

## Finanza, spread, pensioni... storie di italica follia

Daniela Venanzi - 28/01/2012 [ papers ]

### Abstract



La finanza aziendale è un'area disciplinare relativamente giovane, nel più vasto ambito

degli studi di business, in Italia. Insegna i fondamenti teorici e gli strumenti decisionali per il direttore finanziario di un'azienda, cioè per chi assume decisioni finanziarie, essenzialmente decisioni di investimento e di finanziamento: in breve, come valutare la convenienza di un progetto di investimento, come scegliere se finanziarsi con debito o mezzi propri, come misurare il costo del capitale, come misurare il valore creato da un'acquisizione o da un investimento in fondi comuni, come gestire i rischi. Uno dei recenti decreti del Miur, attuativo della riforma Gelmini, ha appena declassato il settore scientifico-disciplinare *SECS-P09 - Finanza aziendale*, accorpandolo, a fini di reclutamento del personale docente, in uno più grande (come numero di docenti appartenenti) e pre-esistente (quello della vecchia *Tecnica bancaria*, oggi *Economia degli Intermediari finanziari*), decretandone di fatto la sorte futura, in termini di sviluppo della ricerca, della didattica, e dei ricercatori/docenti che le praticano, che è poi la sorte, di manzoniana memoria, del vaso di coccio destinato a viaggiare tra i vasi di ferro, del nuovo e debole che non avanza se destinato a sgomitare (dati il corporativismo della casta accademica e il trend decrescente dei fondi assegnati all'università per il personale) tra il consolidato e numericamente forte.

La classificazione dei saperi e degli ambiti di ricerca non è neutrale rispetto alle loro prospettive di sviluppo: la delimitazione dei campi, soprattutto al fine di allocare le risorse, consente ai nuovi saperi di svilupparsi e crescere, senza dover lottare e forse soccombere rispetto a saperi (e relative corporazioni) più consolidati e potenti.

Questo è accaduto, nonostante una serie di fattori avrebbero dovuto scongiurarlo fortemente.

Primo fra tutti, la dichiarata volontà dell' ex ministro Gelmini di favorire l'internazionalizzazione dell'università italiana, di adeguare didattica e ricerca italiana agli standard internazionali dei paesi più evoluti. Una specie di mantra salvifico questo dell'internazionalizzazione della nostra accademia, che ha già prodotto svariati danni: la riforma del 3+2 del ministro Berlinguer (nel 1999) e la riforma Gelmini (nel 2010) fondano la loro ragion d'essere proprio su questo obiettivo dichiarato. Vale la pena di ricordare che in contesto anglosassone (USA e UK), la Corporate Finance (termine inglese equivalente) è area scientifico-disciplinare autonoma e ben identificata dagli anni '30, oltreché presenza immancabile nella formazione universitaria *under e post graduate* di ogni *business school* degna di questo nome.

Secondo "fattore contro" sono i segnali chiari e forti, che emergono dal mondo delle imprese, dell'esigenza di competenze di finanza aziendale dei futuri manager, come ampiamente rivela un'indagine recente riportata da Il Sole 24 ore (Bassi, *Gestione dei rischi e finanza aziendale al top delle richieste*, 8 aprile 2011).

Terzo fattore, l'evidente carenza di competenze di Finanza aziendale che si coglie leggendo sui giornali di questi ultimi mesi le analisi della crisi e le proposte di riforma di ministri, economisti e valenti commentatori.

Tre esempi sembrano eclatanti.

Primo esempio. Da più parti (a titolo di esempio Penati, *La verità nascosta dietro lo spread*, La Repubblica, 1 ottobre 2011) si spiega lo spread sui titoli di stato italiano, rispetto agli equivalenti tedeschi, uguale (o superiore) sui titoli a 1-2 anni rispetto a quelli a 10 anni come segue: i mercati assumerebbero che i rischi per l'Italia si concentrano in un futuro vicino, mentre "... dopo, non fa differenza". Da qui discenderebbe il senso di urgenza che dovrebbe guidare l'azione di governo nel fare presto le riforme, senza aspettare oltre: urgenza che ha guidato la riforma del governo tecnico e ha guidato parimenti la sua approvazione rapida, evitando in nome di questa urgenza modifiche da parte del parlamento o sulla spinta delle parti sociali.

La finanza aziendale insegna che il tasso di rendimento sui titoli comprende una parte che remunera il valore temporale del denaro (100 euro oggi non sono equivalenti a 100 euro tra un anno, perché nell'anno potrei guadagnare investendo in un investimento privo di rischio), e una parte che remunera il rischio che l'investimento comporta. Ora, ragionando in termini di spread dei rendimenti dei titoli italiani rispetto a quelli dei titoli tedeschi, la dinamica dello spread (da breve a lungo) dovrebbe essere attribuita alla componente "remunerazione del rischio", perché la dinamica dei tassi privi di rischio, nell'ambito dell'Europa, dovrebbe essere omogenea e quindi già assunta nella dinamica dei tassi sui Bund[1]. Tuttavia, va sottolineato che se lo spread è costante (o decrescente) non significa che i titoli a maggiore scadenza sono considerati ugualmente (o meno) rischiosi, perché il premio per il rischio (supposto dal tasso) aumenta per effetto della capitalizzazione su un numero di anni maggiore. Quando attualizzo per esempio il flusso connesso al rimborso dei titoli fra dieci anni (ipotizziamo per semplicità titoli zero coupon), elevo a 10 anni sia la componente risk-free del tasso, che la componente "compenso del rischio" e quindi la correzione che opero per questa via sul flusso è maggiore, pur se lo spread è costante. A titolo di esempio, semplificando al massimo i calcoli, supponendo un tasso sui Bund a 2 anni del 4% e a 10 anni del 6% (cioè una struttura per scadenza crescente dei tassi privi di rischio), e un tasso sui BTP italiani di corrispondente scadenza pari rispettivamente a 8% e 9%, quindi uno spread decrescente da 4 (8% - 4%) a 3 (9% - 6%) punti percentuali, si può dimostrare che la penalizzazione che i titoli a 10 anni subiscono per effetto del rischio paese assegnato ai titoli dal mercato (rischio di insolvenza dell'Italia) è maggiore di quella dei titoli a 2 anni. Infatti, nel primo caso il flusso risk-adjusted è pari al 76% del flusso rischioso, contro il 93% nel secondo caso[2]. Analogamente, se anche ipotizzassimo uno spread a 10 anni ancora più basso (per esempio l'1%), il flusso risk-adjusted sarebbe del 91%, cioè una correzione che è ancora maggiore di quella dei titoli a 2 anni.

Secondo esempio. Il ministro Fornero ha presentato (sul numero 10/2011 di *Italiani-Europei* e pubblicato per ampi stralci su *La Repubblica* del 26 novembre 2011) un suo studio sull'equità e sostenibilità del sistema pensionistico attualmente vigente in Italia, da cui parte il suo disegno di riforma del sistema pensionistico italiano. Ipotizza un sistema integralmente contributivo, che definisce oggettivo, e che porrebbe pari il valore attuale atteso dei benefici pensionistici ai quali l'individuo ha diritto (la somma oggi equivalente al valore complessivo dei trasferimenti previdenziali di cui l'individuo godrebbe data l'attuale aspettativa media di vita) al montante contributivo versato, dalla Fornero definito come saldo disponibile di un ipotetico conto corrente in cui l'individuo abbia depositato, senza mai ritirarli, i contributi previdenziali versati lungo la vita lavorativa. Definisce, il ministro, un indicatore (PVR= present value ratio) che rapporta, alla data della pensione, i due valori sopra definiti, precisamente il primo al secondo. Se l'indicatore è uguale a 1, il sistema è equo (oggettivamente equo, ci rassicura il ministro) e finanziariamente sostenibile dal punto di vista della comunità. Se maggiore di 1 privilegia il pensionato, a scapito delle generazioni future, se minore di 1 lo penalizza. La Fornero, basandosi sulle simulazioni svolte nel centro di ricerca CERP, dimostra che l'attuale sistema retributivo genera valori del PVR che vanno dall' 1,5 al 3,5 a seconda dell'ente previdenziale considerato e quindi del tipo di mestiere del pensionato considerato: privilegierebbe, dunque, oltre misura i lavoratori che vi appartengono, a scapito delle future generazioni, facendogli guadagnare tassi di rendimento rispettivamente del 50 e 250%. Lo studio ci pare presenti alcune lacune di metodo gravi, come chiaramente evidenziato già da alcuni (Jaccod, [A proposito dei benefici pensionistici](#)):

- il valore del PVR risulta molto sensibile al tasso utilizzato per calcolare montante e valore attuale, rispettivamente posti al denominatore e al numeratore del rapporto: quindi, non è un indicatore che possa essere definito oggettivo, come viene dichiarato. Un tasso maggiore riduce il numeratore (valore attuale delle pensioni future) e alza il denominatore (montante dei contributi versati). L'effetto, inoltre, non è uguale sulle due grandezze, perché le rendite hanno durata diversa. La sensibilità al tasso è infatti maggiore nel caso di una rendita di 40 anni (i contributi versati) rispetto ad una rendita di 15 anni (le pensioni attese). A titolo di esempio, passando da un tasso nominale (perché applicato a flussi nominali) del 2% ad uno del 4,5% e ipotizzando ammontari dei contributi e della pensione coerenti con gli attuali std retributivi di un lavoratore di medio reddito, il PVR passa da 1,7 a 0,85, che significa che il nostro ex lavoratore di medio reddito si trasforma da pensionato privilegiato e affamatore delle generazioni future ad un lavoratore frodato dal sistema previdenziale;
- il tasso usato nelle simulazioni è dell'1,5% reale, posto pari, viene detto, al tasso di crescita dell'economia (tasso definito come l'unico finanziariamente sostenibile). Ma perché, dal punto di vista dell'equità del singolo lavoratore, dovrebbe essere diverso dal costo opportunità del capitale (in finanza aziendale è definito come il tasso di rendimento di impieghi alternativi di pari durata e rischio) che l'individuo, singolarmente, avrebbe potuto lucrare investendo i contributi versati, e a cui rinuncia dopo il pensionamento, quando cioè comincia a prelevare mensilmente per campare? In altre parole, perché convincerlo a versare i contributi all'INPS o all'INPDAP percependo solo un tasso reale dell'1,5% (non si capisce peraltro dallo studio quale tasso nominale sia stato usato) quando, da solo, avrebbe potuto investirli ad un tasso mediamente maggiore? La media dei tassi medi annui risk-free EURIRS (per prestiti a 30 anni) nell'ultimo decennio è pari al 4,7% e tassi nominali ben maggiori hanno lucrato i BTP di pari scadenza nei decenni precedenti;
- usa un tasso uguale per capitalizzare i contributi versati e per attualizzare le pensioni future da percepire: i flussi rispettivi non sono però omogenei e confrontabili in termini di rischio. I contributi versati, alla data del pensionamento, sono certi (e lo sarebbero anche gli interessi prodotti), mentre incerti sono i flussi delle pensioni future. Sono incerti sia come durata (vita residua dopo la pensione del lavoratore e di eventuali familiari candidati alla reversibilità: usare la vita media attesa,

determinata sulle tavole attuariali, come fa la Fornero, non risolve affatto il problema dal punto di vista del singolo lavoratore), che come ammontare; dopo la morte del lavoratore, infatti, l'entità delle somme percepite dipende dalla presenza e dal legame di parentela dei familiari su cui potrebbe scattare la reversibilità. Inoltre, rischi derivano per ammontare e durata delle pensioni future anche da cambiamenti futuri della legislazione pensionistica, se intaccassero anche i diritti acquisiti (come, peraltro, accade con questa riforma).

Cade, con ogni evidenza, la presunta oggettiva equità del sistema contributivo descritto, se non tiene conto correttamente ed analiticamente degli aspetti citati, a cui va aggiunta la necessità di considerare flussi al netto delle imposte, essendo le aliquote fiscali degli interessi sui contributi differenti dai prelievi sui pagamenti delle pensioni.

Terzo esempio. Una critica recente bipartisan è quella all'eccessiva finanziarizzazione dell'economia mondiale. La finanza ne risulta demonizzata, come causa principale della crisi recente. Per misurare l'eccesso di finanziarizzazione si ricorre al confronto (si vedano, come esempi, Fumagalli, *Il diritto al default come contropotere finanziario, Il Manifesto*, 1 settembre 2011 e Panara, *Se la finanza si mangia l'economia, La Repubblica – Affari&Finanza*, 23 gennaio 2012) tra PIL mondiale (74 mila miliardi di dollari nel 2010), valore del mercato obbligazionario mondiale (95 mila miliardi di dollari), valore delle borse mondiali (50 mila miliardi di dollari), valore dei derivati (466 mila miliardi di dollari) e si conclude che la finanza muove in aggregato 8 volte la ricchezza prodotta in termini reali. Ora, un primo errore si commette nel confrontare grandezze flusso (il PIL) con grandezze fondo (il valore dei mercati obbligazionario, azionario e dei derivati), distorcendo la prospettiva dell'analisi. Ma questo è solo un errore veniale (che però conferma le già citate carenze di finanza aziendale). Più grave è l'errore che si commette demonizzando la finanza tout court e oscurando per questa via quello che è il vero problema: cioè non la finanza in quanto tale, ma l'uso vizioso e distorto che se ne fa, cioè gli "eccessi" della finanza. La finanza, quando è al servizio dell'economia reale, come fisiologicamente dovrebbe essere, non è negativa. Se i mercati finanziari servono a convogliare il denaro degli investitori verso gli impieghi produttivi, la finanza supporta lo sviluppo dell'economia reale. Le obbligazioni societarie servono a finanziare gli impieghi delle imprese e la borsa dovrebbe servire a raccogliere denari sul mercato per finanziare con capitale paziente gli investimenti reali delle imprese, soprattutto quelli strategici, di maggiore durata e di maggiore rilevanza per il loro *core business*. Quindi il problema non è la dimensione di questi mercati, se, come dovrebbe essere, a fronte di questi valori ci sono gli asset reali delle imprese, che da qualche parte devono trovare i capitali per essere finanziati. L'aspetto negativo è un altro. La borsa, negli ultimi anni, per esempio in Italia, non finanzia più l'industria e i servizi non finanziari, cioè l'economia reale. Per tutta una serie di ragioni (per le quali rinviamo alla puntuale analisi condotta da Coltorti per lo studio Consob sui 150 anni di borsa in Italia)[3] il listino telematico copre l'80% delle banche (in termini di totale attivo tangibile di bilancio), circa metà delle compagnie di assicurazione (in termini di premi), e solo il 5% dell'industria e dei servizi (in termini di fatturato): dal listino risultano assenti sia il quarto capitalismo (cioè le medie imprese che rappresentano la punta di diamante della manifattura italiana, quella che esporta nel mondo l'*Italian style*), che importanti gruppi di dimensione elevata (Riva, Ferrero, Marcegaglia, Perfetti, Barilla, ecc.). In secondo luogo, dal 1997 ad oggi, la borsa italiana non indirizza più il risparmio verso gli impieghi produttivi, ma serve a far tornare agli investitori le somme non impiegate negli attivi delle imprese (tendenze analoghe sono rilevabili anche per le borse del Nord America e dell'Europa): i saldi tra finanza in entrata e finanza in uscita delle imprese quotate sono pesantemente negativi, cioè i dividendi distribuiti superano gli aumenti di capitale e su questi l'incidenza dell'industria è scesa dal 91% del periodo 1977-1986 al 51% nel triennio 2007-2010, a vantaggio delle banche. Oggi la borsa italiana sembra operare una sorta di selezione avversa: premia chi distribuisce dividendi e riacquista azioni proprie, mentre affonda chi annuncia aumenti di capitale per finanziare sviluppi futuri o risanare gestioni compromesse da alti indebitamenti. Quindi, le imprese virtuose, che vogliono crescere e svilupparsi, ne stanno alla larga.

Ancora. Raccogliere denaro a titolo di debito dai risparmiatori emettendo obbligazioni per finanziare gli impieghi produttivi delle imprese non è un male in sé. Male è il conflitto di interessi che induce le banche a svolgere non proprio virtuosamente il piazzamento sul mercato di queste obbligazioni. Quando, come è avvenuto nel caso Parmalat, tanto per ricordare un esempio recente e doloroso della storia italiana, le banche sono sia creditori (molto esposti) della Parmalat, che collocatori – lautamente remunerati – presso gli investitori delle sue obbligazioni, l'azzardo morale è assicurato, in assenza di adeguata regolamentazione: l'emissione delle obbligazioni di Parmalat, a gestione operativa già compromessa e indebitamento bancario oltre il livello di guardia, servì alle banche per rientrare dei capitali prestati oltrechè per intascare alte commissioni; perché aspettarci che il rischio di insolvenza di quelle obbligazioni (ben chiaro alle banche) fosse altrettanto chiaramente da esse illustrato ai risparmiatori, potenziali investitori, al momento della sottoscrizione?

Ancora. Finanziarizzazione è anche il cambio di mestiere che le imprese, almeno in alcuni settori, hanno fatto, da produttori di beni e servizi reali a banche, come dimostra la patologica composizione dei loro attivi, sbilanciata verso gli impieghi finanziari. Come esempio facciamo riferimento al settore auto (uno tra i settori maggiormente colpiti dalla crisi 2008-2009 e maggiormente beneficiato dagli aiuti statali) che, prima della crisi (nel 2006) e non per effetto della crisi, evidenzia, rispetto a 30 anni prima, una radicale trasformazione della composizione degli attivi di bilancio (dati Ufficio Studi Mediobanca-R&S) per due aspetti:

- una riduzione marcata dell'attivo immobilizzato e un'incidenza elevata dell'attivo circolante, specchio del trasferimento fuori delle imprese della produzione, terziarizzata

- un'incidenza patologicamente marcata degli attivi finanziari, che superano il 70% dell'attivo totale (nella forma di crediti concessi alla clientela per il finanziamento degli acquisti di auto), specchio della "difficoltà di vendere" delle imprese del settore o comunque di politiche aggressive "di gonfiaggio" dei consumi.

Questo esempio mostra come la crisi reale ha generato la finanziarizzazione e non l'opposto: i crediti verso i clienti e l'eccessivo indebitamento delle imprese del settore hanno rappresentato un canale di trasmissione della crisi estremamente veloce, traducendo l'insolvenza dei clienti in insolvenza dei produttori.

In conclusione, la finanza non è la strega da mandare al rogo, ma un sapere molto utile, che andrebbe insegnato nelle università, tutelato e sviluppato nella ricerca, imparato bene e utilizzato meglio, nel governo delle imprese come in quello del paese, nell'investimento del patrimonio del piccolo risparmiatore, come in quello ben più ricco della previdenza statale.

\* *Professore ordinario di Finanza aziendale – Università degli Studi di Roma Tre (venanzi@uniroma3.it)*

**[1] Ipotizziamo qui per semplicità che il tasso sui Bund sia una proxy accettabile del tasso risk-free. [2] La penalizzazione si può calcolare partendo dalla seguente identità:  $\text{Flusso atteso alla scadenza}/(1+r)^n = \text{equivalente certo del flusso alla scadenza}/(1 + \text{tasso risk-free})^n$ , dove r è il tasso che comprende anche il compenso per il rischio e n il numero degli anni alla scadenza, mentre il tasso risk-free non lo contiene. Nel caso del secondo termine dell'uguaglianza, infatti, del rischio si tiene direttamente conto nel numeratore, dove al flusso atteso rischioso si sostituisce il suo corrispondente flusso certo, cioè già decurtato per tenere conto del rischio. Dalla uguaglianza, è possibile derivare che  $\text{equivalente certo del flusso alla scadenza}/ \text{flusso atteso alla scadenza} = (1 + \text{tasso risk-free})^n/(1+r)^n$ : questo rapporto misura la penalizzazione subita dal flusso per tenere conto del rischio, supposta dal tasso r. Con riferimento all'esempio riportato, se n=10, r=9% e tasso risk-free=6%, il rapporto misura 0,76 (76%), che significa un compenso totale per il rischio del 24% (100-76).**

**[3] Coltorti F., 2011, *Borsa, territorio e sviluppo economico (1861-2011)*, in Consob, *Dall'unità ai nostri giorni: 150 anni di borsa in Italia*, Consob.**