

# Investimenti e finanziamenti: il problema distributivo

*Il rapporto Draghi ha messo in evidenza che, per finanziare il nuovo modello di sviluppo europeo, è necessario, come “precondizione”, il completamento dei progetti di “Unione Bancaria” e “Unione dei Mercati dei Capitali” e, come “condizione”, l’emissione di una qualche forma di debito comune a sostegno di investimenti pubblici e sussidi alle imprese.*

*Supponendo che l’agenda Draghi venga realizzata e che, quindi, gli investimenti necessari per sostenere il nuovo modello di sviluppo europeo<sup>1</sup> trovino adeguati finanziamenti, ci chiediamo:*

***Come saranno distribuiti i benefici che deriveranno (in futuro) dagli investimenti (reali) resi possibili (oggi) dagli investimenti (finanziari)?***

## (1) Premesse

**1. Le imprese** investono se lo ritengono conveniente, cioè se i benefici attesi sono superiori al costo del capitale. Le aziende valutano i “benefici attesi”; il “costo del capitale” si forma nei mercati finanziari<sup>2</sup>.

**2. I risparmiatori** decidono di investire in un Paese se si convincono di poter beneficiare della crescita di quel Paese<sup>3</sup>.

## (2) I benefici della crescita: il problema distributivo

- La crescita, il valore aggiunto, i “benefici attesi” che deriveranno (in futuro) dagli investimenti (reali), resi possibili (oggi) dagli investimenti (finanziari), verranno distribuiti ai fattori produttivi: lo Stato, il lavoro, il capitale.
- Le quote del PIL destinate al capitale e al lavoro, durante gli anni '70 del secolo scorso, erano in Italia più o meno sullo stesso livello (un po' più alta la quota del lavoro). Negli ultimi anni, in Italia, ***i redditi da lavoro*** sono stati pari al 40% circa del PIL, mentre ***i redditi da capitale*** sono

---

<sup>1</sup> Previsioni contenute nel Rapporto Draghi:

**La spesa per investimenti** dovrebbe aumentare di *un importo minimo di 750-800 miliardi annui*, aggiuntivi. Significa che gli investimenti (lordi) sul PIL dovrebbero aumentare del 5%, passando dal 22% al 27%, recuperando il gap con gli USA che, negli ultimi dieci anni hanno investito 2-3 mila miliardi più dell'Europa. Circa 1/5 dei maggiori investimenti dovrebbero essere fatti dai governi (investimenti pubblici), 4/5 dalle imprese (investimenti privati).

<sup>2</sup> Alcune considerazioni contenute nel Rapporto Draghi su questo tema:

“ ... anche se aumentasse l’integrazione dei Mercati dei Capitali, è improbabile che il miglioramento dei finanziamenti di mercato sblocchi gli investimenti dell’importo desiderato”.

“ ... per ottenere investimenti privati aggiuntivi pari a circa il 4% del PIL, *sarebbe necessaria una diminuzione del costo del capitale (privato) pari a 250 b.p.* ... *La maggior efficienza del mercato dei capitali potrebbe contribuire solo in parte... Sarebbero necessari incentivi fiscali*”.

<sup>3</sup> Il rapporto Letta ha messo in evidenza che il patrimonio finanziario degli europei ammonta a oltre 33.000 miliardi (è *lo stock* dei risparmi passati investiti in strumenti finanziari).

Nel rapporto Draghi si evidenzia che il tasso di risparmio europeo (il *flusso* di nuovi risparmi) è pari al 12,7% del PIL, mentre quello americano è solo il 3,2% del PIL. In termini di importo, gli europei hanno risparmiato 1390 miliardi, gli americani 840 miliardi.

Ogni anno, 300 miliardi di risparmi degli europei vengono investiti negli USA.

stati quasi il 50%.<sup>4</sup> È un fenomeno che si manifesta in tutti i Paesi sviluppati, ma l'Italia spicca per il valore molto basso dei redditi da lavoro sul totale.

- Una parte importante della quota di reddito che va al capitale deriva da rendimenti finanziari: interessi a banche e obbligazionisti, dividendi e capital gain agli azionisti.

Le risorse dei risparmiatori vanno a governi e imprese tramite le banche e i mercati finanziari. Nei mercati finanziari gli operatori si avvalgono di intermediari. I grandi intermediari sono: banche, assicurazioni, fondi di investimento, fondi pensione, fondi Sovrani.

In definitiva, in **un'economia "finanziarizzata"**, quelli che contano, i **"Padroni del mondo"**, sono i grandi intermediari finanziari internazionali (Black Rock, Vanguard, Fidelity ecc.<sup>5</sup>)

I grandi intermediari finanziano le start-up innovative tramite i loro fondi di Venture Capital, acquisiscono le imprese in crescita tramite i loro Fondi di Private Equity, hanno partecipazioni di rilievo nelle più grandi imprese mondiali e sono gli unici, di fatto, che partecipano alle privatizzazioni e alle reti infrastrutturali<sup>6</sup>.

Sono loro che decidono dove investire e che si appropriano di gran parte del valore aggiunto.

### **In conclusione**

Il finanziamento del progetto europeo si basa, in sostanza, sulla **fiducia** che, in mercati finanziari riformati e unificati (come proposto da Letta e Draghi), i **"padroni del mondo"**, decidano di canalizzare le risorse dei risparmiatori proprio verso i governi e le imprese europee e di farlo nelle quantità e nelle forme necessarie.

**I benefici**, che dagli investimenti deriveranno, andranno, in gran parte, a loro (i loro utili e i loro "lauti" compensi) e ai sottoscrittori dei loro prodotti finanziari, cioè a coloro che già detengono la ricchezza finanziaria, accentuando così le disuguaglianze di reddito e ricchezza.

## **(3) È possibile far partecipare maggiormente i lavoratori e tutti i cittadini ai "benefici attesi"? Tre ipotesi/proposte:**

Per renderlo possibile è necessario intervenire con:

1. **La pre-distribuzione:** tramite i contratti nazionali, per aumentare la quota del valore aggiunto che va a remunerare il lavoro.
2. **La re-distribuzione:** tramite la fiscalità, per ridurre le disuguaglianze.
3. **La con-partecipazione:** tramite gli intermediari finanziari pubblici o collettivi, per indirizzare le risorse dei risparmiatori al sostegno della transizione e dello sviluppo delle imprese, e per consentire a lavoratori e cittadini di partecipare ai benefici economici derivanti dagli investimenti produttivi, tramite i rendimenti dei mercati finanziari. Gli intermediari pubblici, di cui parleremo, sono:
  - I "Fondi Pensione" e il "Fondo Pensione Europeo", i cui rendimenti vanno a beneficio di tutti i lavoratori/sottoscrittori.
  - La "BEI" e le "banche di promozione" nazionali, i cui profitti vanno a beneficio di tutti i cittadini.
  - Il "Fondo Sovrano Europeo", i cui rendimenti vanno a beneficio di tutti i cittadini.

---

<sup>4</sup> I "redditi da capitale" sono lordi (al lordo degli ammortamenti) e comprendono le rendite immobiliari e i redditi da lavoro autonomo.

I dati sono relativi al 2023 e sono stati ripresi da: "Prodotto Interno Lordo e principali componenti", Istat 2024.

<sup>5</sup> La "top 10 mondiale del risparmio" vede presenti: 8 società americane (BlackRock, Vanguard, Fidelity, State Street, Morgan Stanley, J.P. Morgan Chase, Goldman Sachs, Capital Group), una europea (Crédit Agricole al 7° posto con meno di un terzo degli asset di BlackRock, che è il più grande) e una svizzera (UBS al 9° posto). Insieme gestiscono patrimoni pari a circa il 50% del PIL mondiale. Fonte: Il sole 24 ore del 11/01/2025.

<sup>6</sup> "L'economia mondiale non è gestita da imprenditori di aziende di medie dimensioni, ma da poche migliaia di enormi società, con partecipazioni a incastro, controllate da un piccolo gruppo di gestori di fondi". Adam Tooze, "Lo schianto".

## **(4) Come far partecipare i lavoratori ai “benefici attesi”**

### **1. I contratti nazionali**

Occorre che i sindacati ottengano i rinnovi dei contratti nazionali **a beneficio di tutti i lavoratori**. Occorre, anche, valorizzare la contrattazione di secondo livello legata ai risultati di cui, però, potranno **beneficiare solo i lavoratori di alcuni settori e di alcune imprese (le migliori)**<sup>7</sup>.

### **2. I “Fondi Pensione”<sup>8</sup>**

I Fondi Pensione sono individuati come *intermediari da potenziare* sia nel rapporto Letta, sia nel rapporto Draghi.

I Fondi Pensione hanno, infatti, un ruolo importante per lo sviluppo delle imprese, perché sono gestiti da un intermediario finanziario in un’ottica di lungo periodo, con la finalità di creare una rendita per integrare la pensione pubblica. Raccolgono capitali mediante piani di accumulo, che durano anni, e possono quindi fare scelte di investimento “pazienti”, sia in strumenti di debito, sia di partecipazione, in imprese quotate o non quotate, che potranno così sostenere i propri piani di investimento.

**I rendimenti (finanziari) degli investimenti vanno a beneficio di tutti i lavoratori/sottoscrittori.**

I Fondi Pensione (italiani ed europei) sono, *però*, ancora “piccoli” rispetto a quelli americani<sup>9</sup>, crescono lentamente e investono prevalentemente all’estero (fuori dall’Europa). I lavoratori (italiani), inoltre, scelgono spesso linee di investimento a basso rischio. Anche se riorientati verso gli investimenti in Europa e in forme più rischiose, difficilmente potrebbero dare, almeno nel breve periodo, un contributo significativo.

Si rende, quindi, opportuno istituire un “**Fondo Pensione Europeo**”.

### **3. Il “Fondo Pensione Europeo”, come proposto da Letta e Draghi**

Sarebbe a disposizione di tutti i lavoratori europei e quindi potrebbe crescere rapidamente. Potrebbe caratterizzarsi con linee di investimento “dedicate” a sostenere il nuovo modello di sviluppo, a costi contenuti e con incentivi fiscali.

**I rendimenti (finanziari) degli investimenti vanno a beneficio di tutti i lavoratori/sottoscrittori.**

---

<sup>7</sup> Bisogna però tenere conto che, mentre la *contrattazione collettiva nazionale* rispetta il principio di “giustizia orizzontale”, perché viene applicata a tutti i lavoratori che svolgono lo stesso lavoro, la *contrattazione di secondo livello* legata ai risultati aziendali, invece, crea differenze tra lavoratori di aziende diverse o che sono impiegati in settori diversi. Inoltre rende in parte variabile la retribuzione, attribuendo ai lavoratori un rischio (la fluttuazione del reddito) che dipende dai risultati aziendali. Ma i risultati aziendali dipendono dalle scelte di azionisti e manager, sono influenzati dalle politiche di bilancio e dalla tassazione, ed inoltre sono al netto delle retribuzioni dei top manager.

Di qui la necessità di una partecipazione dei lavoratori all’azionariato e alla gestione delle imprese, **la cogestione** (Vedi ad esempio la proposta di legge della Cisl: “Per una governance d’impresa partecipata dai lavoratori”).

<sup>8</sup> I Fondi Pensione, a livello mondiale, gestiscono oltre 22.000 miliardi (circa il 20% del PIL mondiale). Negli USA i F.P. gestiscono 15.000 miliardi, in Europa 2.700 miliardi. Cit. Alberto Quadrio Curzio “Il Fondo Sovrano Europeo..” 23/01/2023.

<sup>9</sup> “Nel 2022 il livello degli asset pensionistici nell’UE era pari solo al 32% del PIL, mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito ammontavano in totale rispettivamente al 142% e al 100% del PIL” (Rapporto Draghi).

## (5) Come far partecipare tutti i cittadini ai “benefici attesi”

### 1. *Interventi fiscali*

La redistribuzione, resa possibile dalla tassazione, ha un effetto significativo sull'uguaglianza. Ma la tassazione non può spingersi oltre certi livelli su una limitata base di contribuenti e in presenza di un livello elevato di elusione ed evasione fiscale.

È necessario intervenire, a livello europeo, per eliminare i fenomeni di “concorrenza fiscale” e per combattere i “paradisi fiscali”, ma è anche *necessaria una riforma fiscale* che intervenga sui redditi più elevati, sulla tassazione dei redditi da capitale e delle rendite finanziarie e sulle successioni.

### 2. *La gestione del “patrimonio pubblico”<sup>10</sup>*

Lo Stato, alcuni Enti Pubblici, anche locali, e la Cassa Depositi e Prestiti detengono un patrimonio rilevante, costituito da beni reali: immobili e partecipazioni in imprese quotate e non-quotate.

Si tratta di beni capitali che lo Stato detiene per conto dei cittadini e che quindi dovrebbero essere gestiti nel loro interesse. Attualmente *il rendimento di questo patrimonio è molto modesto*.

Si pone, quindi, il tema della razionalizzazione della presenza pubblica e della gestione e valorizzazione di questo patrimonio. “Gestione e valorizzazione” non significa necessariamente “vendita”, soprattutto finché il conto economico pubblico non smetterà di produrre ulteriori deficit.

**Il rendimento del patrimonio pubblico va a beneficio di tutti i cittadini.**

### 3. *Potenziare la BEI e le banche di promozione nazionale, come proposto da Mario Draghi*

Sono istituzioni “pubbliche” (*proprietà di tutti i cittadini*), che funzionano già molto bene.

- **La BEI** è un’istituzione “federale”, perché “proprietà comune dei paesi UE”. Va potenziata, aumentando il suo capitale, **ma** è pur sempre una banca (assume prestiti ed eroga prestiti) e le banche non sono adatte a finanziare, se non in minima parte, le attività ad alto rischio, le innovazioni radicali o le ristrutturazioni produttive.
- **Le banche di promozione**, come la *Cassa Depositi e Prestiti*, sono, invece, strumenti adatti, **ma** sono “nazionali” e, quindi, limitate nel loro capitale e nella loro operatività.

**I profitti di queste istituzioni vanno a beneficio di tutti i cittadini.**

### 4. *Il “Fondo Sovrano Europeo”, come proposto da Ursula Von der Leyen*

Nel mondo ci sono attualmente circa 100 Fondi Sovrani (in Europa ce ne sono 20), che hanno un patrimonio di circa il 10% del PIL mondiale. I Fondi Sovrani sono “*patrimonio pubblico*” e quindi *appartengono a tutti i cittadini*, che possono beneficiare dei relativi rendimenti.

*Un Fondo Sovrano Europeo?*

La Commissione Europea, per finanziare investimenti e transizione, aveva fatto una proposta: la costituzione di un *Fondo Sovrano Europeo*. La proposta era stata fatta dalla Presidente *Ursula Von der Leyen* e aveva trovato ampio risalto mediatico e vasto interesse nell’opinione pubblica (ad esempio Assolombarda l’ha fatta propria<sup>11</sup>).

**Tuttavia**, prima ancora di diventare “progetto”, “l’idea” è stata bocciata da Germania e Olanda ed è stata dirottata su una molto più modesta piattaforma Step (Piattaforma per le tecnologie strategiche per l’Europa).

*Qualche ipotesi progettuale:*

- Il Fondo Sovrano dovrebbe essere un grande **Fondo di investimento “pubblico”**, di carattere federale” perché la dotazione di capitale dovrebbe essere garantita dagli Stati dell’Unione. Sarebbe, in sostanza, di proprietà di tutti i cittadini europei.
- Dovrebbe poter **raccogliere finanziamenti sul mercato**, emettendo titoli di debito. Si tratterebbe di titoli di “**debito comune**” che potrebbero diventare immediatamente e per importi elevati un “**safe asset**” europeo. Sarebbero titoli a basso rischio: il “merito di credito” sarebbe,

<sup>10</sup> Sul patrimonio pubblico italiano vedi documento della Ragioneria Generale dello Stato

[https://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit-i/Rendiconto/Conto\\_del\\_bilancio\\_e\\_Conto\\_del\\_patrimonio/II-Patrimo/PS-2022.pdf](https://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit-i/Rendiconto/Conto_del_bilancio_e_Conto_del_patrimonio/II-Patrimo/PS-2022.pdf)

<sup>11</sup> “Un Fondo Sovrano Europeo per aiutare l’industria e l’Unione”, editoriale di A. Spada, Il sole24ore 03/08/2024

infatti, massimo perché basato sulla validità del suo attivo e sull'elevato patrimonio garantito dagli Stati dell'Unione. Sarebbero, pertanto, appetibili sia per i privati cittadini (avversi al rischio) sia per i grandi investitori istituzionali.

- Dovrebbe *operare* come **una grande “Cassa Depositi e Prestiti” europea**. In sintesi, lo schema potrebbe essere simile a quello di Cassa Depositi e Prestiti/Bancoposta: raccolta di capitali tramite strumenti finanziari privi di rischio e impieghi in forme di investimento più rischiose e a lungo termine. Il Fondo potrebbe, pertanto, intervenire in molti modi e sempre con “*capitali pazienti*”, supportando sia la produzione di “**beni pubblici europei**”, sia **investimenti pubblici e privati** per l'innovazione, la riconversione produttiva e la crescita. Potrebbe, tramite propri *Fondi di Venture capital*, di *Private equity*, di *Private debt*, finanziare tutti quegli *investimenti ad alto rischio* che il mondo imprenditoriale tende a sostenere in misura insufficiente. Potrebbe, inoltre, partecipare al capitale delle grandi imprese quotate, al fine di contribuire all'irrobustimento patrimoniale e alla **crescita di “campioni europei”** in modo che siano in grado di competere nei mercati globali.
- Con il Fondo Sovrano verrebbero **finanziate direttamente le imprese**, con l'obiettivo di attuare la trasformazione del modello di sviluppo. Il debito contratto per ampliare le capacità operative del Fondo, in questo caso, non finanzierebbe una spesa ma l'acquisto di asset finanziari. È una proposta che potrebbe, quindi, avere caratteristiche accettabili anche dai Paesi timorosi di condividere i debiti.
- Consentirebbe, infine, di **far partecipare tutti i cittadini europei ai benefici economici** derivanti dagli investimenti produttivi, attraverso i rendimenti dei mercati finanziari<sup>12</sup>.

## (6) In conclusione

Il potenziamento delle istituzioni esistenti e la costituzione di un “Fondo Pensione Europeo” e di un “Fondo Sovrano Europeo” di grandi dimensioni potrebbero avere un ruolo fondamentale:

- per indirizzare le risorse dei risparmiatori a sostegno della politica industriale comune, della transizione e dello sviluppo delle imprese<sup>13</sup>
- per far partecipare lavoratori e cittadini europei ai benefici economici derivanti dagli investimenti produttivi, attraverso i rendimenti dei mercati finanziari.

Sono **proposte** lanciate da tempo che devono, però, diventare finalmente **progetti da rendere operativi** nell'interesse dei cittadini europei di oggi e, soprattutto, di domani.

*Assemblea di LibertàEguale  
Orvieto 18-19 gennaio 2024*

---

<sup>12</sup> “... nonostante i risparmi più elevati, le famiglie dell'UE dispongono di una ricchezza notevolmente inferiore rispetto agli omologhi statunitensi, in gran parte a causa dei minori ritorni sulle loro attività che ricevono dai mercati finanziari. Tra il 2009 e il 2023, la ricchezza netta delle famiglie è aumentata del 151% negli USA rispetto al 55% dell'UE. Questo divario rispecchia, in gran parte, la maggior capacità del sistema finanziario statunitense di trasformare i risparmi delle famiglie in investimenti ad alto rendimento” (Rapporto Draghi).

Secondo uno studio citato da *Giacomo Corneo (“Oltre il capitalismo”)*, nel secolo scorso il differenziale di rendimento tra azioni e safe asset (l'equity risk premium) si è posizionato in media tra il 7 e il 9% annuo.

<sup>13</sup> “*l'Unione dei Risparmi e degli Investimenti*” di Enrico Letta