertura garantita e dell'eventuale concessione diretta di credito. In attuazione, l'imposizione di coefficienti di investimento delle riserve matematiche da parte delle autorità diviene anacronistico.

consulenti indipendenti è di grande utilità per i risparmiatori e di supporto per le autorità di vigilanza²⁰.

Borse valori: nell'economia moderna l'intermediazione di risparmio che avviene nelle borse valori viene considerata un aspetto altamente desiderabile perché offre un servizio indispensabile per il buon funzionamento e la crescita dell'economia produttiva, la raccolta di capitali in varie forme. Inoltre le borse valori garantiscono la liquidabilità dell'investimento per titoli virtualmente senza scadenza temporale, come le azioni, o con scadenze eccedenti il breve termine. Un titolo facilmente liquidabile vale più (cioè rende meno) di uno che non lo sia. Un ulteriore vantaggio è che gli operatori di borsa possono arbitrare tra le differenze di valore effettive, ma soprattutto in quelle attese, con la controindicazione che in borsa si può speculare influenzando in un qualche modo le quotazioni.

Le forme finanziarie derivate: esse si collocano sulla frontiera del risparmio, ma vanno considerate per gli effetti che esse hanno sulla gestione del rischio che riguarda da vicino le forme primarie. La categoria assomma situazioni simili a quelle del gestore puro e delle gestioni intermedie, con qualche contenuto monetario presente in alcuni contratti. Fino alla crisi americana del 2008, questi operatori non erano soggetti a regolamentazione (mercati OTC-Over the Counter, fuori dei mercati ufficiali) e chi vi accedeva si assumeva a pieno le responsabilità. Successivamente sono state introdotte alcune limitazioni all'attività, ma il problema della tutela del risparmio che vi affluisce resta sostanzialmente ai margini dei compiti delle autorità di controllo.

Ciascuna forma di investimento e natura dell'operatore trascina problemi specifici di tutela del risparmio che possono essere racchiusi nel compito di fissare le regole dell'uso del risparmio per garantirne il rimborso nei tempi convenuti e l'usufruità dello stesso per promuovere lo sviluppo, ossia servire i due padroni di Minsky e limitare i costi di transazione di Coase²¹.

²⁰ Esiste in Italia un albo dei consulenti e promotori finanziari tenuto dalla Consob, che accoglie anche i consulenti indipendenti. Nelle norme di attuazione in corso di definizione, sembrerebbe che chi ha avuto rapporti con le banche per un lungo periodo verrà iscritto d'ufficio come indipendente, una trasformazione di per sé dubbia, mentre chi ha agito in modo indipendente dovrà sostenere un nuovo esame per l'iscrizione. È palese l'evoluzione gattopardesca del tutto cambia, affinché nulla cambi. È auspicabile che la Consob non permetta questa distorsione e segua invece l'effettiva indipendenza dei vecchi collaboratori.

²¹ Come si è già ricordato, sul tema si è cimentato soprattutto il Nobel Ronald H. Coase sottolineando che i costi di transazione impliciti nell'organizzazione di impresa, quindi anche delle banche, sono tali che, se non si analizzano simultaneamente le finalità perseguite dal mercato e quelle delle unità che in esso operano, si perdono di vista importanti componenti del funzionamento dell'economia.

La distinzione tra esigenze e forme di protezione dei mezzi di pagamento dalle altre forme di impiego del risparmio è il primo passo per un'efficace tutela dei possessori di queste due forme di moneta e finanza. La soluzione individuata è l'attuazione di due forme bancarie: la *money-bank* e la *credit-bank*; la prima gestisce il sistema dei pagamenti e la seconda quello del credito²². Esse svolgono due funzioni parimenti importanti per la crescita reale e gli investimenti, fondamento della tutela del risparmio: la prima, quella di servire gli scambi; la seconda, quella di servire l'accumulazione di capitale produttivo. Due strumenti per due obiettivi da tenere distinti se non si desidera che la loro simbiosi nuoccia entrambe le finalità di garantire la certezza dei mezzi di pagamento e la disponibilità del credito, come accaduto anche di recente e tuttora incombe negli andamenti dell'economia.

Dal momento in cui si è diffusa la forma cartacea della moneta in sostituzione di quella metallica, la "creazione" monetaria è stata affidata ai privati, con gli Stati che hanno mantenuto il monopolio delle forme primarie in circolazione (il "contante" in forma metallica e cartacea) e si sono assunti il dovere di controllarne le quantità complessive per evitare che queste si riversassero sugli andamenti dei prezzi, al fine di proteggerne il potere di acquisto. Per questo compito si sono avvalsi di organi appositamente creati chiamati inizialmente istituti di emissione e, in seguito, banche centrali²³. La moneta in circolazione e quella creata dagli enti delegati hanno assunto il nome di base monetaria (*high powered money*), che viene moltiplicata attraverso il rientro dell'uso del credito concesso sotto forma di depositi bancari o altre forme. Attraverso queste operazioni si trasferisce il rischio da esse implicato sui mezzi che il risparmiatore accumula per soddisfare i suoi bisogni di pagamento, che invece dovrebbero restarne immuni.

Nella sua *lecture* per il Premio Nobel, Coase ricorda che l'unica considerazione nella letteratura economica dei costi di transazione fu evidenziata nella sua *Ricchezza delle nazioni* da Adam Smith, spiegando il grande guadagno di cui ha beneficiato un'economia basata sulla divisione del lavoro passando dal baratto

²² Su questo argomento si è intrattenuto in modo specifico Michele Fratianni, nel lavoro già citato per questo *Rapporto*. In letteratura il termine normalmente usato per indicare questa figura monetaria è *narrow-bank*, nel cui ambito la nostra *money-banks* presenta caratteristiche particolari non svolgendo funzioni di intermediazione, ma di mero servizio di pagamento per via telematica. In proposito segnaliamo un lavoro maturato in ambito IMF, *The Chicago Plan Revisited*, a cura di J. BENES - M. KUMHOF, IMF Working Papers WP, 12/202, 2012; G. PENNACCHI, "Narrow Banking", in *Annual Review of Financial Economics*, volume 4, 2012. Per una sintesi della problematica relativa al *narrow banking* si veda P. ALESSANDRINI, *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Bologna, il Mulino, 2015, 161-168.

²³ Cfr. M. FRIEDMAN - A. JACOBSON SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1897-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963, per la base monetaria interna e M. FRATIANNI - P. SAVONA, *La liquidità Internazionale. Proposta per una ridefinizione del problema*, Bologna, il Mulino, 1972, per la base monetaria internazionale.

allo scambio monetario. I due illustri economisti, tuttavia, non hanno considerato le due facce della stessa medaglia: se metti a rischio il sistema dei pagamenti i costi di transazione possono aumentare al di là del problema già individuato, quello dell'inflazione²⁴. Il contributo di Coase, tuttavia, è nell'aver sottolineato che le strategie delle imprese rispetto al ruolo svolto dal mercato libero non coincidono, causando costi di transazione che rendono meno efficiente la gestione delle risorse. Nel caso del credito il fenomeno si presenta rendendo meno efficace il meccanismo di trasmissione degli effetti della politica monetaria attraverso le banche, poiché le due strategie possono non essere coincidenti o gli strumenti usati non lo consentono. Il caso del *quantitative easing* della BCE che passa dal mercato dei titoli di Stato è un altro esempio di questa mancata coincidenza. Entrambi i casi si riflettono sulla tutela del risparmio.

Un'altra complicazione sulla strada della tutela nasce per il fatto che si usa lo stesso termine per indicare i depositi in conto corrente (usabili su domanda e, quindi, moneta vera e propria o M1), che dovrebbero fungere solo da mezzi di pagamento, e i depositi a tempo, che dovrebbero essere considerati una diversa forma di impiego del risparmio (che aggiunta a M1 determina l'aggregato monetario M2). Attualmente, almeno in Europa, la tutela opera in modo indistinto e la garanzia riguarda ogni forma, anche spuria di depositi, entro il limite di 100 mila euro per ogni banca (ossia la norma di protezione del depositante ha in sé la possibilità d'essere aggirata)²⁵.

²⁴ Ronald Coase così si esprime: "Conosco solo una parte dell'economia in cui i costi di transazione sono stati usati per spiegare un fondamentale andamento del sistema economico, ed è quella che riguarda l'evoluzione e l'utilizzo della moneta. Adam Smith sottolineò quali ostacoli al commercio possono emergere in un sistema economico in cui vi è divisione del lavoro, ma in cui tutti gli scambi devono assumere la forma del baratto. [...] Smith spiegò come questa difficoltà possa essere superata dal ricorso alla moneta. [...] Il vantaggio portato dall'utilizzo della moneta consiste in una riduzione dei costi di transazione".

²⁵ La direttiva europea sugli *Schemi di garanzia depositi* 2014/49/UE ha come obiettivi principali di uniformare la tutela dei depositanti in tutta l'Unione; di impedire prelievi di depositi dettati dal panico (la corsa agli sportelli) nei casi in cui una banca diventa insolubile e di contribuire alla stabilità finanziaria globale nel mercato unico. Essa introduce i seguenti cambiamenti alla normativa esistente: abbreviazione a 7 giorni del termine per i rimborsi entro il 2024; miglioramento delle informazioni fornite ai depositanti; creazione a carico delle banche di un fondo per interventi nelle banche in crisi pari allo 0,8% dei depositi garantiti.

Con regolamento UE/2014/806, pienamente operativo dal gennaio 2016, è stato introdotto il *Meccanismo di risoluzione unico* delle banche e delle società di intermediazione mobiliare (SIM) che prestano servizi che comportano l'assunzione di rischi in proprio (*Single Resolution Mechanism*, SRM), complementare al Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism* - SSM) con l'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria dell'area dell'euro mediante una gestione centralizzata delle procedure di risoluzione. È altresì prevista l'istituzione di un Fondo di risoluzione unico per il finanziamento degli interventi (*Single Resolution Fund*, SRF) alimentato dai contributi degli intermediari dei paesi dell'area dell'euro con un piano di

Come si è detto, il controllo del processo di moltiplicazione dei depositi è stato sottratto al potere dei consessi democratici e affidato alle banche centrali sulla base del principio fondamentale delle democrazie della *no taxation without representation*. L'affidamento si basa sull'ipotesi che la moneta crei inflazione, che agisce come una tassa occulta con effetti redistributivi asimmetrici sui cittadini, un compito che spetta agli organi democratici stabilire.

Le crisi bancarie dovute a errori nella valutazione del merito di credito, *moral hazard* dei *manager* bancari e dei prenditori a prestito o vere e proprie truffe trasferiscono sui mezzi di pagamento i rischi del credito, per la simbiosi che si viene a determinare all'interno di un sistema che è "al servizio di due padroni", come il dilemma del Truffaldino/Arlecchino di Goldoni: i bisogni di pagamento degli scambi e quelli di finanziamento degli investimenti. Una corretta tutela del creditore primario deve considerare le diverse funzioni svolte dagli strumenti usati, quella di permettere gli scambi e la sistemazione dei debiti (inclusi quelli pubblici per imposte e tasse) da quella di consentire il credito agli investimenti e finanziare consumi e scambi con l'estero.

Il sistema dei pagamenti è un "bene pubblico" catalogabile tra quelli la cui soddisfazione deve essere garantita dallo Stato. Gli sviluppi telematici, come la catena *blockchain*, consentono di avere un sistema dei pagamenti accessibile solo ai titolari della moneta, senza che operatori estranei si possano ingerire scaricando su di esso ogni rischio di credito. Ciò non implica necessariamente che lo Stato gestisca la base tecnica di questo servizio, ma che ne garantisca l'usufruità a rischio nullo e al minimo costo; oggi questa condizione non sussiste perché le banche gravano sulla gestione dei pagamenti i loro costi di gestione, rischi di credito inclusi, e caricano sui depositanti il profitto desiderato, la cui legittimazione dipende dalla capacità di valutare il merito di credito. Non a caso le banche stanno investendo risorse nella gestione del sistema dei pagamenti, dal quale traggono buoni rendimenti, invece di migliorare le tecniche di valutazione delle capacità gestionale e possibilità di mercato del beneficiario del credito. Ne consegue l'attenuazione, fino alla scomparsa, della funzione delle banche di valutatori del merito di credito e la loro trasformazione in *rentier* di un servizio di fatto gestito in forme monopoliste concesse dagli Stati.

Non vi è dubbio che le innovazioni tecnologiche del sistema dei pagamenti richiedano comunque una urgente riforma. Finora le innovazioni introdotte (come le carte di credito e l'uso *on line*) hanno mantenuto al centro del sistema il binomio Stato-banche, ma le monete telematiche o *cryptocurrency*, come

versamenti distribuito in 8 anni, senza utilizzo di denaro pubblico. Il provvedimento presenta molte lacune. Ad esempio, non viene definita la natura del deposito. Esistono alcune categorie che non hanno la caratteristica propria dei depositi bancari. Le banche in difficoltà usano "creare" depositi per sistemare pendenze giudiziarie, soluzioni accettate dalle controparti per poter godere della garanzia dei depositi in caso di fallimento delle banche debtrici.

i *bitcoin*, stanno espropriando il ruolo delle due istituzioni. Di queste monete se ne conoscono ormai numerose; Internet ne elenca 710, ma solo 26 sono di dimensione significativa. Le banche stanno muovendosi in questa direzione, mentre gli Stati mostrano per ora solo attenzione, anche se la Cina, gli Stati Uniti, la Svezia, Singapore, il Sud Africa e il Regno Unito stanno studiando con le loro banche centrali il passaggio dalla moneta cartacea a quella elettronica. Può anche darsi che questo sistema dei pagamenti lasciato alle banche abbia effetti positivi, ma può anche gettare le basi per una crisi di gravi proporzioni, di fronte alla quale quella dei derivati *subprime* diventerebbe un caso minore. Se entrasse in crisi questo sistema dei pagamenti telematico gestito dai soli privati a seguito di un attacco di *hacker* o di truffe o altro, che cosa dovrebbero fare le banche centrali (*alias* gli Stati)? Anche per questi motivi, la nostra proposta di passare alla moneta telematica sotto il controllo dello Stato, da noi avanzata per tutelare il sistema dei pagamenti dai rischi che corre venendo utilizzato per concedere credito o acquistare titoli, fornisce una risposta al dilemma.

Vi è inoltre un'altra implicazione. Se il sistema dei pagamenti passa sotto controllo pubblico per via telematica, anche se il servizio tecnico fosse gestito da società private come le banche, esso potrebbe essere contabilizzato in forme tali da ridurre il rapporto tra debito pubblico e PIL. Poiché l'ammontare di moneta "garantita" dalle banche che la possiedono ammonta a circa 800 miliardi di euro, il passaggio a un diverso regime istituzionale richiede un'attenta valutazione e gestione della fase di transizione per l'una e l'altra parte, ma presenterebbe grandi vantaggi dal lato della tutela dei mezzi di pagamento, della prevenzione dai rischi per l'espandersi della moneta telematica privata e del ridimensionamento di quelli riguardanti il debito sovrano²⁶. In questa sede, come per la moneta telematica, ci limitiamo a segnalare questo possibile utilizzo dello strumento.

In conclusione, occorre tagliare il "nodo gordiano" del rischio che grava sul sistema dei pagamenti a causa del funzionamento del sistema del risparmio-credito, rendendo il primo sicuro, ma senza remunerazione, e il secondo rischioso, ma remunerato, con i risparmiatori resi responsabili una volta dotati di informazioni sufficienti e corrette. Solo così essi possono chiedere in contropartita un rendimento senza incorrere in maggiori rischi di credito, che oggi viene praticamente negato con le operazioni di *quantitative easing* a tassi prossimi allo zero. È indispensabile creare due sistemi autonomi per servire i due padroni della stabilità monetaria e dello sviluppo reale.

La tutela del sistema di risparmio-credito, riguardante l'indebitamento dello Stato e dei privati, si dovrebbe concentrare sull'elaborazione di informazioni e

²⁶ La proposta è stata anticipata da Michele Fratianni e Paolo Savona in un articolo apparso su *Milano Finanza* dell'11 febbraio 2017 sotto il titolo "Una proposta per tagliare il debito pubblico e riformare le banche".

la loro messa a disposizione del risparmiatore. Anche per una corretta messa a punto di questa tutela occorre distinguere il ruolo svolto dal puro gestore del risparmio da quello dell'intermediario bancario/finanziario, da un lato, e dal mercato borsistico, dall'altro.

Il puro gestore del risparmio assume la responsabilità di procurarsi e vagliare le informazioni disponibili o quelle che si procura di sua iniziativa, esercitando queste funzioni in concorrenza con altri gestori. Il modo più efficace per assicurarsi che lo faccia correttamente è quella di permettere la remunerazione del suo servizio solo sulla base dei rendimenti ottenuti e non consentire di imporre commissioni a prescindere dai risultati, anche se negativi, come oggi accade; così facendo le gestioni finiscono con il concentrarsi sugli incassi garantiti, da cui tutti gli intermediari dipendono, facendo nascere un patto non scritto che crea una condizione monopolistica di fatto. È infatti più facile (e comodo) guadagnare dalle commissioni di quanto non sia dalla gestione degli investimenti con *yield sharing*. Anche per questa fattispecie istituzionale è necessaria una netta distinzione giuridica e gestionale rispetto agli altri intermediari del credito, particolarmente le banche, per evitare che i risparmi così raccolti divengano un fondo su cui scaricare i bisogni di raccolta ed errori di gestione del credito.

L'intermediario bancario o finanziario svolge invece un servizio più ampio e decisamente più importante rispetto al gestore puro del risparmio, perché ha il presidio del buon funzionamento dell'economia produttiva valutando il merito di credito. Il Governatore della Banca d'Italia Guido Carli ricordava spesso che il compito principale del banchiere era di svolgere la funzione di "magistrato del credito", ossia di colui che giudica la capacità dell'imprenditore di mettere a frutto il risparmio, scartando gli incapaci o i truffatori. La teoria economica convalida sul piano dell'etica di mercato la presenza di un intermediario che percepisce uno *spread* sui tassi dell'interesse sulla base della sua capacità di possedere informazioni asimmetriche, ossia migliori di quelle possedute dai singoli operatori o dal mercato. Il risparmio trova la sua garanzia nella capacità di rimborso del credito concesso nel buon svolgimento di questa funzione.

In linea di principio, come si sente sovente ripetere e come persegue l'Unione Europea, se non si intendono alimentare gestioni del risparmio caratterizzate da trascuratezza ed evitare il *moral hazard* e le truffe nel suo uso non deve essere permesso l'intervento pubblico di salvataggio, ma riconoscere la responsabilità congiunta del risparmiatore e degli intermediari creditizi. Il problema del rischio è ricondotto (o tentato di ricondurlo) a un rapporto tra risparmiatore e utilizzato dello stesso. Il primo problema che sorge da questo approccio è che si rifiuta di porre sullo stesso piano la responsabilità degli organi di vigilanza e di informazione, scaricando gli oneri causati sugli offerenti e domandanti risparmio. Chi affida i suoi fondi agli intermediari deve essere informato e cosciente del rischio che corre; ottiene in contropartita una migliore gestione generatrice di una maggiore remunerazione che dipende dal risultato delle scelte di portafoglio e di credito

dell'intermediario; quest'ultimo farà gravare sul risparmiatore i costi di valutazione del merito di credito, in aggiunta a quelli delle normali attività amministrative a corredo; ma per essere edotto ha bisogno di avere le stesse informazioni delle autorità di controllo e poter contare su un *burden sharing* delle responsabilità e degli oneri conseguenti, oggi rifiutata. Le garanzie prestate dai Fondi tutela depositi dispongono di esigue risorse e sono caratterizzate da scarsa funzionalità a causa dei vincoli che accompagnano il loro uso; le insolvenze gravano inoltre sui risparmiatori secondo una graduatoria di responsabilità delle diverse forme di raccolta bancaria (il *bail-in*) stabilite dalle direttive europee e approvate dall'Italia.

La tutela del risparmio al di là dei depositi richiede l'esistenza di un servizio pubblico che prevenga nei limiti del possibile gli errori, gli abusi e le truffe di ogni tipo, e sia dotato di risorse sufficienti che devono gravare sugli stessi risparmiatori e, solo in via straordinaria, su tutti i cittadini. Questo servizio si sostanzia nella raccolta e distribuzione delle informazioni, attraverso i dati disponibili e quelli che si può procurare esercitando i poteri a esso attribuiti, di vigilanza e di repressione a carico di chi gestisce malamente il risparmio. Compito difficile, ma non impossibile e, lo ripetiamo, con il coinvolgimento delle autorità per la copertura dei danni causati con la loro azione o le loro omissioni.

La trasformazione degli intermediari bancari e finanziari da operatori OTH (che originano il credito per tenerlo) in OTD (per distribuirlo) ha ridotto le loro responsabilità, diluendole nei passaggi da un operatore all'altro e complicando la raccolta delle informazioni necessarie e la vigilanza delle gestioni. Le cessioni ("cartolarizzazioni") andrebbero sottoposte al vincolo che si può trasferire il credito, ma non le responsabilità d'averlo acceso da parte dei creatori e diffuso da parte dei collocatori. Lo stesso dicasi per le operazioni in contratti derivati suggeriti alla clientela, il cui rischio dovrebbe almeno in parte essere coperto da chi li propone.

Le funzioni di credito svolte direttamente dal mercato, tramite le borse valori, rendono difficile e meno efficace l'esercizio delle funzioni di informazione e vigilanza, aumentando i rischi per i risparmiatori e, di conseguenza, il raggiungimento della coscienza del rischio da parte loro. Anche in questo caso l'informazione privata e pubblica gioca un ruolo importante, ma non deve far credere al risparmiatore d'essere veramente protetto. Su questo punto vale l'osservazione di Keynes che il mercato di borsa possa agire come "sottoprodotto di un casinò" dove si scommette e non si svolgono calcoli razionali²⁷. Raggiungere questa coscienza dei tipi di scelta che i risparmiatori compiono ne fa ricadere la responsabilità più su di essi che sulle autorità.

Nuovi problemi sono stati creati dalla diffusione di forme semplici e complesse di contratti "derivati" dai titoli o riferimenti di prezzo "primari" (azioni, obbligazioni, quantità, tassi, cambi, indici di borsa, variabili economiche,

²⁷ Si veda la *Teoria generale* di Keynes già citata, al Capitolo 12, paragrafo 6.

ecc.). Essi hanno raggiunto dimensioni eccezionali che, al valore nominale di riferimento, raggiungono dieci volte quello di tutti gli altri strumenti monetari e finanziari in circolazione, esaltando la natura finanziarizzata dell'economia globale e disancorandola dagli andamenti dell'economia reale. Questa situazione ha sconvolto i criteri di valutazione e la stessa logica dell'impiego del risparmio. Infatti il valore "di mercato" di questi derivati si ottiene ipotizzando che il rischio assuma una determinata configurazione matematica, l'unica che consenta una valutazione "razionale" che, però, resta simile a una scommessa nel casinò evidenziata da Keynes. Se il rischio non si presenta come ipotizzato, il valore muta di conseguenza; se, come ai giorni nostri, l'economia opera in condizioni di incertezza, i valori dei derivati mutano anche profondamente, sconvolgendo i valori contabili delle controparti. Nell'ultima crisi, le imprese che hanno fatto ricorso ai derivati non per motivi speculativi e gli stessi Stati che li hanno utilizzati per gestire i debiti sovrani hanno subito gravi perdite; le banche che li avevano iscritti a bilancio ponendoli a fronte del credito vantato dai risparmiatori come depositi o in altre forme, hanno visto vacillare la loro stabilità e molte tra esse sono fallite.

I derivati, nati per gestire meglio i rischi, sono diventati una fonte del loro accrescimento a livello individuale e macroeconomico che richiede una specifica analisi della ricaduta sull'assetto da dare alla tutela del risparmio²⁸. L'unica soluzione è un completo isolamento di questo comparto dal resto dell'attività di gestione del risparmio, come per il sistema dei pagamenti, introdotto però per altri fini. Il risparmiatore deve essere cosciente che acquisisce un titolo di credito il cui valore dipende dalla forma che assumerà il rischio in futuro, una condizione anche più aleatoria di quanto accade nelle borse valori. Solo così si riusciranno a colmare i vuoti di *governance* in queste gestioni, soprattutto a livello bancario dove i vertici, come i venditori, sono raramente coscienti dei contenuti che danno coloro che li confezionano.

Riassumendo, la tutela del risparmio richiede innanzitutto l'eliminazione di quella che la letteratura economica ha connotato come "idiosincrasia" tra i diversi comparti che lo compongono, con mutamenti di struttura profondi volti a isolare:

1. il sistema dei pagamenti con tecniche telematiche al fine di renderlo immune dal rischio della gestione del credito e renderlo utilizzabile solo dai titolari;
2. la pura gestione del risparmio dalla gestione del risparmio per concedere credito;
3. la gestione del sistema risparmio-credito attuato da intermediari dal resto

²⁸ Una sintesi di questa problematica si trova in P. SAVONA, *Sugli effetti macroeconomici dei derivati. Dieci lezioni*, Roma, Luiss University Press, 2001. In questo lavoro vengono elencati i motivi a favore e quelli contrari emersi in letteratura che sostengono o criticano l'uso dei derivati. La letteratura si è però concentrata sugli effetti microeconomici, mentre questo lavoro contiene il primo esame degli effetti macroeconomici, in gran parte ignorati.

del mercato monetario e finanziario,
e a permettere

4. una libera gestione pienamente responsabile dell'intermediazione del risparmio attuata attraverso i mercati di borsa e
5. una libera operatività pienamente responsabile dell'attività dei contratti derivati isolata dal resto della gestione/intermediazione del risparmio.

A questa riforma strutturale dell'attuale assetto istituzionale del risparmio-credito, confuso e confliggente, vanno applicati i seguenti strumenti operativi:

- i. un sistema informativo pubblico sugli andamenti della moneta e della finanza usufruibile da parte dei risparmiatori, dei gestori e degli intermediari;
- ii. un sistema di vigilanza preventiva delle unità del sistema del risparmio-credito da parte di un'unica *authority*;
- iii. un meccanismo di soluzione delle crisi indipendente dagli organi di vigilanza;
- iv. l'attribuzione alla banca centrale di funzioni primarie da *lender of last resort* e secondarie dello Stato, anche per riassorbire gli effetti negativi in generale e quelli specifici delle informazioni rese pubbliche;
- v. una completa e irrinunciabile assunzione di responsabilità nell'uso delle informazioni e nella valutazione del merito di credito da parte di gestori e intermediari;
- vi. meccanismi di remunerazione dei manager bancari e finanziari, dilazionati nel tempo, parametrati ai risultati e non ai contratti di ingaggio;
- vii. l'operatività di consulenti indipendenti che affianchino i risparmiatori nei rapporti con gestori, intermediari e borse valori;
- viii. una più ampia e cosciente assunzione di responsabilità da parte dei risparmiatori in forme non monetarie nella scelta del gestore o dell'intermediario;
- ix. un mercato primario e secondario ben regolato per creare una situazione in cui tutti gli operatori siano *price taker*, in piena concorrenza tra loro, tenendo lontani per quanto possibile i *price maker*, coloro che assumono posizioni dominanti.

Nel contempo va avviata una iniziativa che corregga alcuni aspetti di funzionamento delle forme redistributive in forma di imposizioni tributarie e vincoli che sono stati introdotti nelle gestioni di risparmio che richiedono una indagine specifica, che renda la tassazione neutrale nella composizione dei portafogli di attività reali e finanziarie. Essa deve partire dalla constatazione, ripetutamente evidenziata da Einaudi, che la ricchezza, sia essa finanziaria o reale, nasce da redditi già tassati, per i quali una nuova tassazione rappresenterebbe una duplicazione dell'onere differita e continua nel tempo, ossia un meccanismo

che scoraggia il risparmio e rende impossibile da parte dei cittadini una corretta programmazione dei propri bisogni secondo l' "ipotesi del ciclo vitale" di Franco Modigliani. Tassando la ricchezza, soprattutto con aliquote che mutano nel tempo, lo Stato si sostituisce in tutto o in parte ai benefici che i cittadini si attendono da una corretta programmazione dei loro bisogni di reddito futuro, soprattutto se lo Stato programma di ridurre il livello di protezione sanitaria e pensionistica per necessità di bilancio come sta avvenendo ai giorni nostri²⁹.

La tassazione deve riguardare solo ed esclusivamente il reddito che si ottiene dalla ricchezza distinguendo tra quello incassato e quello derivante dalle variazioni di valore; dovrebbero essere invece esclusi i redditi presunti. La soluzione più equa della tassazione dei redditi percepiti sarebbe quella di sommarli al reddito individuale, applicando le aliquote corrispondenti. Considerare le cedolari "secche", con le discriminazioni tra titoli pubblici, privati nazionali ed esteri, una forma di sostegno del risparmio con caratteristiche di equità distributiva è una falsità. La tassazione delle variazioni di ricchezza dovrebbe essere simmetrica sugli aumenti al netto delle diminuzioni, anche se porre a carico del dovuto, come in una certa misura viene praticato sulla base della legislazione tributaria, le perdite individuali subite causerebbe un acollo dell'onere sulla collettività; il problema può essere affrontato applicando la tassazione su un arco corrispondente ai cicli economici, che potrebbe essere considerato in un quinquennio. La più assurda tassazione è quella sui redditi presunti, ossia un'imposizione sul nulla, molto diffusa nel settore della ricchezza immobiliare; essa dovrebbe essere abolita, salvo che non si voglia considerare un modo per indurre l'utilizzo della ricchezza a fini produttivi ma, in tal caso, si violerebbe la sfera delle libertà individuali e sarebbe necessaria l'individuazione di una casistica specifica per evitarla, che oggi manca. Come già avviene per molte tassazioni locali i riferimenti non dovrebbero essere né il valore, né il reddito presunto della ricchezza, uno dei più grandi imbrogli del potere costituito, ma altri parametri (come quello suggerito dall'economia spaziale, lo spazio occupato) strettamente collegato alle prestazioni pubbliche che beneficia, non perché è ricchezza da distribuire in nome dell'equità, compito che dovrebbe svolgere la tassazione in generale, non quella punto su punto che genera ingiustizie "meccaniche".

In conclusione, la miglior tutela del risparmio si ha soprattutto con la crescita reale. Se questa si ottiene abbassando i tassi dell'interesse al di sotto del saggio di crescita reale, la ricchezza così distrutta si può ricostituire; se invece la crescita non segue, come nell'Eurosistema, si distrugge solo ricchezza peggiorando la protezione del risparmio e aggiungendo alla crisi un effetto negativo sui consumi

²⁹ FRANCO MODIGLIANI ha trattato l'argomento in vari articoli, tra questi il più importante è quello scritto con ALBERT ANDO, intitolato *The 'Life Cycle' Hypothesis of Savings: Aggregate Implications and Tests*, in *American Economic Review*, Vol. 53, March 1963, 55-84.

e sul benessere dei cittadini. Tutti i provvedimenti per la moneta e finanza qui suggeriti servono a corredo di una crescita reale adeguata, per evitare che si aggiungano rischi finanziari a quelli propri insiti nelle gestioni reali. La crescita reale è condizione necessaria, ma non sufficiente. Ciò non esclude che per un certo periodo, la cui durata dovrebbe essere però predeterminata, si pratichi l'eutanasia del *rentier* suggerita da Keynes nei casi di tendenza all'equilibrio di sotto occupazione. Va però sottolineato che, contrariamente a quanto si va facendo in Europa e di riflesso in Italia, la richiesta di questo sacrificio viene proposta come strumentale ai fini della ripresa produttiva. Se, come va accadendo, questa non si manifesta, tutti patiscono una perdita netta. Se invece si realizza, porterebbe vantaggi ai risparmiatori in termini sia di tutela che di rendimento. Se la politica si prefigge di creare deflazione a pronti, dagli esiti certi, per indurre cambiamenti futuri, ma dagli esiti incerti, l'eutanasia del *rentier* diviene un modo per stabilire chi paga i costi delle incapacità di governare le crisi da parte delle autorità.

Opere citate

ALESSANDRINI P. (2015), *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, il Mulino, Bologna.

ALESSANDRINI P. (2017), *Funzioni economiche del risparmio per il buon funzionamento dell'economia*, in questo volume.

ALESSANDRINI P. - ASTORE M. (2017), *Il risparmio in cifre. Un breve repertorio di dati statistici*, in questo volume.

ANDO A. - MODIGLIANI F. (1963), *The 'Life Cycle' Hypothesis of Savings: Aggregate Implications and Tests*, in *American Economic Review*, Vol. 53, March.

APRIGLIANO V. - ARDUZZI G. - MONTEFORTE L. (2017), *Using the payment system data to forecast the Italian GDP*, mimeo.

ASTORE M. (2017), *Profili storici sulla tutela del risparmio in Italia*, in questo volume.

BARBARESCO G. (2017), *Banche senza mercato o mercato senza banche?*, in questo volume.

BENES J. - KUMHOF M. (2012), *The Chicago Plan Revisited*, in *IMF Working Papers*, 12/202.

CERRINA FERONI G. (2011), *Tutela del risparmio e vigilanza sull'esercizio del credito. Un'analisi comparata*, Torino, Giappichelli.

CERRINA FERONI G. (2012), *Crisi economico-finanziaria e intervento dello Stato. Modelli comparati e prospettive*, Torino, Giappichelli.

COASE R. H. (2016), *Sull'economia e gli economisti*, Milano, IBL Libri.

DUDLEY W. (2017), *Remarks at the Culture Imperative. An Interbank Symposium*, New York, January.

FRATIANNI M. (2017), *It is Time to Separate Money Banks from Credit Banks in Italy*, in questo volume.

FRATIANNI M. - SAVONA P. (2017), *Una proposta per tagliare il debito pubblico e riformare le banche*, in *MF*, 11 febbraio.

FRATIANNI M. - SAVONA P. (1972), *La liquidità internazionale. Proposta per una ridefinizione del problema*, Bologna, il Mulino.

FRIEDMAN M. - JACOBSON SCHWARTZ A., *A Monetary History of the United States, 1897-1960*, Princeton, Princeton University Press.

KANT I. (1794), *Risposta alla domanda: che cos'è l'illuminismo?*

KEYNES J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Palgrave Macmillan.

LENER R. - MORERA U. - VELLA F. (a cura di) (2016) *Banche in crisi. Chi salverà i depositanti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2016.

LOCKE J. (1690), *Due trattati sul Governo*.

MINSKY H. P. (1994), *Issues in Bank Regulation and Supervision*, in *Hyman P. Minsky Archive*, paper no. 72.

PENNACCHI G. (2012), "Narrow Banking", in *Annual Review of Financial Economics*, volume 4.

PROUDHON P. (1840), *Che cos'è la proprietà?*

ROUSSEAU J. (1754), *Discorso sull'origine e i fondamenti della diseguaglianza tra gli uomini*.

SAVONA P. (2017), *Lineamenti di una riforma che tuteli il risparmio in Italia*, in questo volume.

SAVONA P. (2016), *Dalla fine del laissez-faire alla fine della liberal-democrazia. L'attrazione fatale per la giustizia sociale e la molla di una nuova rivoluzione globale*, Soveria Mannelli, Rubbettino.

SAVONA P. (2001), *Sugli effetti macroeconomici dei derivati. Dieci lezioni*, Roma, Luiss University Press.

TINBERGEN J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, Amsterdam, North-Holland Publishing Company.

LA TUTELA DEL RISPARMIO IL PUNTO DI VISTA DI UN GIURISTA

Vittorio Santoro

Ringrazio la Fondazione “Cesifin” Alberto Predieri nella persona del professor Morbidelli e gli autori della ricerca sulla *Tutela del risparmio finanziario in Italia* (in particolare i professori Alessandrini, Fratianni e Savona) per avermi dato l’opportunità di confrontarmi con un rapporto complesso e originale.

Sono un giurista, in particolare uno studioso di diritto commerciale, e credo che la ragione per la quale sono stato chiamato a discutere un lavoro predisposto da economisti sta nella particolare attitudine di questi ultimi al confronto con i giuristi. Gli autori del rapporto affrontano specificamente il tema del trattamento normativo del risparmio, con una preferenza (credo sia una scelta) per le norme di diritto interno.

I ricercatori (dalla lettura del Rapporto traspare chiaramente che si tratta di un gruppo di ricerca ben articolato e affiatato) partono proprio dalla nostra Costituzione, in particolare dall’art. 41, con riferimento alla “utilità sociale” nonché ai programmi e controlli per indirizzare e coordinare l’attività economica, di cui è parola rispettivamente nel secondo e nel terzo comma della norma, e affermano che le disposizioni gettano un’ombra sul risparmio finanziario¹.

Sono tesi non nuove neanche per i giuristi, basti ricordare per tutti Natalino Irti il quale, ora son circa venti anni, già proponeva l’abrogazione del terzo comma dell’art. 41 Cost. Tale suggerimento, a sua volta, aveva ispirato la proposta di riforma costituzionale lanciata dal ministro Tremonti e poi fatta propria dalla lettera di intenti del Governo italiano all’Unione Europea (26 ottobre 2011). Il Governo, per bocca del ministro dell’Economia, aveva messo in cantiere non solo la rivisitazione dell’art. 41 Cost., attraverso la soppressione dei commi 2 e 3, ma si era anche ripromesso una liberalizzazione a tutto campo a partire dal mercato del lavoro. In seguito siamo stati costretti a dare ascolto ai *partner* europei, introducendo un’altra riforma costituzionale, quella relativa al pareggio del bilancio statale. Il nuovo testo dell’art. 81 Cost., infatti, dispone che “1. Lo Stato assicura l’equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. 2. Il ricorso all’indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali. 3. Ogni legge che importi nuovi o maggiori oneri provvede ai mezzi per farvi fronte”.

In definitiva, poiché i commi 2 e 3 dell’art. 41 Cost. sono (insieme ai successivi

¹ *Rapporto sulla tutela del risparmio finanziario in Italia*, in questo volume.

artt. 42 e 43) norme fondanti del *welfare state*, la nuova versione dell'art. 81 si traduce nel depotenziamento del *welfare*, almeno nell'accezione nota all'esperienza italiana così come storicamente si è sviluppata nel secondo dopoguerra.

I nostri amici ricercatori non mancano poi di fare riferimento anche all'art. 47 della Costituzione che, come è noto, si occupa appunto di tutela del risparmio. Nelle pagine introduttive del rapporto Paolo Savona nota: "Questo lavoro ritiene degne di considerazione sia le istanze di tutela del risparmio, sia degli investimenti produttivi, purché il loro rispettivo perseguimento venga guidato dal plurimillenario principio dell'*est modus in rebus*".

Mi sia consentito, a tale proposito, di fare un breve riferimento alle divergenti opinioni di due autorevoli studiosi di diritto commerciale. L'uno (Spada) osserva che la norma non intende "proteggere il risparmiatore 'anonimo' dal rischio dell'impiego (il che comporterebbe l'esito, costituzionalmente inaccettabile, di socializzare il rischio assunto nell'esercizio della libertà individuale di iniziativa economica)"²; secondo la lettura dell'a. la norma si limiterebbe a propiziare, attraverso l'informazione, le scelte consapevoli dell'investitore e a garantire la correttezza degli intermediari. L'altro (Vella), invece, ritiene che gli operatori abbiano, ormai, un dovere di "cura" del cliente "fino ad arrivare, forse con qualche forzatura, a una revisione della normativa costituzionale che consentirebbe di qualificare il 'risparmio popolare' come 'diritto inviolabile' "³.

Il contrasto si stempera se riteniamo, come credo si debba, che l'art. 47 Cost., proprio perché si riferisce al "risparmio in tutte le sue forme", consente tutele differenziate: ben vi può essere pertanto un risparmio inconsapevole, tipicamente quello del depositante (modesto) presso la banca, il cui diritto alla restituzione dei fondi è inviolabile; mentre altre forme di investimento, via via più rischiose e per ciò stesso meglio remunerate, godono di tutele minori spostate sul versante di quella che Spada chiama l'accrescimento del grado di consapevolezza dell'investitore. Se si aggiunge la constatazione che nella nostra Carta costituzionale il testo recentemente modificato dell'art. 81 (sopra ricordato) dà giustificazione costituzionale all'obiettivo stabilito dall'art. 31, § 2, lett. c) (e considerando 45) della direttiva n. 59/2014 inteso a tutelare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico a favore delle banche in dissesto, ci si può, persino, chiedere se non sia stata costituzionalizzata un'inversione di priorità proprio nel senso che proponeva Spada.

In linea di principio, dunque, le regole europee potrebbero essere considerate conformi all'ordinamento costituzionale italiano purché salvaguardino in modo rigoroso il risparmio inconsapevole e, comunque, offrano un minimo di garanzia,

² P. SPADA, *Beni e finanza: discontinuità e polivalenza del linguaggio normativo*, in *AGE*, 2012, 212.

³ F. VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, *ibidem*, 220.

ad es. attraverso norme di trasparenza, anche alle forme d'investimento più rischiose. Forse quest'ultimo approccio può soddisfare l'equilibrio tra le diverse esigenze del risparmio e degli investimenti segnalate dai nostri autori, ma il gioco è più complesso in ragione della regolazione internazionale e specie europea.

Come ha dimostrato la crisi economica il rischio di contagio nei mercati finanziari è globale e, dunque, la regolamentazione dovrebbe essere anche essa globale. A tale riguardo è noto che i rappresentanti delle autorità che vigilano sui sistemi bancari e finanziari internazionali (Comitato di Basilea, che raccoglie i vertici delle Banche centrali, e IOSCO, che raccoglie i vertici delle Autorità di controllo dei mercati finanziari) si riuniscono periodicamente ed elaborano quelle regole che sono alla base della vigilanza creditizia e finanziaria in pratica in tutti i paesi, vuoi perché tali regole sono poi tradotte in norme interne in quei paesi che adottano gli *standard* internazionali in tali sedi elaborati, vuoi perché, (nei paesi che non riconoscono l'autorevolezza di tali Comitati) sono le grandi imprese, che operano sui mercati finanziari internazionali, ad adottare spontaneamente tali *standard*.

Ebbene a livello politico tali Comitati non rispondono a nessuno, men che mai si può dire che rispondano giuridicamente ai governi nazionali, eppure le loro raccomandazioni costituiscono la base di leggi, direttive, regolamenti in ragione del fatto che il mercato chiede regole uniformi a livello internazionale.

In letteratura è evidenziato il *deficit* di rappresentatività politica (la notazione è presente anche nel Rapporto alla nostra attenzione), particolarmente marcato per quei paesi che a livello internazionale o non partecipano a tali Comitati (sia pure attraverso i rappresentanti delle loro Autorità di settore) o sono sulla scena politica internazionale meno forti. La dottrina ha anche sottolineato i pericoli di cattura dei regolatori da parte degli operatori più forti sui mercati internazionali; il risultato può essere anche l'inefficienza degli *standard* di volta in volta proposti: si considerino, da un lato, le critiche alle regole di Basilea II e III in ordine alla loro proclività con la conseguente inadeguatezza a contrastare le crisi finanziarie; dall'altro, e ancora più clamorosamente, il fatto che lo IOSCO aveva provveduto (nel 2004, rivisto nel 2008) a elaborare un *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, che però si è rivelato del tutto inidoneo a prevenire il coinvolgimento di queste ultime in alcuni loschi affari relativi alla creazione di strumenti finanziari spazzatura.

Nonostante ciò sembra prevalere l'opinione (che tuttavia non mi sembra condivisa dagli autori il cui Rapporto qui si commenta) che il deficit democratico possa essere riequilibrato dall'*accountability* delle autorità indipendenti vuoi internazionali vuoi europee.

Si aggiunga che, per ciò che riguarda l'Italia, l'art. 11 Cost. esplicitamente consente limitazioni di sovranità "necessarie ad un ordinamento che assicuri la pace e la giustizia tra le nazioni". Nell'interpretazione della nostra Corte Costituzionale, tale disposizione ha consentito notevoli limitazioni di sovranità, senza che i principi costituzionali irrinunciabili del nostro ordinamento abbiano, sin qui, costituito

un serio ostacolo a disposizioni forse non proprio allineate alle nostre norme costituzionali: basti pensare ai controversi istituti del *burden sharing* e del *bail-in* escogitati per prevenire e risolvere le crisi delle banche.

Tornando all'art. 47 Cost. vi è stato chi ha notato che esso è troppo sbilanciato a favore della tutela dei risparmiatori, mentre si cura poco o nulla della crescita economico-finanziaria del Paese nel suo complesso. Uno studioso (Pisaneschi), a tale riguardo, ha risposto che la crescita economica è un valore *precostituzionale*, se con ciò si intende che è sotteso a una pluralità di disposizioni della Costituzione economica, non si può che concordare e, d'altra parte, basterebbe in proposito valorizzare il primo comma dell'art. 41 che contiene, appunto, il principio della libertà di iniziativa economica.

In ogni caso, ciò sta a significare che la nostra Costituzione guarda insieme al binomio risparmio/investimenti, binomio che anche i ricercatori hanno, correttamente, valorizzato nel Rapporto in esame. Essi, partendo da tale snodo, sviluppano un'interessante proposta volta a "scindere la simbiosi [...] tra sistema dei pagamenti e sistema del credito" e auspicano che si possa incentivare l'investimento di rischio del risparmio consapevole, a cui dovrà essere assicurata l'unica protezione di una informazione appropriata e trasparente.

Il discorso è ovviamente più complesso ed è presentato certamente in modo più adeguato dagli stessi autori. Io mi ripropongo solo di toccare due punti tra i molti possibili: 1) il tema dell'informazione che, come accennato prima, è connesso al diverso atteggiarsi della protezione del cliente secondo la lettura evolutiva dell'art. 47 proposta da Spada; 2) il tema della specializzazione degli intermediari, più specificamente quello della *money bank* come definita nel Rapporto.

1) Quanto all'informazione è opportuno ricordare che in Italia, come in molti altri Paesi, molti titoli *junior* (quelli, come noto, più rischiosi) o anche obbligazioni subordinate sono stati venduti alla clientela *retail* con conseguenti disordini sociali non di poco momento nonostante, in Italia, il fenomeno abbia riguardato per fortuna un ristretto numero di banche. Gli investitori sono anche elettori e i partiti politici, in particolare quelli di governo, ne hanno dovuto tenere conto approvando una serie di provvedimenti: dapprima l'art. 1, comma 855 e ss., della legge di stabilità per il 2016 (n. 208/2015) ha introdotto un procedimento semplificato di indennizzo a favore degli obbligazionisti subordinati di quattro banche sottoposte a risoluzione (Banca Etruria, Banca Marche, CariFerrara e CariChieti), i quali sono stati ammessi al rimborso qualora avessero effettuato la sottoscrizione «nell'ambito di un rapporto negoziale diretto con la banca in liquidazione che li ha emessi» (art. 8, comma 1, lett. a), d.l. n. 59/201); successivamente, nella sfera di un più ampio intervento riguardante tutte le banche che dovessero trovarsi in difficoltà, l'art. 19 del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237 (recante "disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore del credito"), ha stabilito che nell'ambito di un intervento di "salvataggio" il Ministero dell'economia e delle finanze possa sottoscrivere azioni di nuova emissione e possa "in caso di transazione tra l'Emittente o una società

del suo gruppo e gli azionisti divenuti tali a seguito [di una conversione forzata dei loro strumenti finanziari in azioni ordinarie] acquistare le azioni rivenienti dall'applicazione" delle misure di conversione quando gli azionisti non siano controparti qualificate e ciò al fine di prevenire liti.

Questi provvedimenti hanno carattere eccezionale e, dunque, non facilmente replicabile; in una prospettiva sistematica di più lungo periodo, occorre lavorare per rendere più efficiente e trasparente il mercato degli investimenti. La strada è lunga e passa, soprattutto, attraverso: a) una maggiore educazione finanziaria degli investitori al dettaglio; b) un'informazione essenziale concisa ed espressa in modo elementare; c) infine, sarebbe necessario stimolare la creazione di mercati secondari efficienti dove sia possibile contrattare titoli solitamente poco liquidi e dove la formazione dei prezzi possa svolgere un compito segnalatico importante per gli investitori.

Specifico che, quando pongo l'esigenza di un'informazione concisa ed elementare, intendo dire che agli investitori al dettaglio dovrebbero essere forniti documenti informativi di facilissima lettura anche per il più sproveduto. Tali documenti dovrebbero essere brevi (solo qualche pagina), scritti in caratteri leggibili (non si dovrà usare un punto del carattere molto piccolo o un'interlinea molto fitta); focalizzati solo sulle principali informazioni; redatti in un linguaggio chiaro, sintetico e comprensibile. Infine, quali debbano essere le informazioni chiave necessariamente contenute nell'informativa, non dovrebbe essere lasciato alla discrezionalità dell'intermediario ma fissato direttamente dal legislatore in uno schema prestabilito.

2) Vorrei, infine, soffermarmi sulla proposta di distinguere "tra esigenze e forme di protezione dei mezzi di pagamento dalle altre forme di impiego del risparmio è il primo passo per un'efficace tutela dei possessori di queste due forme di moneta e finanza. La soluzione individuata è l'attuazione di due forme bancarie: la *money-bank* e la *credit-bank*; la prima gestisce il sistema dei pagamenti e la seconda quello del credito"⁴. Fratianni e Savona avevano già reso pubbliche le loro idee al riguardo in un articolo comparso in *Milano Finanza* dell'11 febbraio 2017, dove scrivevano: "nella nostra proposta, i risparmiatori sposterebbero i loro depositi su basi volontarie presso una nuova istituzione statale, la banca-moneta, la quale li custodirebbe nella catena telematica *blockchain* attivabile solo da parte dei titolari per effettuare pagamenti con un semplice *click* dal telefonino o dal computer, senza che forze a questi esterne possano usarle per altri fini. La banca moneta 'collateralizzerebbe' i depositi con debito pubblico e, di conseguenza, l'ammontare dei depositi entrerebbe nel calcolo di tale debito come una posta attiva ossia in senso riduttivo. Qualora l'intera massa in essere di depositi 'garantibili' si spostasse, in quanto perfettamente sicura e meno costosa da tenere, il saldo del

⁴ *Rapporto sulla tutela del risparmio finanziario in Italia*, in questo volume.

debito pubblico si ridurrebbe di circa 800 miliardi, convergendo verso l'85% del PIL dall'attuale 134%⁵.

La proposta è estremamente interessante, tuttavia di non facile realizzazione perché incontra seri ostacoli nel diritto europeo della concorrenza e nelle competenze della Banca centrale europea riguardo alla politica monetaria (artt. 127 e 128 TFUE).

Sotto il profilo del diritto della concorrenza gli autori hanno l'accortezza di dire che i risparmiatori non sono costretti a trasferire la loro liquidità alla banca-moneta statale ma farebbero ciò su basi volontarie.

Tuttavia, tale banca sarebbe pur sempre concessionaria del servizio pubblico di "protezione dei mezzi di pagamento" attraverso la gestione del "sistema dei pagamenti", in quanto tale sarebbe sicuramente impresa in posizione dominante nel mercato dei pagamenti e, conseguentemente, particolarmente "incline" alla tentazione di abusare della propria posizione (art. 102 TFUE). È probabile che ogni tentativo della *money bank* statale di ampliare la propria quota di mercato sarebbe interpretato dalle Autorità antitrust come abuso di posizione dominante ai danni della concorrenza attuale e potenziale e, come tale, sanzionato. Infatti, le imprese pubbliche sia monopoliste sia concessionarie di servizi economici di interesse generale sono tenute a rispettare le regole della concorrenza (art. 106, comma 2, TFUE).

Vero è anche che la legislazione istitutiva di un monopolio o di una concessione prevale sul diritto della concorrenza "nei limiti della specifica missione loro affidata", così ancora l'art. 106, comma 2, TFUE; né, d'altra parte, si può dubitare che il buon funzionamento del sistema dei pagamenti sia "un bene pubblico" meritevole di tutela.

Ma qui si deve ancora tenere conto di due ulteriori fattori: il primo è ancora inerente al diritto della concorrenza in quanto, nel complesso equilibrio di interessi contrastanti, l'art. 106, comma 2, TFUE conclude nel senso di porre un limite alla protezione del bene pubblico, per così dire nazionale, quando sia compromesso l'interesse (superiore) dell'Unione allo sviluppo degli scambi. Si può dubitare che ciò non avvenga quando si costituisca una banca-moneta statale che va a gestire gli scambi monetari, tanto più che proprio l'ambito dei sistemi di pagamento rientra ormai nei compiti di altra istituzione europea quale la Banca centrale europea.

Siamo al secondo fattore che ostacola la proposta in esame. Ricordo, più in dettaglio, che la politica monetaria ha natura indivisibile e gli Stati dell'Eurozona ne hanno delegato la gestione al Sistema europeo delle banche centrali, essi si sono spogliati della sovranità monetaria fino al punto che le autorità nazionali devono consultare la Banca centrale europea sui progetti di disposizioni legislative che

⁵ M. FRATIANNI-P. SAVONA, *Una proposta per tagliare il debito pubblico e riformare le banche*, in *MF*, 11 febbraio 2017, 12.

rientrano nei suoi compiti, tra i quali rientra il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento (art. 127, comma 2, TFUE), nel cui quadro si colloca anche l'attività che Fratianni e Savona vorrebbero svolta dalla banca-moneta statale.

Né peraltro tale competenza esclusiva potrebbe essere aggirata utilizzando una valuta *blockchain*, quando fosse denominata in euro, poiché l'articolo 128 TFUE prevede che solo la Banca centrale europea ha il diritto esclusivo di autorizzare le emissioni di valuta in euro.

Certo potremmo immaginare un approccio più morbido e graduale per implementare la proposta in esame, ad esempio incentivando e consentendo accanto alla banca-moneta statale la presenza di banche-moneta private, ma ciò - è evidente - non farebbe conseguire il risultato della significativa riduzione del debito pubblico auspicata nella proposta ma solo quello, ugualmente importante e parimenti auspicato, di stimolare le *credit-bank* (in contrapposizione alle *money-bank*) a svolgere la funzione, loro propria, di stimolo dell'economia.

GLI AUTORI

PIETRO ALESSANDRINI è Professore Emerito di Politica Economica presso la Facoltà di Economia “Giorgio Fuà” dell’Università Politecnica delle Marche, dove insegna il corso di Economia monetaria e ha insegnato anche il corso di Politica Monetaria europea (fino al 2014). Membro-fondatore del MoFiR (Money and Finance Research group). Presidente della Fondazione Giorgio Fuà (dal 2013), è autore e co-autore di 13 libri e di 110 saggi in pubblicazioni scientifiche nazionali e internazionali su temi riguardanti il sistema finanziario italiano, i rapporti banca-impresa, il sistema monetario internazionale, la politica monetaria europea, i distretti industriali, l’evoluzione demografica, la programmazione regionale.

MARIANNA ASTORE è Assegnista di ricerca in Storia economica presso la Facoltà di Economia “Giorgio Fuà” della Università Politecnica delle Marche, dove insegna a contratto il corso di “Storia della banca e della finanza”. Laureata in Economia presso l’Università LUISS Guido Carli, nel 2015 ha conseguito il titolo di dottore di ricerca in Scienze economiche e sociali presso l’Università Politecnica delle Marche. I suoi interessi di ricerca si concentrano sulla storia monetaria e valutaria italiana in rapporto al sistema finanziario internazionale.

GABRIELE BARBARESCO è Responsabile dell’Ufficio Studi Mediobanca e Amministratore delegato di Ricerche e Studi Spa. Laureato in Economia alla Cattolica di Milano, ha svolto tutta la propria carriera nell’Area Studi Mediobanca, per lungo periodo sotto la guida di Fulvio Coltorti, occupandosi di economia industriale e finanziaria. È docente a contratto per il corso “Economia e finanza delle PMI” presso la Facoltà di Economia dell’Università di RomaTre.

GINEVRA CERRINA FERONI è Professore ordinario di Diritto pubblico comparato presso il Dipartimento di Scienze Giuridiche (DSG) dell’Università degli Studi di Firenze ed insegna Diritto pubblico nell’Università Luigi Bocconi di Milano. È membro del Direttivo dell’Associazione Italiana dei Costituzionalisti e della Associazione di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo. Coordinatore scientifico della Rivista Giustizia Amministrativa (Redazione di Firenze); fa inoltre parte del comitato scientifico di numerose riviste tra cui: *Munus - Rivista giuridica dei servizi pubblici*, *Rivista di Diritto Pubblico Comparato ed Europeo*, *Percorsi costituzionali*. Dal 2012 ricopre la carica di Vice Presidente Fondazione CESIFIN Alberto Predieri.

MICHELE FRATIANNI è Professore Emerito alla Kelley School of Business dell’Indiana University (Bloomington, Indiana) e docente di International Finance presso l’Università Politecnica delle Marche di Ancona. Ha insegnato presso l’Université catholique di Louvain, la Marquette University, la Freie Universität Berlin

ed è stato Visiting Professor presso l'Università Cattolica di Milano e l'Università di Roma La Sapienza. Nel 1981-1982 è stato Senior Staff Economist nell'U.S. Council of Economic Advisers e nel 1976-1979 Economic Adviser della Commissione della Comunità Europea. L'elenco aggiornato delle sue ricerche è consultabile in Repec, <https://ideas.repec.org/e/pfr84.html>.

VITTORIO SANTORO è Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Siena e coordinatore del Dottorato di Scienze giuridiche (Università di Siena e Foggia). Fa parte della direzione della rivista "Diritto della banca e del mercato finanziario" ed è stato coordinatore nazionale di numerosi progetti di ricerca di interesse nazionale (PRIN). Si occupa prevalentemente di Diritto societario e di Diritto dei mercati creditizi e finanziari. Recentemente ha curato la pubblicazione di un volume su *L'unione bancaria europea* (Pacini) in collaborazione con M.P. Chiti e un altro su *Regole e mercati* (Giappichelli) in collaborazione con M. Mancini, A. Paciello e P. Valensise.

PAOLO SAVONA è Professore Emerito di Politica economica. Già Ministro dell'industria, Segretario generale della programmazione al Ministero del bilancio e Direttore generale del Ministero per le politiche comunitarie, si è formato in Banca d'Italia e in Confindustria e ha ricoperto incarichi di vertice nel settore pubblico e privato. Allievo di Modigliani e Kindlberger, è autore di numerosi scritti sull'economia monetaria, finanziaria e reale, con particolare attenzione ai problemi della tutela del risparmio e dello stimolo agli investimenti.