

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Luglio-Agosto 2022

4

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 | CARMINE DI NOIA, OCSE |
| ELENA BECCALLI, Università Cattolica del S. Cuore | LUCA ENRIQUES, University of Oxford |
| MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore | GIOVANNI FERRI, LUMSA |
| EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia | FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i> |
| PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca | LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo |
| CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre" | EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia |
| FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia | GUR HUBERMAN, Columbia University |
| ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata" | AMIN N. KHALAF, Ernst & Young |
| ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna | CLEMENS KOOL, Maastricht University |
| 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" |
| SRIS CHATTERJEE, Fordham University | NADIA LINCIANO, CONSOB |
| N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University | PINA MURÈ, Sapienza - Università di Roma |
| LAURENT CLERC, Banque de France | FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea |
| MARIO COMANA, LUISS Guido Carli | ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre" |
| GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund | ZENO ROTONDI, Unicredit Group |
| RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma | ANDREA SIRONI, Università Bocconi |
| GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund | MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata" |
| STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i> | 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, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Vincenzo Formisano, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzoni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

SOCI ONORARI

GIUSEPPE DI TARANTO, ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARCINELLI

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTE

GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,
PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO', FRANCO VARETTO

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXXVIII (NUOVA SERIE)

LUGLIO-AGOSTO 2022 N. 4

SOMMARIO

Editoriale

G. DI GIORGIO La BCE al bivio tra normalizzazione e stretta monetaria 3 - 7

Saggi

F. DAINELLI La modellizzazione di sistemi di *scoring forward-looking* ... 9 - 36

Contributi

M. G. IOCCA
R. FERRETTI Le offerte pubbliche di acquisto tra efficienza del mercato del controllo societario, stabilità degli assetti proprietari e tutela delle minoranze: un'analisi a venti anni dal testo unico della finanza 37 - 78

Interventi

C. DI NOIA The rise and risks of global corporate bond markets 79 - 86

Rubriche

Cinque anni di ACF: un breve bilancio che guarda al futuro
(G. E. Barbuzzi) 87-96

Principali trend tecnologici e i loro potenziali impatti sul modello di business e sull'offerta digitale delle banche e del *corporate & investment banking*
(C. Ramon) 97-102

Doveri e responsabilità della *management company* transfrontaliera nei confronti di una SICAV UCITS eterogestita lussemburghese
(M. P. Gentili) 103-110

Iniziative della Commissione Europea a favore degli individui sovra-indebitati nel contesto della politica dei consumatori
(F. Gaetano) 111-126

Cresce il numero degli italiani con un finanziamento in corso ma (per ora) la sostenibilità resta elevata
(B. Rubini) 127-133

Bankpedia:

I prezzi delle cripto valute
(C. Oldani) 135-142

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 referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione del numero successivo) sul sito della rivista: www.rivistabancaria.it

*Gli articoli di norma non dovranno superare le 35 cartelle stampa e 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 una copia 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 di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*. 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 -
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato

Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

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

Finito di stampare nel mese di ottobre 2022 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

**LA BCE
AL BIVIO
TRA NORMALIZZAZIONE
E STRETTA MONETARIA**

GIORGIO DI GIORGIO*

L'8 settembre, la Banca Centrale Europea ha deciso di seguire l'esempio della Federal Reserve e aumentare in modo aggressivo i tassi di policy nell'Eurozona. Il tasso sui depositi presso la BCE è stato riportato in territorio positivo (allo 0.75%), il tasso di rifinanziamento sulle operazioni di mercato aperto all'1,25% e il tasso di rifinanziamento marginale all'1,5%. Si tratta degli incrementi di tassi di interesse di maggior intensità mai adottati dalla costituzione della BCE ad oggi. Le decisioni sono state giustificate: a) dalla recente dinamica inflazionistica, seppure la stessa possa considerarsi ancora, per larga parte, "esogena" nell'area dell'Euro ed imputabile al caro energia e

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

alla impennata dei prezzi di materie prime e beni alimentari, e b) dalla necessità di segnalare la determinazione ad agire senza tentennamenti per garantire un ritorno graduale all'obiettivo della stabilità dei prezzi, definito come un tasso di inflazione misurato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'eurozona pari al 2%.

Se dovessimo valutare l'operato della nostra banca centrale dai risultati raggiunti, purtroppo, il giudizio non potrebbe essere positivo, nell'ultimo decennio. L'obiettivo di una inflazione "inferiore ma vicina al 2%" non è stato infatti raggiunto dal 2013 al 2021, anni caratterizzati da tassi di inflazione ridotti e (addirittura) da concreti rischi deflazionistici; dopo la "revisione della strategia di politica monetaria", adottata nell'estate del 2021, il nuovo obiettivo "del 2%", appare decisamente fuori portata sia quest'anno che, con elevata probabilità, nel 2023.

Non ci sono dubbi che gli anni successivi alla grande crisi finanziaria internazionale e alla crisi dei debiti sovrani siano stati caratterizzati da notevoli difficoltà e da profondi mutamenti nell'ambiente economico, sociale e finanziario, guidati dall'innovazione tecnologica, dalle sfide connesse al dibattito e complesso evolversi dei percorsi di integrazione e globalizzazione delle diverse aree e al riemergere di forti tensioni geopolitiche. Così come l'impatto della pandemia e delle "chiusure", sia fisiche che psicologiche, non sia successivamente stato banale da comprendere e internalizzare nelle previsioni. Tuttavia, data la metrica scelta autonomamente dal Consiglio Direttivo della BCE per guidare le proprie decisioni, e nonostante il generale apprezzamento sulle competenze e le qualità di molti autorevoli esponenti dello stesso, il dubbio che un qualche danno reputazionale possa discendere da dieci anni di mancato raggiungimento degli obiettivi rimane. La conseguenza sarebbe un allentamento della capacità da parte della BCE di orientare le aspettative degli operatori economici, con l'effetto di disancorarle dai propri obiettivi rendendone il raggiungimento più arduo.

Date queste premesse, è lecito riflettere sulla necessità di calibrare in modo opportuno le prossime decisioni di politica monetaria, attese per fine ottobre

e metà dicembre, in un contesto di generale deterioramento dell'attività economica e di perdurante incertezza politica dovuta principalmente all'evoluzione del conflitto tra Russia e Ucraina e alla crisi energetica.

Se la “normalizzazione” della politica monetaria appare ragionevole, questo non implica affatto che lo sia passare ad una politica restrittiva, come probabilmente avverrebbe qualora il Consiglio Direttivo decidesse di continuare a seguire la FED e di proseguire con analoghi “forti” aumenti dei tassi nelle prossime due sedute. Una simile decisione sarebbe inopportuna, dato il minor peso nella dinamica inflazionistica europea (rispetto a quella USA) di una componente da “domanda”, e il rapido deterioramento dell'attività, che fa delineare un concreto rischio di recessione nei prossimi mesi. Diventerebbe anche contrastante con le ripetute rassicurazioni fornite dalla BCE in merito a mantenere la liquidità “ampia” grazie al reinvestimento (fino alla fine del 2024) dei rimborsi ottenuti dagli acquisti di titoli condotti attraverso il programma di emergenza pandemico (PEPP). Reinvestimento “svincolato” dall'applicazione della cosiddetta *capital key rule*, come lo erano anche gli acquisti originari, e che quindi consente alla BCE una prima linea di difesa flessibile contro eventuali attacchi speculativi su uno o più paesi dell'Eurozona. Questa prima linea di difesa sarebbe tuttavia facilmente superabile in un contesto caratterizzato da due ulteriori forti aumenti dei tassi di interesse (tali da portare al 3% entro dicembre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale).

Per contrastare la speculazione la BCE potrebbe utilizzare la nuova “arma” dello strumento di protezione della trasmissione della politica monetaria (TPI). Tale strumento consente di regolare la liquidità nel sistema finanziario europeo attraverso acquisti (o vendite) discrezionali di titoli sul mercato secondario (operazioni di mercato aperto) senza vincolarsi *ex ante* a farlo solo in modo temporaneo (attraverso quelle operazioni che in gergo si chiamano *repos* o *reverse repos*). Grazie al TPI, ribattezzato “scudo anti spread”, la BCE ha libertà di acquistare, in teoria senza limiti ma impegnandosi a non modificare la base monetaria complessiva nell'Eurozona, titoli, prevalentemente

governativi, di maturità compresa tra uno e dieci anni. La giustificazione di tali interventi sarebbe da rinvenire nella constatazione di movimenti di prezzo sui mercati obbligazionari ritenuti essenzialmente riconducibili all'attività di agenti "speculatori", in quanto non motivati da situazioni macroeconomiche in forte squilibrio per un paese membro, dall'adozione da parte dello stesso di politiche non coerenti con il quadro e le raccomandazioni della UE, da una sua mancata compliance al fiscal framework o da una palese insostenibilità del debito pubblico.

La BCE si è quindi dotata di maggiore discrezionalità per proteggere l'ordinato meccanismo di trasmissione alla finanza e all'economia reale delle sue decisioni di politica monetaria, con l'auspicio di tornare *finalmente* a raggiungere il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. Con un approccio meno rigido e vincolante rispetto a quello collegato alle Outright Monetary Transactions (OMT), annunciate nel 2012. Queste ultime consentono acquisti illimitati sul mercato secondario di titoli governativi di un paese dell'Eurozona fiscalmente fragile a patto che tali acquisti siano interamente "sterilizzati" (come è anche previsto nel caso del TPI) in termini di base monetaria complessiva ma anche, e soprattutto, "condizionati" alla sostanziale rinuncia da parte del paese stesso alla propria sovranità fiscale.¹ Le OMT non sono mai state utilizzate, si tratta di un tipico esempio in cui l'annuncio di una "politica" è sufficiente a generare i risultati voluti, senza neanche il bisogno di implementarla. È evidente come, nell'affiancare a tale strumento rigido e "dormiente" un TPI non regolato *ex ante* da alcuna condizione, di natura totalmente discrezionale, che addirittura non esclude neanche la possibilità per la BCE di orientare gli acquisti a titoli non governativi (in caso di necessità), la nostra banca centrale abbia deciso di passare ad un approccio molto pragmatico.

Lo stesso pragmatismo richiede oggi di considerare con attenzione i dati sugli indicatori dell'inflazione futura (più che la sua recente dinamica passa-

1 Con le OMT si impone infatti il contestuale intervento sul mercato primario dei titoli da parte del Meccanismo Europeo di Stabilità e l'assoggettamento delle decisioni di finanza pubblica del paese ad un esplicito benessere da parte di Commissione UE, BCE e Fondo Monetario Internazionale (la famigerata "troika", tanto invisa ai sovranisti e ai populistici).

ta) per evitare che aumenti eccessivi nei tassi di interesse abbiano un effetto traumatico su una economia già in sofferenza e riportino la BCE a fine 2023 a dover preoccuparsi di nuovo di rischi deflattivi. Un troppo rapido aumento dell'intera struttura dei tassi di interesse impatterebbe infatti diffusamente, oltre che sulle finanze pubbliche, su famiglie e imprese indebitate e verrebbe a coincidere temporalmente con il recente venir meno di molti dei programmi di moratoria e estensione di garanzie predisposti durante la pandemia. Il passo che conduce da un forte rallentamento dell'attività economica alla recessione conclamata è breve, richiederebbe una rapida marcia indietro da parte della BCE e peggiorerebbe ulteriormente la percezione sulla sua capacità di anticipare correttamente le dinamiche economiche.

Una più graduale politica di aumenti di entità limitata nei tassi consentirebbe invece un fine tuning più adeguato rispetto al quadro macroeconomico attuale e di “fermarsi in tempo”, prima che la “normalizzazione” si trasformi in una inopportuna e pericolosa “restrizione” monetaria.

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

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

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

oppure inviare una **richiesta** a:

amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento ordinario per il 2023

| | Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale | Economia Italiana quadrimestrale | Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana |
|---------------------|---|---|--|
| Canone Annuo Italia | € 120,00 causale: MBI23 | € 90,00 causale: EII23 | € 170,00 causale: MBEII23 |
| Canone Annuo Estero | € 175,00 causale: MBE23 | € 120,00 causale: EIE23 | € 250,00 causale: MBEIE23 |
| Abbonamento WEB | € 70,00 causale: MBW23 | € 60,00 causale: EIW23 | € 100,00 causale: MBEIW23 |

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 **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 60,00 / € 10,00** digitale

Pubblicità

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

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

| | |
|---------------------------------|-----------------------------|
| ALLIANZ BANK F. A. | C R I F |
| ANIA | DEA CAPITAL REAL ESTATE SGR |
| ASSICURAZIONI GENERALI | Divisione IMI - CIB |
| ASSOFIDUCIARIA | Intesa Sanpaolo |
| ASSONEBB | ERNST & YOUNG |
| ASSORETI | GENTILI & PARTNERS |
| ASSOSIM | IBL BANCA |
| BANCA ALETTI | INTESA SANPAOLO |
| BANCA D'ITALIA | INVESTIRE SGR |
| BANCA FINNAT | IVASS |
| BANCA POPOLARE DEL CASSINATE | MERCER ITALIA |
| BANCA PROFILO | NATIXIS IM |
| BANCA SISTEMA | NET INSURANCE |
| BLUE SGR | OCF |
| CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO | OLIVER WYMAN |
| CBI | P 4.0 |
| CONSOB | POSTE ITALIANE |
| | VER CAPITAL |

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA
ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:
MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:
ANDREA BATTISTA, Net Insurance
ANTONIO BOTTILLO
NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano
LUCA DE BIASI, Mercer
LILIANA FRATINI PASSI, CBI
LUCA GALLI, Ernst & Young
GIOVANNA PALADINO, Intesa SanPaolo
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

