

Capitale di rischio Asset chiave per la crescita



Sottolineando l'importanza per l'Europa di diversificare le fonti di finanziamento e di collegare le risorse finanziarie agli investimenti produttivi, l'articolo presenta l'iniziativa *Capital Markets Union* (CMU) come una risposta strategica mirata a sviluppare un mercato finanziario europeo integrato, in grado di sostenere le imprese europee, offrire opportunità di investimento e rafforzare la resilienza e la crescita economica. L'analisi considera inoltre l'importanza strategica delle dimensioni aziendali, il ruolo delle banche e la necessità di una politica finanziaria e industriale europea unificata per garantire la competitività dell'Unione europea sulla scena mondiale.

CAPITAL MARKETS UNION (CMU)//DISTRIBUZIONE DELLA RICCHEZZA//FINANZA//VENTURE CAPITAL//CONCORRENZA GLOBALE



STEFANO CASELLI

è Dean di SDA Bocconi, professore ordinario di Banking & Finance presso il Dipartimento di Finanza e Algebris Chair in "Long-Term Investment and Absolute Return" dell'Università Bocconi di Milano.

LA FORZA DEI NUMERI IN GIOCO

I prossimi mesi saranno fondamentali per riflettere sul disegno del mercato unico europeo e sui fattori di competitività dell'Unione europea rispetto agli altri sistemi economici con cui ci confrontiamo. La sola considerazione dei valori in gioco rispetto alla dimensione degli Stati Uniti, da un lato, e della Cina, dall'altro, sarebbe sufficiente a giustificare le ragioni di un'accelerazione del percorso di integrazione politica per consentire ai sistemi economici dei singoli paesi europei e delle loro aziende di giocare un ruolo a livello internazionale. Ma l'ottimismo della ragione deve essere supportato da passi progressivi, e il disegno del mercato unico finanziario – la c.d. *Capital Markets Union* – fa parte in modo decisivo di questo percorso, in quanto

affronta il tema non solo del buon funzionamento dei mercati ma soprattutto del buon utilizzo delle risorse finanziarie di cui disponiamo (in Europa e in Italia). La magnitudine dei numeri è essenziale per capire il “campo di gioco” economico e il suo potenziale da sfruttare in una prospettiva europea (Thomadakis, 2024). Il PIL del mondo oggi supera i 110 trilioni di dollari e la ricchezza globale è un multiplo crescente: 15 volte il PIL del mondo rispetto alle 8 volte del 2011. Nel dettaglio, gli asset finanziari detenuti dagli intermediari finanziari sono 510 trilioni di dollari, quelli detenuti da famiglie, pubblica amministrazione e imprese sono 550 trilioni, gli asset reali sono 490 trilioni.

Complessivamente la ricchezza liquida e prontamente investibile è pari a 190 trilioni, ossia quasi il doppio del PIL stesso. In Italia, le famiglie detengono 5.300 miliardi di euro in asset finanziari, di cui il 20% è liquido e, anche in questo caso, prontamente investibile. La buona notizia che emerge da questi dati è che il potere economico derivante dalla ricchezza è attualmente senza precedenti, e il movimento di liquidità può influenzare il valore di qualsiasi asset (Carney, 2021). Questo implica che qualsiasi investitore, anche con un singolo euro investito, ha una responsabilità significativa. Il paradosso risiede nel fatto che l'ammontare di asset finanziari e reali disponibili non è sufficiente per soddisfare la fame degli investitori, portando così a un'ampia gamma di opzioni di finanziamento per le imprese: i) *private equity* e *private debt*, ii) *public equity* e *bonds*, iii) *loans*. Non si tratta tuttavia di uno scenario facile da navigare perché richiede di operare con regole e modelli concettuali diversi, che vanno dai fondi ai mercati finanziari, fino alle dinamiche bancarie.

Ma è davvero il migliore dei mondi possibili? Nonostante la ricchezza disponibile superi di gran lunga il PIL, la crescita economica e la distribuzione della ricchezza non seguono un percorso uniforme, creando disparità nell'utilizzo delle risorse naturali e nell'accesso ai diritti fondamentali. In questo contesto, l'importanza crescente dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) rappresenta una sfida di portata globale e di natura pratica,

essenziale per la preservazione e il miglioramento del nostro ecosistema.

LA CAPITAL MARKETS UNION: IL CIELO IN UNA STANZA?

Il tema dell'allocazione della ricchezza diviene cruciale per sostenere oggi sfide molteplici come la crescita del PIL e dell'occupazione, la promozione dell'innovazione e la transizione energetica. Ma se confrontiamo le performance internazionali, emerge un ritardo evidente, come evidenziato dall'ultimo *High Level Seminar* di Eurofi a Ghent. Usando come indicatore dello sviluppo finanziario e di utilizzo del risparmio la somma degli investimenti in titoli di debito (in prevalenza titoli di Stato) e in titoli azionari quotati (il mercato azionario), l'Unione europea ha un rapporto rispetto al PIL del 233%, mentre gli Stati Uniti del 449%. Guardando solo alla borsa, il rapporto scende all'81% in Europa mentre si attesta al 227% negli Stati Uniti. Nel 2015 questi due rapporti erano rispettivamente del 61% e del 131% (Truchet, 2023).

È il debito la strada maestra per crescere? Oppure è il capitale di rischio lo strumento più appropriato per affrontare le sfide che abbiamo di fronte? Il ruolo della visione industriale dell'Europa e il coinvolgimento delle banche sono fattori decisivi in questo contesto. L'iniziativa *Capital Markets Union* (CMU), lanciata nel 2015, si propone di sviluppare e integrare ulteriormente i mercati finanziari domestici dell'UE, con tre obiettivi differenti (Lannoo, Thomadakis, 2021):

- diversificare le opportunità di funding delle aziende europee, pensando soprattutto a quelle più innovative e con più alto potenziale di crescita;
- offrire ai risparmiatori opportunità più ampie di investimento a medio e a lungo termine;
- collegare in maniera più efficace le risorse finanziarie agli investimenti più produttivi.

A livello macroeconomico, l'obiettivo primario

è preservare la stabilità del sistema economico europeo, assicurandogli maggiore resilienza e capacità di crescita, oltre a una maggiore visibilità e capacità di competere a livello globale.

L'iniziativa CMU si propone quindi di perseguire un obiettivo ambizioso, ma incontra l'ostacolo dell'assenza di un'unità politica europea. Nonostante ciò, la CMU va intesa come un progetto per costruire un ecosistema complesso, fatto di tante parti in apparenza separate. Rappresenta la sfida più importante per la realizzazione dell'Unione europea stessa e costituisce il collegamento tra le sfide nazionali ed europee, adottando una filosofia d'azione che è sia *top-down* che *bottom-up*.

Due aspetti fondamentali non possono essere trascurati: ciò che si vorrebbe e lo stato attuale. Quale sistema economico europeo vogliamo? Quali tipologie di aziende vogliamo?

E quindi, quale politica industriale adottare in un mondo che compete sulla grande dimensione e sul confronto tra grandissime aziende? Lo stato attuale rivela invece che, sebbene la CMU miri a diversificare le fonti di finanziamento, la natura "bancocentrica" europea rappresenta uno "stato di natura" e quindi un'opportunità da cogliere.

LA NARRATIVA DELLA CRESCITA E DELLA DIMENSIONE: IL PEZZO MANCANTE PER COSTRUIRE L'EUROPA

Una delle domande più importanti che l'Unione europea e i suoi cittadini dovrebbero porsi riguarda il tipo di imprese che desideriamo vedere nei prossimi anni. Questa domanda sembra essere poco presente nel dibattito pubblico, spesso sovrastata ora dal dibattito nazionale sulla politica industriale (se presente) di ciascun paese, ora dai temi di portata generale riguardo all'utilizzo delle risorse finanziarie dell'Unione e le regole di ingaggio dei singoli paesi. Sono tutti temi centrali e legittimi, soprattutto se guardiamo a un miglior funzionamento dell'Unione, ma se si ritiene che la crescita del PIL e dell'occupazione siano variabili indispensabili per il nostro futuro collettivo, molta dell'attenzione e del dibattito politico andrebbero spostati sui temi di politica industriale. Se questo non avvenisse, il rischio concreto sarebbe non solo quello di essere subalterni al confronto inevitabile tra Stati Uniti e Cina – un confronto di valori ma soprattutto di visione industriale, come dimostrato dall'incontro di Biden con Xi Jinping a ottobre 2023 a San Francisco –, ma anche di rimanere ai margini dei nuovi assetti

TABELLA 1. LE PRIME 500 AZIENDE DELLA TERRA (C.D., "FORTUNE500") NEL 2008 E NEL 2023

PAESE	ANNO 2023	ANNO 2008	PAESE	ANNO 2023	ANNO 2008	PAESE	ANNO 2023	ANNO 2008	PAESE	ANNO 2023	ANNO 2008
Cina	135	61	Paesi Bassi	11	14	Irlanda	3	2	Norvegia	1	1
USA	122	133	Taiwan	8	8	Finlandia	2	1	Arabia Saudita	1	1
Giappone	53	68	India	7	8	Messico	2	1	Thailandia	1	1
Germania	27	32	Spagna	7	6	Svezia	2	3	Turchia	1	0
Francia	26	27	Brasile	6	4	Belgio	1	5	Austria	0	1
Regno Unito	22	10	Italia	6	10	Danimarca	1	1	Colombia	0	1
Corea del Sud	15	14	Australia	4	8	Indonesia	1	0	Ungheria	0	1
Svizzera	13	14	Russia	4	7	Lussemburgo	1	1	Venezuela	0	1
Canada	12	11	Singapore	4	2	Malesia	1	1			

che si stanno configurando a livello globale.

Siamo consapevoli del peso dell'Europa nel sistema delle imprese oggi? Occorre partire proprio dai numeri per comprenderne le dinamiche e avviare una riflessione approfondita (Tabella 1). Se confrontiamo il mondo di oggi con quello del 2008, che usciva dalla profonda crisi finanziaria che ha segnato l'inizio del millennio, notiamo che i valori in gioco sono profondamente diversi. Guardando alle prime venti aziende mondiali per fatturato, nel 2008 ben dieci erano aziende europee con una prevalenza del settore petrolifero. Nel 2023, invece, l'Europa conta solo quattro aziende in questa classifica, mentre ne troviamo dieci provenienti dagli Stati Uniti. La varietà delle tipologie di industrie e dei paesi rappresentati in vetta è notevolmente aumentata, con una significativa presenza di aziende guidate dai capitali statali di Cina, Singapore e Arabia Saudita, le quali mirano a esercitare un'influenza decisiva sulla competizione globale. Se consideriamo i dati complessivi delle prime 500 aziende mondiali sempre nel confronto 2008-2023, i numeri evidenziano un sorpasso della Cina sugli Stati Uniti (che passano da 133 aziende nel 2008 a 122 nel 2023, contro il salto da 63 a 135 della Cina), mentre l'Unione europea registra

un calo da 112 a 88 aziende, con più della metà concentrate in Francia e Germania. Analogamente, il Giappone prosegue nella sua traiettoria di graduale ridimensionamento. Nello stesso intervallo di tempo l'Italia scende da 11 a 5 aziende, attestando una perdita di rilievo nello scenario della competizione globale. Questa tematica sembra non occupare uno spazio preponderante nel dibattito nazionale, come evidenziato dall'assenza di reazioni significative alla notizia che l'Italia, recentemente, non figuri più nell'elenco dei paesi che ospitano banche considerate di rilevanza sistemica a livello globale, un fatto che è passato pressoché inosservato.

Nel contesto globale, il divario in termini di ricavi tra le prime 20 aziende mostra un netto vantaggio per il sistema americano, con gli Stati Uniti che vantano ben 10 aziende, mentre l'Unione europea ne conta solo 4 (Tabella 2). Questo squilibrio riflette una riallocazione complessiva di PIL, occupazione e capitale finanziario che sembra inevitabile in un'era dominata da "piattaforme e sistemi" – un mondo in cui emergono come protagonisti non solo gli Stati Uniti e la Cina, ma anche l'India, l'Asia-Pacifico e chiaramente i paesi del Golfo, come dimostrato dalla simbolica

TABELLA 2. LA CLASSIFICA PER TOTALE DEI RICAVI DELLE PRIME 20 AZIENDE NEL 2023

AZIENDA	PAESE	RICAVI	AZIENDA	PAESE	RICAVI
1 Walmart	USA	573,11	11 CVS Health	USA	302,33
2 Saudi Aramco	Arabia Saudita	565,23	12 Trafigura Group	Singapore	298,58
3 State Grid	Cina	496,61	13 China State Construction Engineering	Cina	286,78
4 Amazon	USA	481,88	14 Berkshire Hathaway	USA	283,22
5 China National Petroleum	Cina	452,82	15 Volkswagen	Germania	275,34
6 Sinopec Group	USA	441,73	16 Uniper	Germania	270,38
7 Exxon Mobil	USA	387,84	17 Alphabet	USA	265,17
8 Apple	USA	369,70	18 McKesson	USA	259,43
9 Shell	Paesi Bassi	362,08	19 Toyota Motor	Giappone	257,31
10 UnitedHealth Group	USA	303,92	20 TotalEnergies	Francia	246,86

affermazione e prova di forza per l'Expo 2030. Di fronte a questo scenario, è inaccettabile che l'Unione europea non riesca a mantenere un ruolo proporzionato alla sua importanza. La prima considerazione è legata al fatto che la dimensione delle imprese, e quindi la presenza tra le più grandi a livello globale, non è un'opzione ma una necessità. Questa esigenza non si contrappone affatto alla dignità e alla rilevanza delle aziende di piccola e di media dimensione, ma costituisce un elemento di traino per guidare le grandi scelte di innovazione, di attrazione dei talenti e dei capitali e anche di confronto politico in senso ampio. La seconda è legata alle scelte strategiche che l'Europa deve compiere per evitare una progressiva marginalizzazione dovuta alla sua perdita di influenza.

Ma il tema è, soprattutto, quello delle grandi scelte di fondo, che passano su tre ambiti diversi (Caselli, 2023). Il primo è quello del mercato finanziario: senza banche di grandi dimensioni che fungano da sistemi capaci di sostenere lo sviluppo complessivo, è difficile immaginare la formazione di un nucleo solido di grandi aziende europee. Le banche non sono solo industrie che generano PIL e occupazione, ma rappresentano anche l'infrastruttura essenziale per la crescita del sistema produttivo. La realizzazione effettiva dell'Unione bancaria europea e l'espansione del mercato dei capitali sono prerequisiti fondamentali per favorire aggregazioni bancarie in grado di posizionare l'Europa alla pari con i giganti bancari americani di oggi e con le emergenti potenze bancarie asiatiche di domani.

Il secondo ambito critico è quello delle aggregazioni tra imprese. Benché le PMI rappresentino il pilastro dell'economia non solo italiana ma anche dell'Unione in generale, è fondamentale incentivare un ecosistema che favorisca la trasformazione di queste entità da piccole a medie, e successivamente a grandi o addirittura a giganti del mercato. Questo richiede anche una riflessione approfondita sui modelli di impresa, che sembrano oscillare tra l'approccio predominante americano, basato sul capitale

finanziario, e quello praticato lungo il Golfo e in Cina, caratterizzato da un forte intervento del capitale statale. Quale è, dunque, la via europea? Ci orientiamo verso un modello di conglomerato, come testimoniato in parte dalla Francia, o preferiamo un approccio basato sul capitale finanziario, appoggiato da azionisti forti e stabili, come osservato nelle maggiori aziende tedesche, francesi e spagnole?

Il terzo ambito è quello dei settori e degli ambiti industriali su cui puntare per la crescita. Sappiamo bene che l'Europa non ha gli asset delle risorse naturali, ma continua ad avere una tradizione profonda nei settori della meccanica, dell'agro-alimentare e dell'abbigliamento, e può sfruttare le proprie competenze nell'ambito farmaceutico, dell'health-care, della transizione energetica e delle infrastrutture. Il tema non è fare adesso una classifica dei settori meritevoli, ma definire i grandi ambiti di fondo che l'Unione europea può e deve considerare strategicamente propri, facilitando al contempo i percorsi di aggregazione aziendale. Se occorre trovare un filo conduttore della narrativa per i prossimi mesi, e soprattutto in vista del dibattito elettorale, sarebbe una vittoria collettiva arrivare a un denominatore comune che risponda ai nomi di "crescita" e "grande dimensione". Da questo, dobbiamo dircelo senza imbarazzo, dipende oggi tutto il resto.

IL RUOLO CENTRALE DELLE BANCHE

Nella sfida di creare un mercato finanziario unico, due elementi avranno un ruolo determinate. Il primo è quello di valorizzare e rendere più efficace il ruolo delle banche come parte essenziale del mercato finanziario europeo. Il secondo è quello di allineare le scelte di "politica industriale del mercato finanziario" dei singoli paesi per facilitare la convergenza nella prospettiva dello sviluppo. La CMU segna la strada per un sistema finanziario più ampio e integrato, fondato sui mercati finanziari in senso lato e quindi implicitamente teso a superare il "banco-centrismo" europeo. Ma la presenza delle

banche è essenziale, oltre che radicata nel nostro DNA e nel nostro modo di essere “Europa”. Il ruolo delle banche è quindi cruciale per:

1. allocare direttamente le risorse (via *lending*);
2. fare *advisory* a imprese (di qualsiasi dimensione) e investitori per assumere le proprie decisioni sul passivo e sull'attivo (via *investment banking*);
3. collegare i risparmi al sistema economico nel suo complesso (via *asset management*).

Questo è possibile solo se il sistema bancario aumenta sia la propria dimensione, dotandosi di grandi player capaci di competere a livello mondiale, sia la sua varietà con intermediari specializzati nell'*investment banking* e nell'*asset management*. Accanto alla CMU deve quindi

continuare il percorso della Banking Union, ponendo però attenzione ai temi della strategia delle banche e dei loro modelli competitivi.

L'Unione europea ha quindi bisogno “di avere più colossi alla JP Morgan”. Queste le parole pronunciate da Andrea Enria, ex presidente del consiglio di sorveglianza della BCE, nella sua intervista di addio con Christine Lagarde per tracciare lo scenario e le sfide per il sistema bancario europeo. JP Morgan è la prima banca al mondo per totale dell'attivo e per capitalizzazione di borsa. Sicuramente esprime quel senso di grande dimensione e di scala che rappresenta un elemento in parte mancante per completare il percorso dell'Unione bancaria. Ma soprattutto

TABELLA 3. LA CLASSIFICA PER TOTAL ASSET IN USD DELLE PRIME 20 BANCHE NEL 2023

BANCA	PAESE	ASSET TOTALI (EURO 000)
1 Industrial and Commercial Bank of China LTD	Cina	5.373.594.510
2 China Construction Bank Corporation	Cina	4.694.225.735
3 Agricultural Bank of China Limited	Cina	4.602.736.274
4 Bank of China Limited	Cina	3.922.562.198
5 JPMorgan Chase & Co.	USA	3.506.068.047
6 Bank of America Corporation	USA	2.877.082.610
7 HSBC Holdings plc	Regno Unito	2.749.091.082
8 Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.	Giappone	2.678.097.692
9 BNP Paribas SA	Francia	2.591.499.000
10 Crédit Agricole S.A.	Francia	2.189.398.000
11 Citigroup Inc.	USA	2.176.080.338
12 Postal Savings Bank of China Co., Ltd.	Cina	1.908.420.195
13 Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc.	Giappone	1.872.376.144
14 Banco Santander, S.A.	Spagna	1.797.062.000
15 Mizuho Financial Group, Inc.	Giappone	1.760.416.824
16 Wells Fargo & Company	USA	1.748.303.800
17 Barclays	Regno Unito	1.683.220.665
18 JAPAN POST BANK Co., Ltd.	Giappone	1.589.566.900
19 Société Générale Société anonyme	Francia	1.554.045.000
20 UBS Group AG	Svizzera	1.553.884.674

l'Unione europea ha bisogno di banche più grandi e più diversificate che possono nascere da un nuovo slancio nelle operazioni di M&A a livello transnazionale per dotare l'Europa di un'infrastruttura funzionale alla crescita. Il prossimo anno è decisivo per il nostro continente, non solo perché vi sono le elezioni ma soprattutto perché l'Unione deve riflettere sul ruolo che può giocare nello scenario globale e sul ruolo che deve avere per guidare la crescita del PIL e dell'occupazione. Una parte importante di questo ragionamento deve essere basata sull'esigenza di dotarsi non solo di un sistema bancario più solido e protetto dalle crisi – come ormai è avvenuto – ma soprattutto capace di costituire il fattore di sviluppo

delle imprese europee.

Quali sono oggi i numeri in gioco? Se guardiamo al totale dell'attivo, nelle prime dieci banche mondiali, dopo JP Morgan e Bank of America, rispettivamente prima e seconda, troviamo quattro banche dell'Unione, vale a dire BNP Paribas, Crédit Agricole, Santander e Gruppo BPCE. Nelle prime 20, le banche francesi sono le più rappresentate (con 5 banche su 20) e per l'Italia abbiamo solo Banca Intesa. Se guardiamo invece alla capitalizzazione di borsa, e quindi al valore delle banche, nelle prime dieci al mondo non ci sono banche dell'Unione europea e compaiono esclusivamente banche americane o cinesi o inglesi.

Perché l'Europa ha bisogno di avere banche

TABLE 4. LA CLASSIFICA PER CAPITALIZZAZIONE DI BORSA IN USD DELLE PRIME 20 BANCHE (FEBBRAIO 2024)

BANCA	PAESE	CAPITALIZZAZIONE
1 JPMorgan Chase & Co.	USA	487.497.735
2 Bank of America Corporation	USA	244.622.718
3 Industrial and Commercial Bank of China Limited	Cina	229.869.703
4 Agricultural Bank of China Limited	Cina	184.317.234
5 Wells Fargo & Company	USA	176.513.083
6 Bank of China Limited	Cina	154.655.089
7 China Construction Bank Corporation	Cina	149.750.503
8 HSBC Holdings plc	Regno Unito	130.148.889
9 Morgan Stanley	USA	129.790.459
10 Royal Bank of Canada	Canada	127.471.730
11 HDFC Bank Limited	India	120.260.626
12 Goldman Sachs	USA	117.725.743
13 Commonwealth Bank of Australia	Australia	115.819.610
14 Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.	Giappone	108.712.635
15 China Merchants Bank Co., Ltd.	China	104.190.287
16 The Toronto-Dominion Bank	Canada	98.367.024
17 Citigroup Inc.	USA	98.351.352
18 ICICI Bank Limited	India	83.176.249
19 UBS Group AG	Svizzera	82.872.480
20 State Bank of India	India	76.236.148

più grandi, e quali sono i vantaggi per le sue imprese e i suoi cittadini? Le ragioni fondamentali sono tre. La prima è legata ai servizi di *corporate* e *investment banking*. La crescita della dimensione delle imprese – e quindi del PIL e dell'occupazione – passa attraverso la capacità di aprire il capitale, raccogliere le risorse sui mercati finanziari e realizzare operazioni di espansione oltre i propri ambiti nazionali. I servizi di *corporate* e *investment banking* possono essere offerti solo se la banca ha una dimensione tale da assicurarle un raggio di azione globale e una massa critica che le permetta di fare traino alle imprese nell'ambito delle quotazioni, del collocamento di titoli di debito, delle operazioni di *private equity* piuttosto che di M&A e di sostegno alla crescita internazionale. Per citare ancora una classifica, se guardiamo alle "League Tables dell'Investment Banking" stilate dal Financial Times, e in particolare alle prime dieci banche al mondo per l'attività di *investment banking*, JP Morgan è sempre la prima, mentre banche europee in senso geografico ne troviamo tre, vale a dire Barclays in sesta posizione, UBS in settima posizione (grazie alla fusione con Credit Suisse) e BNP Paribas in nona posizione. Quindi una sola dell'Unione europea.

La seconda ragione fondamentale è legata alla capacità di attrarre i giovani talenti e i migliori manager. La capacità di qualsiasi settore di crescere e di migliorare nel corso del tempo dipende infatti dal capitale umano. Le banche necessitano di capitale umano sempre più qualificato per offrire un ruolo di servizio di alta qualità per le imprese e i cittadini. La capacità di attrarre il miglior talento disponibile non dipende solo dal livello di remunerazione, ma dalla forza nell'assicurare percorsi di carriera che valorizzino e migliorino le capacità dei singoli, che permettano di mettere a frutto lo sforzo che soprattutto i giovani hanno profuso nel percorso di studio, che offrano opportunità di mobilità internazionale. Se le banche non raggiungono una dimensione più grande – e questo vale anche per le banche italiane – il rischio è di passare in secondo piano rispetto alla forza attrattiva delle aziende più grandi a livello mondiale che, nei diversi ambiti (da quello tecnologico, a quello della consulenza a

quello farmaceutico) sono maggiormente capaci di investire sul capitale umano. Infine, la terza ragione è collegata all'investimento tecnologico. La capacità di offrire servizi alla clientela più accessibili, più semplici ma di maggiore qualità e a costi più contenuti, si gioca solo sulla capacità di inserire la dimensione tecnologica, digitale e da ultimo di intelligenza artificiale nei processi di produzione e di offerta. Questo richiede investimenti di vasta portata che solo una dimensione più grande e una maggiore capacità di attrazione di capitali possono assicurare. I servizi di pagamento, ma soprattutto i servizi di investimento per il grande mercato *retail*, sono i settori in cui l'innovazione tecnologica sta giocando un ruolo decisivo per fare sì che i risparmi di qualsiasi dimensione possano essere collegati nel modo più efficace possibile ai bisogni del sistema reale e alla sua capacità di crescita.

È quindi essenziale che nei prossimi mesi l'importanza del sistema bancario venga riconosciuta e inserita nel dibattito politico riguardante il futuro dell'Unione europea e gli strumenti necessari per assicurare la crescita dei vari paesi membri. Ma soprattutto, che si valorizzi la funzione fondamentale che le banche svolgono nel sostenere la crescita del sistema economico nel suo complesso. Tema che sembra a volte dimenticato.

IL NUMERATORE E IL DENOMINATORE DELL'ITALIA: È TEMPO DI SCEGLIERE

Il nostro è un paese da numeratore o da denominatore? Non è così scontata la risposta per l'Italia, non solo per la sua storia – che è fatta di debito pubblico e di debito bancario per le imprese – ma per il futuro che dobbiamo ancora costruire. Se la pandemia ha sospeso per molti mesi questo tema, la crescita repentina dei tassi di interesse e una discesa che potrà avvenire solo molto lentamente, nonostante l'euforia al ribasso di questi giorni, sembra paradossalmente spingerci nelle braccia del debito. I tassi di interesse sono la tentazione perfetta per investitori ed emittenti. Per i primi, dopo tanti anni di livello zero o negativo, tassi promettenti

sono accolti come la pioggia nel deserto e sono un rifugio inaspettato. Per i secondi sono l'occasione per accumulare risorse rapidamente. Ma questa dinamica, che dà sicuramente maggiore equilibrio ai portafogli di investimento, rischia di diventare per il nostro paese un alibi e un abbraccio mortale tra quella risorsa straordinaria, che è il nostro risparmio, e il debito pubblico.

Per scegliere la strada del denominatore, il nostro paese ha bisogno di più capitale di rischio, non solo in termini finanziari ma anche in termini figurativi. Il capitale di rischio è infatti un crocevia unico e fondamentale, ma è anche l'attitudine a creare e a uscire dalla propria zona di comfort. È il luogo delle sfide, dove solo chi investe in capitale di rischio, da un lato, e chi apre il proprio capitale, dall'altro, accetta il confronto con un'idea e un progetto, talvolta persino un sogno capace di cambiare il mondo, se si parla di *venture capital*. Si possono prendere tanti accorgimenti, ci sono regole di *governance* e *covenant*, ci sono modalità di definire *way out*, ma il rischio della sfida rimane. Ben diverso dallo spirito del debito, che richiede certo il rispetto delle regole e una buona disciplina, ma è ben lontano dal sapore inconfondibile del capitale di rischio. Esagerando, ma forse non tanto, trasformazione e conservazione, evoluzione e difesa dello *status quo*, distinguono il capitale di rischio dal capitale di debito. Numeratore e denominatore, appunto. Questo senso della sfida che si contrappone alla conservazione è quello che anima il senso della crescita, degli investimenti, dei progetti e della scommessa sulle generazioni più giovani.

Il capitale di rischio è proprio il luogo della crescita e dell'innovazione. Grazie al capitale di rischio qualsiasi azienda e imprenditore lungimirante può trovare una modalità di accelerazione del proprio percorso o di creazione della propria impresa. L'espansione all'estero, la diversificazione, l'innovazione, le acquisizioni. Oggi più che mai l'innovazione diventa un modo di essere e di creare con sorprendente velocità spazi che non erano pensabili. Nulla di tutto questo può avvenire solo con il debito. Ed è grazie al capitale di rischio

che le aziende raggiungono nuove dimensioni, da piccole a medie e poi a grandi. Su questo il nostro paese deve fare passi in avanti più decisi, per non perdere terreno nella competizione globale. Occorre fare di più, occorre investire ancora di più in capitale di rischio per dare spinta alla crescita. Questo non significa denigrare la piccola e media dimensione, che è un asse fondamentale della forza e della resilienza del nostro paese, ma significa trovare la strada per cui da questo insieme straordinario di PMI nascano sempre aziende che diventano grandi e grandissime. Per competere alla pari e a testa alta con le aziende di altri paesi.

Il capitale di rischio è l'ambito di confronto tra gli *shareholders*, è il luogo di definizione delle strategie e di individuazione del percorso di lungo termine. Confronto e idee creative sono la forza di qualsiasi organizzazione. Senza questi due ingredienti, che possono essere *pro tempore* compensati dal carisma di qualcuno o di qualcuna, le organizzazioni sono destinate al declino. Oggi il luogo del confronto e di visione a lungo termine ruota intorno alla parola "impatto" e al tema più generale della sostenibilità. Questi temi oggi sono dominanti non tanto per l'effetto della moda, che talvolta prende il sopravvento, ma per la sostanza: tanti fattori stanno mettendo in discussione il nostro ecosistema (dalle disuguaglianze, alla povertà, alla mancanza di acqua e cibo, all'inquinamento, alla cattiva *governance*) e solo una reazione altrettanto forte e decisa può contrastare questi fattori. Avere impatto significa agire in questa direzione, cosa possibile solo se le risorse sono adeguate, se il management è lungimirante, se gli uomini e le donne di ogni organizzazione si riconoscono nella sfida a cui sono chiamati.

Il nostro è un paese che ha straordinariamente bisogno di capitale di rischio, finanziario e come attitudine al senso della sfida. Non solo per contrastare la massa di debito pubblico accumulata ed in inesorabile crescita, non solo per indirizzare al meglio i 5.300 miliardi di euro di ricchezza finanziaria presenti nei portafogli delle famiglie italiane, ma soprattutto per alimentare un percorso

di crescita del paese che sembra smarrito. Dopo la capacità di reazione post pandemia, in cui il segno negativo del PIL è stato immediatamente corretto, l'Italia fatica come accade ormai da troppo tempo a trovare una strada di crescita, del PIL e dell'occupazione. Ma queste due parole sono l'antidoto all'incertezza e alle sfide complesse che investono il nostro paese e l'Europa. Sicuramente abbiamo bisogno di saper utilizzare in tutta la sua forza il sistema finanziario, che è una piattaforma capace di collegare i risparmi ai progetti e alle aziende. Il sistema finanziario non è un optional o un sistema separato, ma è l'infrastruttura che permette al sistema economico e sociale di svilupparsi e di progredire. Sarebbe imperdonabile dimenticarlo, ma talvolta la sensazione è questa.

Per fare la scelta della crescita ci vogliono indubbiamente riforme e cambiamenti strutturali, ma non devono essere l'alibi e l'ambito di una perenne attesa di conservazione. Il sapore del capitale di rischio è una scelta di valori, non solo finanziaria, che deve essere fatta mettendo anche al centro dei percorsi educativi l'innovazione, l'imprenditorialità e l'apertura internazionale. Con tutta l'attenzione possibile ai più giovani, che sono l'anima del capitale di domani, la risorsa del nostro paese. Ma tutto questo richiede leadership, visione, coraggio, da parte dei cittadini e da parte della classe politica, che compatta deve fare questa scelta di crescita: il denominatore comune che cerchiamo.

MANAGERIAL IMPACT FACTOR

- Focus strategico sulla diversificazione dei finanziamenti:** riconoscere l'importanza di diversificare le fonti di finanziamento al di là dei tradizionali prestiti bancari. Ciò implica l'utilizzo di titoli di debito, l'accesso ai mercati azionari e l'attrazione di capitale di rischio per sostenere le imprese innovative con un elevato potenziale di crescita;
- Concentrarsi sugli investimenti a medio e lungo termine:** è necessario concentrarsi sulla creazione di opportunità di investimento a medio e lungo termine che possano garantire rendimenti stabili agli investitori, sostenendo al contempo gli obiettivi economici di resilienza e di crescita;
- Gestire l'integrazione finanziaria e l'innovazione:** la spinta verso un mercato finanziario europeo più integrato tramite l'iniziativa CMU richiede strategie finanziarie innovative e in linea con gli obiettivi di sviluppo e integrazione dei mercati finanziari;
- Adattamento a un panorama industriale in evoluzione:** adattarsi al passaggio da un modello finanziario tradizionale incentrato sulle banche a un ecosistema finanziario più diversificato e integrato. In questo contesto è essenziale comprendere il ruolo delle grandi banche e del potenziale di M&A come strumenti strategici per la crescita;
- Competitività e visibilità a livello globale:** di fronte alla concorrenza globale, in particolare da parte di Stati Uniti e Cina, le organizzazioni dell'Unione Europea devono concentrarsi sulla scalabilità delle operazioni, sulla promozione dell'innovazione e sull'attrazione di talenti e capitali per rimanere competitive su scala globale.



RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Caselli, S., Gatti S. (2023). *Capital Markets. Perspectives Over the Last Decade*. Bocconi University Press, Egea, Milano.

Caselli, S. (2023). "Why the European Union Needs Big European Banks to Be Bigger." Institute for European Policymaking, Bocconi University, 2023.

Harrison, D., Woolley P. (2022). "How to Make Capital Markets Union Work." European Capital Markets Institute, Brussels.

High Level Forum on the Capital Markets Union (2020). "A New Vision for Europe's Capital Markets: Final Report of the High-Level Forum on the Capital Market Union." Brussels.

Lannoo, K., Thomadakis, A. (2021). "Europe's Capital Markets Puzzle." European Capital Markets Institute (ECMI), Brussels, 2021.
Thomadakis, A. (2024). "2023 ECMI Statistical Package. Key Findings." European Capital Markets Institute, Brussels.

Lockhart, D., Carney M. (2021). "Value(s) – Building a Better World for All." Public Affairs, Hatchett Book Group, *Bus Econ* 58, 61–62 2021. [doi](#).

Truchet, M. (2023). "Capital Markets Union: Progress Made and Future Steps." Eurofi Regulatory Update.