



**FCHub**  
Financial Community Hub

# FCHub

## DOPO L'ANNO ZERO



I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA



**FCHub**

**Financial Community Hub**

**Comitato Scientifico**

Livia Aliberti Amidani

Filippo Annunziata

Concetta Brescia Morra

Alberto Cybo - Ottone

Carmine Di Noia

Marco Fumagalli

Luca Enriques

Raffaele Lener, Presidente

Laura Piatti

Pietro Reichlin

Riccardo Sabbatini

Simone Scettri

Marco Tofanelli

**Direttore Responsabile**

Orazio Carabini

[www.fchub.it](http://www.fchub.it)

I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

---

# FCHub

## DOPO L'ANNO ZERO

DICEMBRE 2014



Le attività di FCHub sono state rese possibili grazie al sostegno dei nostri Partner cui va un sentito ringraziamento



**J.P.Morgan**  
Asset Management



# I QUADERNI DI MINERVA BANCARIA

## FCHub

### UN NUOVO SITO PER LA FINANCIAL COMMUNITY ITALIANA

Financial Community Hub, è un’iniziativa on line – perché l’informazione economica sul web è vigile e vitale – dell’editore della Rivista Bancaria – Minerva Bancaria, bimestrale specializzato giunto al suo settantesimo anno di attività. L’Editrice Minerva Bancaria, oggi sostenuta da una nuova *governance* formata da soci legati tra loro dall’impegno comune dell’indipendenza di giudizio, ha ampliato il proprio ambito di attività e l’obiettivo di FCHub – che della nuova mission è parte integrante – è quello di diventare un punto di riferimento per il dibattito pubblicistico e scientifico sui temi che riguardano il mercato finanziario italiano, intervenendo anche con contributi di tipo giornalistico immediatamente a ridosso degli eventi più significativi.

FCHub è sostenuta in questo impegno da partner che condividono gli stessi obiettivi di trasparenza, consapevolezza e crescita del ruolo del mercato.

Il sito si occupa, in prevalenza, di economia e diritto dei mercati, regolamentazione, vigilanza, *corporate governance*, senza escludere peraltro interventi su altre tematiche legate al mondo della finanza. All’interno del sito trovano spazio gli articoli dei *contributors* abituali e di quelli occasionali. Ma anche i più importanti documenti ufficiali e i paper che la Direzione e il Comitato Scientifico riterranno più significativi.

FCHub non corre dietro all’attualità: con spirito critico, la genera.

# SOMMARIO

Introduzione  
di Orazio Carabini ..... 7

Presentazione  
di Raffaele Lener ..... 9

## **POLITICA ECONOMICA**

**GIORGIO DI GIORGIO**  
*Forward guidance* tra Ulisse e oracolo di Delfi ..... 15

**PIETRO REICHLIN**  
In Italia paghiamo troppe tasse? Punti di vista ..... 18

**ANTIMO VERDE**  
Per battere la disoccupazione serve l'impegno di tutta la Ue ..... 24

**GIUSEPPE GUGLIELMO SANTORSOLA**  
Sì ai tassi negativi purché per poco ..... 27

**ORAZIO CARABINI**  
Povero Renzi ..... 30

**GIUSEPPE GUGLIELMO SANTORSOLA**  
Tassi da prendere al volo ..... 33

**GIORGIO DI GIORGIO, SALVATORE NISTICÒ**  
Bce, gli esami non finiscono mai ..... 35

**BLACK SWAN**  
Anche dal letame possono nascere i fiori ..... 39

**DANIEL GROS**  
Che il voto di scambio sia proficuo ..... 43

<b>GIUSEPPE MARIA PIGNATARO</b>	
Dai patti europei una stabilità per pochi .....	45
<b>FEDERICO ANTELLINI RUSSO</b>	
La Commissione europea preferisce i <i>project bond</i> .....	48
<b>ANTONIO TAVERNA</b>	
<i>Asset quality review</i> : un caso di <i>harakiri</i> politico .....	55
<b>GIORGIO DI GIORGIO</b>	
C'è rigore e rigore .....	58
<b>ALFONSO PARZIALE</b>	
Il mio nome è Hill, Jonathan Hill .....	61
<b>SILVANO CARLETTI</b>	
L'altra trappola della liquidità .....	65

## **MERCATO FINANZIARIO**

<b>RAFFAELE LENER</b>	
Consulenti finanziari indipendenti fermi al via.....	71
<b>ANDREA BATTISTA</b>	
Capitale e rendita: flessibilità all'inglese .....	75
<b>GIUSEPPE GUGLIELMO SANTORSOLA</b>	
Se passa lo straniero .....	79
<b>SILVIA SEGNALINI</b>	
Anche per soldi, non solo per passione .....	82
<b>ALESSANDRA PROTANI</b>	
Il capitale arriva dalla Rete.....	89
<b>ALESSANDRO CARPINELLA</b>	
Garanzie: mutualità e innovazione al centro dell'Agenda.....	93
<b>MARCO MARIA FUMAGALLI</b>	
Un varo difficile per Fincantieri .....	97
<b>MASSIMO PAOLO GENTILI</b>	
La riservatezza bussa alle fiduciarie.....	122
<b>DAMIANO BATTISTELLI</b>	
Se non lasci raddoppi.....	129
<b>ALESSANDRA PROTANI</b>	
La nuova imprenditoria parte dall'innovazione .....	135

## **BANCHE**

<b>GIORGIO DI GIORGIO</b> Antidoti alla contrazione del credito bancario .....	141
<b>SILVANO CARLETTI</b> UniCredit e Intesa Sanpaolo: la pulizia di bilancio non basta .....	147
<b>JACOPO CARMASSI</b> Sulle crisi bancarie s'è perso l'approccio globale .....	150
<b>FILIPPO FIORDIPONTI</b> A rischio l'autonomia della Banca d'Italia.....	158
<b>RAFFAELE LENER</b> Se i signori partecipanti diventano azionisti veri.....	160
<b>SILVANO CARLETTI</b> È ancora lontana un'Europa delle banche .....	164
<b>SILVANO CARLETTI</b> Non di sola Tltro vive la banca.....	169
<b>SILVANO CARLETTI</b> Convalescenza prolungata per le banche tedesche.....	172
<b>MADDALENA MARCHESI</b> Sembra facile semplificare.....	176
<b>JACOPO CARMASSI</b> Non decolla il testamento delle banche.....	182
<b>EDOARDO RULLI</b> I guardiani non stanno solo a Francoforte .....	187

## **REGOLAZIONE**

<b>ELISABETTA CORAPI</b> La Babele delle lingue europee finisce in tribunale .....	193
<b>MARCO TOFANELLI</b> Quanto pesa la regolazione .....	196
<b>PAOLA LUCANTONI</b> Derivati Otc, prove di regolamentazione.....	199
<b>GIANLUIGI GUGLIOTTA</b> Quando la Consob scavalca la Costituzione .....	204

MARCO TOFANELLI	
Come oscilla il pendolo della regolazione.....	209

## GIURISPRUDENZA

ALFONSO PARZIALE	
Da Karlsruhe (ri)corsi e ricorsi minano la stabilità europea - I parte .....	217

ALFONSO PARZIALE	
Da Karlsruhe (ri)corsi e ricorsi minano la stabilità europea - II parte .....	221

EDOARDO RULLI	
Lo <i>short selling</i> e i poteri dell'Esma.....	225

FABIANO DE SANTIS	
E la Corte europea dei diritti dell'uomo bacchettò la Consob .....	228

EDOARDO RULLI	
Alla lotteria la fortuna non basta.....	231

FILIPPO PARRELLA	
Se il rendimento è scarso paga la banca .....	233

PAOLO LUCCARELLI	
Il valzer dello <i>ius poenitendi</i> .....	236

MARCO TOFANELLI	
Tu chiamala se vuoi nomofilachia.....	244

ANDREA TUCCI	
<i>Ius poenitendi</i> , il dibattito non si placa.....	250

FLAVIO CIOTTI	
Usura: il dilemma degli interessi di mora .....	256

CLAUDIA PETRACCA	
<i>Ius poenitendi</i> : e adesso tocca ai giudici .....	262

DAMIANO BATTISTELLI	
Prove tecniche di colonizzazione.....	267

# INTRODUZIONE

Tra i numerosi meriti della Rete ce n'è uno che non è mai abbastanza sottolineato: la disintermediazione dell'informazione. Per diffondere notizie, analisi, immagini non servono più i capitali necessari ai media tradizionali. Basta un gruppo di persone di buona volontà che abbia voglia di pensare, scrivere e pubblicare sul Web. E che sia disposta ad accettare tutto quanto Internet restituisce: apprezzamenti, segnali di interesse e, soprattutto, critiche.

FCHub, che – ricordiamolo – sta per Financial Community Hub, è un sito nato proprio con questo obiettivo: mettere a disposizione di tutti un patrimonio di conoscenze e di capacità di analisi che, nell'ambito dell'economia e della finanza, non è facile trovare. Neanche nei ben più ricchi media tradizionali. In questo primo anno scarso di attività il giocattolo ha funzionato, con contributi numerosi e di qualità, un comitato scientifico di grande valore, partner sostenitori prestigiosi.

L'obiettivo non è il business ma il confronto delle idee. Potremmo paragonarci a un'associazione sportiva che gestisce una palestra o un campo di gioco dove si allenano gli atleti. Ovvero economisti e analisti che, in questi anni difficili, sono costretti a percorrere terre inesplorate. In cerca della crescita perduta e di tutte le certezze che questo cambiamento storico ha messo in discussione. Dopo il 2008 “nulla sarà come prima”, fu il

commento di molti osservatori quando la crisi finanziaria dispiegò i suoi primi effetti. E così è stato. Governi, imprese, sindacati, banche e banche centrali, autorità di regolazione e di vigilanza sui mercati si sono trovati ad affrontare problemi inattesi, anche nelle dimensioni, con armi spuntate, spesso a causa di errori precedenti.

La gestione della finanza pubblica, la distribuzione del reddito, il mercato del lavoro, l'erogazione del credito, l'impiego del risparmio hanno dovuto affrontare cambiamenti che nessuno dieci anni fa avrebbe, o meglio, ha saputo prevedere. Negli articoli apparsi su FCHub si trova un po' di tutto questo, compresa qualche utile digressione nel mondo della politica, a sua volta così difficile da esplorare.

Ringraziamo gli autori per la generosità con cui hanno offerto, gratis, i loro articoli. Ringraziamo i nostri partner sostenitori per averci dato la possibilità di lanciare questa iniziativa. E ringraziamo i lettori che ci seguono. Con la promessa che ci impegniamo a fare sempre meglio.

Orazio Carabini

## PRESENTAZIONE

Nei primi mesi di attività FCHub ha proposto ai suoi lettori svariati articoli e saggi brevi riguardanti i temi più caldi della regolamentazione dei mercati finanziari.

I contributi pubblicati sono, a mio avviso, molto apprezzabili, in quanto combinano il taglio breve, giornalistico, di rapida lettura, all'approfondimento scientifico, rigoroso e metodologicamente corretto, ancorché necessariamente sintetico.

I brevi saggi che qui presentiamo non propongono una, inaccettabile, visione "unica", ma al contrario sono caratterizzati da un'accentuata dialettica, che in alcuni casi – si pensi al tema dello *ius poenitendi* nell'offerta fuori sede – porta gli autori a sostenere, motivatamente, tesi nettamente divergenti.

FCHub è e vuole essere, infatti, un luogo di discussione fra studiosi e operatori del mercato.

Notevole attenzione gli autori hanno prestato alla disciplina dell'Unione Europea e alle iniziative della Bce, sia come autorità di regolamentazione, sia come autorità di vigilanza, destinata a controllare, direttamente o indirettamente, la gran parte dei gruppi bancari europei.

Al riguardo, non sono mancate critiche alla rigidità del *patto di stabilità*, di cui molti chiedono una maggiore flessibilità. Ma, al tempo stesso, sono state sottolineate con favore alcune recenti iniziative della Commissione (ad. es. in tema di *project bond*). Anche la politica della Bce è stata,

da un lato, criticata per la rigidità dell'*Asset Quality Review* (che rischia di penalizzare fortemente le banche italiane), ma, dall'altro, lodata, pur se con qualche osservazione critica, per il tentativo di favorire le operazioni di rifinanziamento o di acquistare Abs, dando nuovo slancio alle cartolarizzazioni. E' stato dato, altresì, il giusto rilievo alle prese di posizione, non sempre tenere, delle Corti tedesche sulla "legittimità" delle azioni poste in essere dalla Bce.

Con riferimento, in particolare, al settore bancario, diversi autori hanno commentato criticamente le modalità di funzionamento del nuovo *Single Regulatory Mechanism* (Srm) per la "risoluzione" delle crisi, evidenziando le differenze di fondo con le linee guida del *Dodd Frank* americano, che comunque ne ha, per molti versi, costituito il modello. Si è fatto, però, anche notare come i primi *resolution plans* presentati dalle banche statunitensi si siano rivelati del tutto insoddisfacenti. Dunque, la regolamentazione nord-americana sul punto non può costituire un *benchmark* assoluto.

Con riguardo alla disciplina dei servizi di investimento, il dibattito si è incentrato principalmente, con accenti variegati, sul ruolo della consulenza finanziaria. Si è evidenziato come vi siano ancora notevoli oscurità e confusione nella regolamentazione, che ostacolano lo sviluppo del servizio di *consulenza indipendente*, nonché un più corretto e moderno inquadramento della professione di promotore finanziario. Ed è sempre, in fondo, il tema della consulenza ("ancillare" o implicita) a motivare le oscillazioni della giurisprudenza teorica e pratica sull'offerta fuori sede di servizi di investimento, e in particolare sulla titolarità dello *ius poenitendi* in capo all'investitore, nonché sul servizio di gestione di portafogli, che rischia di trasformarsi in una (impossibile) *obbligazione di risultato*.

Riflessioni significative si trovano, nel volume, sulle società fiduciarie, sui fondi di investimento (in particolare, specializzati in investimenti alternativi), sui fondi di *private equity* come soci delle società quotate italiane.

Con riferimento al mercato dei capitali sono state proposte riflessioni critiche sulle ultime novità legislative e regolamentari, dal voto multiplo o maggiorato al *crowdfunding*, evidenziando opportunità e limiti delle nuove misure. Si sono anche attentamente analizzati i motivi dell'insuccesso della prima "privatizzazione" della nuova era (Fincantieri), offrendo suggerimenti per le prossime lpo.

In punto di tutela degli investitori, particolare attenzione è stata prestata agli interventi della giurisprudenza, di merito e di legittimità, nonché alle pronunce dell'Abf, arbitro bancario e finanziario, che sta assumendo

rilievo sempre maggiore nella ricerca di una composizione degli interessi di banche e clientela.

Tornando alla vigilanza, italiana e comunitaria, devono sottolinearsi gli interventi sulla nuova *governance* della Banca d'Italia, che evidenziano le molte *luci*, ma anche le *zone d'ombra* rimaste, sui limiti imposti dalla Corte di Giustizia ai poteri di intervento delle autorità di vigilanza comunitarie, nonché sulla nota decisione della Corte di Strasburgo nel caso Exor, che ha censurato la *duplicazione* dei provvedimenti sanzionatori italiani, amministrativi e penali.

Di fondo, direi, emerge una diffusa, motivata richiesta di ulteriori, profonde semplificazioni amministrative, indispensabili per dare nuovo vigore al nostro mercato.

Raffaele Lener