

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Settembre-Dicembre 2019

5-6

RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i>	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito.

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',
CARLO SALVATORI, MARIO SARVINELLI, FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXV (NUOVA SERIE)

SETTEMBRE-DICEMBRE 2019 N. 5-6

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO	Il sentiero fragile dell'economia mondiale.....	3
---------------	---	---

Contributi

V. CIOLI	Costo del debito ed anomalie finanziarie: effetto di usura ed anatocismo sulla valutazione aziendale e sull'ottimizzazione della struttura finanziaria.....	7
----------	---	---

Saggi - Sezione Giovani

E. CAIAZZO	A Research on Odd Couples in the Loan Market.....	43
------------	---	----

Contributi - Sezione Giovani

G. MATTARELLA	La compatibilità della finanza islamica con l'ordinamento italiano: commento al progetto di legge del 2017	59
---------------	---	----

Interventi

Le scelte di investimento delle famiglie italiane: evidenze dal rapporto Consob 2019 (C. Di Noia).....	89
---	----

Rubriche

La corporate governance del sistema bancario dopo la grande crisi: appunti e riflessioni (M. Faroni).....	103
--	-----

Active share e il valore della gestione attiva (L. De Biasi).....	119
--	-----

Il cambiamento di paradigma nel mercato dei pagamenti: l'Italia in pole position (L. Fratini Passi).....	127
---	-----

Finanziamenti a consumatori: estinzione anticipata e restituzione delle commissioni secondo il pensiero della Corte di giustizia (F. Maimeri).....	141
--	-----

Le compravendite di uffici, negozi e capannoni nel periodo 2013-2019 (D. Percoco).....	153
---	-----

Bankpedia	163
Blockchain e politiche pubbliche (C. Oldani)	
Initial Coin Offering (S. L. Furnari)	

Elenco dei Referees 2019.....	171
-------------------------------	-----

Indice dell'annata 2019	173
-------------------------------	-----

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referees selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione cartacea) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it
Gli articoli dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.*

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio tre copie della Rivista

Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: redazione@rivistabancaria.it

Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione della Rivista. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa
Massimo, 29 - 00161 - Roma -
Fax +39 06 83700502
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di dicembre 2019 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

IL SENTIERO FRAGILE DELL'ECONOMIA MONDIALE

GIORGIO DI GIORGIO*

Sono trascorsi oltre 11 anni dal culmine, con il fallimento di Lehman Brothers, della grande crisi finanziaria internazionale scoppiata nell'estate del 2007. Il ricordo dei lunghi mesi dominati da incertezza, paura, instabilità dell'intero sistema finanziario è ancora vivo, e non solo tra gli esperti e le autorità di politica economica e di regolamentazione e vigilanza sui mercati e sugli intermediari. Non deve quindi sorprendere che, nonostante un lungo percorso – decennale – di ripresa prima e di espansione poi nella maggior parte dei paesi industrializzati, il rallentamento in corso nei ritmi di crescita dell'economia mondiale e una serie di vulnerabilità riscontrabili nei mercati finanziari inducano nuovi e fondati timori di un possibile imminente ritorno di scenari negativi.

L'ultimo *World Economic Outlook* del Fondo Monetario internazionale (Ottobre 2019) stima al 3% la crescita mondiale nel 2019 e al 3,4% quella nel 2020, riconoscendo esplicitamente nella caduta del commercio mondiale,

* Professore Ordinario di Teoria e Politica Monetaria e Direttore del Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF), Università LUISS Guido Carli

alimentata da dannose politiche protezionistiche, e nel contemporaneo rallentamento della manifattura negli USA, in Germania e in Cina le principali ragioni delle difficoltà attuali. Il dato è decisamente inferiore a quanto realizzato negli ultimi anni, ma non drammaticamente al di sotto (solo di un paio di decimali) dalla performance media dell'economia mondiale negli anni 80 e 90, che certo non ricordiamo come "anni di crisi". È vero, tuttavia, che il dato emerge da un contributo molto limitato dei paesi industrializzati, che si prevede crescano in media poco sopra l'1,5% questo e il prossimo anno, e da performance brillanti (superiori al 5% di crescita) realizzate solo in alcuni paesi emergenti. Il rapporto riconosce, peraltro, che al rallentamento globale in corso, le politiche monetarie potranno opporre solo armi ormai spuntate, dato il livello molto basso, quando non negativo, dei tassi di interesse e l'abbondante liquidità emessa negli ultimi dieci anni dalle banche centrali. Senza il supporto di tali politiche la crescita mondiale sarebbe stata inferiore di mezzo punto percentuale.

In verità, giova ricordare anche alcuni aspetti positivi dello scenario macroeconomico internazionale, come il livello eccezionalmente basso della disoccupazione nei maggiori paesi, che sostiene il reddito disponibile delle famiglie e i livelli di consumo, l'assenza di tensioni inflazionistiche e una dinamica ancora robusta dei profitti delle imprese, una evidente maggiore solidità patrimoniale nei sistemi bancari e finanziari.

Una valutazione oggi dell'effettiva rischiosità della situazione economica e finanziaria mondiale non è quindi per nulla banale, dovendo necessariamente "pesare" e confrontare i molti fattori di fragilità, in particolare il notevole indebitamento, sia pubblico che privato, ma anche i prezzi elevati sui mercati di borsa, con gli appena richiamati punti di forza e resilienza dei mercati del lavoro e dei beni. Il compito sarà comunque reso più agevole dal recente impegno assunto dalla Federal Reserve di unirsi ad altre importanti banche centrali nella produzione di un Rapporto sulla stabilità finanziaria, nonostante questo obiettivo di policy, per quanto richiamato, anche esplicitamente, in alcuni frammenti della normativa statunitense, non possa certo considerarsi avere lo stesso ruolo, sicuramente dal 2012, rispetto al cosiddetto "dual mandate" di garantire la stabilità dei prezzi e il pieno impiego delle risorse (un tasso di disoccupazione vicino al suo livello "naturale").

La Fed, dal novembre 2018, pubblica due volte l'anno una disamina analitica degli shocks che colpiscono il sistema finanziario e delle principali vul-

nerabilità che lo stesso sembra esibire. Gli shocks, per definizione, sono eventi inaspettati che colpiscono profondamente le dinamiche di un sistema economico e finanziario e che richiedono una adeguata risposta di policy. Le vulnerabilità, invece, costituiscono riconoscibili fattori di fragilità che possono, nel tempo, causare problemi e difficoltà. Un efficace monitoraggio delle stesse, e il tentativo di contenerle e ridurle con azioni mirate, contribuisce a ridurre gli effetti negativi indotti dalla realizzazione di futuri shocks avversi.

La Fed classifica le vulnerabilità presenti nel sistema finanziario in quattro categorie distinte.

Una prima categoria è relativa a pressioni valutative che possono indurre prezzi di attività molto superiori ai valori “normalmente” assunti, anche da un punto di vista storico, e che potrebbero quindi originare veloci ed intense cadute negli stessi e indurre rilevanti perdite nei bilanci di chi le detiene.

Molta attenzione è poi posta sia sul livello di indebitamento di famiglie ed imprese, che espone a costi rapidamente crescenti in caso di riduzione dei flussi di reddito, di cadute nel valore delle attività o di repentini aumenti nei tassi di interesse e/o nei premi per il rischio; sia sulla leva del sistema finanziario nel suo complesso, così come costituito da banche e altre società di intermediazione finanziaria. Un sistema ben capitalizzato ha ovviamente maggiori capacità di reagire ad eventuali shocks negativi senza ridurre prestiti, garanzie e altre attività svolte a favore dei prenditori di fondi.

Infine, il sistema finanziario è esposto a rischi di liquidità, investendo normalmente in strumenti a più lunga scadenza e in media meno liquidi rispetto a quelli con cui ottiene le risorse (depositi o quote di fondi comuni sul mercato monetario).

Nell'ultimo report di novembre, la Fed ammette poche variazioni nella situazione complessiva del Sistema finanziario statunitense rispetto al precedente di maggio. In questo, si stimavano preoccupanti il livello di indebitamento delle imprese, ed in particolare delle imprese più rischiose (che emettono *high yield bonds*) e, seppure non eccessivamente, la valutazione dei prezzi di borsa, che rifletteva un sostenuto appetito per il rischio da parte degli investitori. Per contro, la solida capitalizzazione delle maggiori banche negli USA, una leva contenuta delle imprese di investimento e una posizione finanziaria sufficientemente florida delle compagnie assicurative, consentiva un mode-

rato ottimismo, confermato dal riconoscere un peso modesto, in rapporto ai redditi, dell'indebitamento delle famiglie, in particolare se confrontato con la situazione pre crisi dei mutui subprime.

Cosa è cambiato negli ultimi mesi? Sicuramente, le pressioni valutative si sono fatte ancor più rilevanti. È plausibile che la dinamica macroeconomica attesa in generale peggioramento avrà qualche effetto sui profitti futuri delle aziende, che sinora sono stati un fattore di sostegno ai prezzi. L'atteggiamento accomodante delle autorità di politica monetaria potrebbe tuttavia limitare il trasferimento sul mercato del lavoro di effetti negativi giocando sul mantenimento di oneri finanziari limitati. Gli spazi per immaginare una marginale ripresa dell'espansione dell'attività economica non sono molti, ma qualche segnale positivo arriva anche dalla recente distensione accennata dal Presidente Trump sulle relazioni commerciali con la Cina, che potrebbe limitare ulteriori cadute nel commercio mondiale. È necessario che politiche fiscali e industriali intervengano a sostenere la domanda aggregata per disinnescare il rischio che una crisi di fiducia sui mercati finanziari riporti ad un rapido aumento dei premi al rischio e spinga in difficoltà una quota consistente delle imprese più indebitate. In questa ottica devono leggersi i ripetuti recenti richiami di Mario Draghi all'opportunità di affiancare l'azione delle banche centrali con altri strumenti di policy.

In Europa, l'incertezza causata dalla Brexit e le perduranti difficoltà dell'economia tedesca costituiscono sfide che la nuova Commissione Europea appena insediatasi deve cercare di governare e superare.

I prossimi mesi indicheranno se l'attuale fragile e rischioso sentiero di espansione dell'economia mondiale potrà riprendere con maggiore tranquillità e superare i timori di ritorno di una situazione di crisi finanziaria. Un ruolo importante sarà giocato, come detto, dal sostegno alla domanda aggregata offerto da politiche fiscali auspicabilmente e responsabilmente espansive (laddove possibile) e da opportune strategie di rafforzamento patrimoniale da parte delle imprese più indebitate.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento per il 2020

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	Economia Italiana quadrimestrale	Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana
Canone Annuo Italia	€ 100,00 causale: MBI20	€ 60,00 causale: EII20	€ 130,00 causale: MBEII20
Canone Annuo Estero	€ 145,00 causale: MBE20	€ 80,00 causale: EIE20	€ 180,00 causale: MBEIE20
Abbonamento WEB	€ 60,00 causale: MBW20	€ 30,00 causale: EIW20	€ 75,00 causale: MBEIW20

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

Pubblicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

ALLIANZ BANK
FINANCIAL ADVISORS S.P.A

ANIA

ARTIGIANCASSA

ASSOFIDUCIARIA

ASSONEBB

ASSORETI

ASSOSIM

BANCA CARIGE SPA

BANCA D'ITALIA

BANCA FINNAT

BANCA IMI

BANCA POPOLARE
DEL CASSINATE

BANCA PROFILO

BANCA SISTEMA

BANCO BPM

CONSOB

C R I F

ERNST & YOUNG

GRUPPO UNICREDIT

IVASS

MERCER ITALIA

NATIXIS IM

NET INSURANCE

OASI

OCF

OLIVER WYMAN

ORRICK

POSTE ITALIANE

SACE

VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:

MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:

ANDREA BATTISTA, Net Insurance

ANTONIO BOTTILLO, Natixis

NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano

LUCA DE BIASI, Mercer

LILIANA FRATINI PASSI, CBI

LUCA GALLI, Ernst & Young

ANDREA PEPE, FinecoBank

ANDREA PESCATORI, Ver Capital

PAOLA PIETRAFESA, Allianz Bank Financial Advisors

ALBERICO POTENZA, Groupama Asset Management

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

