

IL FOGLIO – 20 OTTOBRE 2025

La pseudo democrazia dello spread

Intervista a Paolo Savona – di Luciano Capone

Abbiamo incontrato Paolo Savona, presidente della Consob, alla Festa dell'ottimismo del Foglio. Con Savona abbiamo parlato fra l'altro di regole (europee e no) del mercato e di golden power, di criptovalute, di agenzie di rating e di spread. Questo il dialogo con Luciano Capone.

Luciano Capone - C'è un tema che è tornato di grande attualità: l'uso del golden power adottato dal governo italiano per frenare o impedire l'operazione Unicredit-Banco Bpm. Ciò estende il dibattito sull'uso esteso del golden power, che potrebbe ostacolare il mercato unico europeo, e i progetti Ue dell'Unione dei mercati e dei capitali, così come l'Unione bancaria, su cui Bruxelles sta puntando tanto. Infatti, nei giorni scorsi è filtrata la possibilità di un'azione da parte della Commissione europea contro l'Italia. Cosa ne pensa della legislazione sul golden power, nata per impedire acquisizioni ostili, come quelle da parte di Russia e Cina, ma ora utilizzata su un'operazione tra due banche italiane? Si sta allargando l'uso di questo potere?

Paolo Savona - Faccio una premessa, che varrà per tutta l'intervista: ho scelto di fare il tecnico e il tecnico, per poter esercitare bene la sua professione e quindi aiutare la politica, deve cercare di superare l'attualità, guardando all'origine dei problemi e dove questi sfociano. Dico questo perché, sul tema specifico, sono stato l'unico economista membro di due commissioni di riforma dei servizi di sicurezza di informazione. Il dibattito riguardò se le leggi per la sicurezza dello stato dovessero distinguersi nettamente dalle leggi per l'interesse dello stato. Da questo punto di vista, resto dell'avviso che la sicurezza dello stato sia qualcosa di diverso della tutela degli interessi dello stato, un tema che rimbalza anche a seguito di questa attualità. Va ricordato che il tutto iniziò quando Clinton decise che nella riforma dei servizi di sicurezza si dovessero considerare anche gli interessi delle imprese. Già allora, quindi, fu abbattuto questo netto diaframma fra funzioni dei servizi di sicurezza e funzioni delle altre istituzioni. Oggi la situazione è cambiata, con la deglobalizzazione, le guerre, le innovazioni tecnologiche. Essendo caduto il diaframma fra sicurezza dello stato e tutela degli interessi, è veramente difficile oggi dire dove si debba fermare il governo. Il vero limite qual è? Il problema, secondo me, è che non si può governare l'economia in rapido mutamento con la "civil law": occorre la "common law". Quello che io auspico è che le istituzioni singolarmente abbiano più poteri, ma anche più responsabilità da questo punto di vista. Ritengo che la posizione

che ha preso l'Europa e la posizione del governo italiano siano diverse. Dove avviene la sintesi e la ricostruzione di un diaframma che si è rotto? Deve avvenire a livello europeo.

L.C. - Che poi non è un problema o una questione solo italiana. Abbiamo visto in Europa un caso analogo in Spagna, dove un governo socialista, e quindi di un altro colore rispetto all'Italia, è intervenuto per porre delle condizioni analoghe all'uso del golden power sulla fusione tra Bbva e Banco Sabadell, due banche importanti. Oppure a maggior ragione in Germania, dove il governo tedesco vuole ostacolare l'acquisizione da parte di una banca italiana di una tedesca. Quindi c'è anche questa contraddizione tra i governi nazionali: abbiamo tre "colori" diversi. E la necessità europea di rafforzarsi con dei campioni europei in questo contesto globale dove l'Europa inizia a essere piccolina. Se la dimensione statale è ancora più piccola, diventa anche quello un problema di interesse nazionale.

P.S. - Lei sta dando conferma a quella che è la mia impostazione. Il luogo naturale dove tracciare una linea di sintesi è l'Europa. E su questo punto ci sono due aspetti da considerare. Da un lato siamo in difficoltà per scelte che avvengono al di fuori dell'Europa, come nel caso dei dazi. In questo caso la domanda è: deve essere l'Europa a difenderci, o ciascun paese si deve difendere? E io capisco che un governo, di fronte a questo tipo di problemi, sia spinto ad avere un'interpretazione un po' più nazionalistica. In secondo luogo, se si cerca di stabilire una norma, bisogna considerare le difficoltà che questo porta con sé. Perché una volta che si definisce una norma, poi all'indomani si scopre che la realtà che si deve giudicare, come nel caso di un'istituzione come la Consob, è diversa dai poteri che la legge conferisce.

L.C. - A proposito di norme e di loro applicazione rigorosa, a cui poi le istituzioni si attengono: la Consob è entrata, suo malgrado, in polemica con il governo o comunque con le dichiarazioni di esponenti di spicco della maggioranza proprio sull'operazione Unicredit-Bpm. Perché tra l'uso del golden power e ricorsi, ha dato diverse proroghe in base ai vari ricorsi etc. C'è stata una critica incisiva da parte delle forze politiche del principale partito di maggioranza. In questo contesto le citavo gli Stati Uniti in cui le autorità indipendenti sono seriamente messe in discussione, qual è la situazione in Italia? Avete sentito questa pressione? come vi siete comportati?

P.S. - Lei sta dicendo che la Consob ha avuto problemi con il governo nell'applicazione delle norme, ma questo è assolutamente sbagliato. Sono arrivate poche critiche dal lato dei parlamentari, e in particolare di un parlamentare.

L.C. - Però era un parlamentare importante, presidente di una commissione parlamentare, ed esponente del principale partito di governo.

P.S. - Ma non ha parlato a nome del governo. Quindi, quello che vorrei correggere, è che con il governo non è successo assolutamente niente. Ma torniamo al discorso delle critiche. Di solito chi

esercita la nostra professione non riceve mai elogi. Le critiche possono riguardare ad esempio la possibilità che siano stati compiuti degli abusi. E i pochi che hanno fatto ricorso alla magistratura amministrativa hanno poi avuto torto. Quindi più che critiche erano semplicemente interpretazioni diverse, consentite dal fatto che la legge non era chiara. Noi abbiamo ricevuto un'ottantina di esposti da parte dei protagonisti. E ciascun esposto ci chiedeva di dar ragione alla sua posizione. Queste, secondo me, non sono critiche. Noi abbiamo preso delle decisioni che si sono mostrate fondate. Perché i 30 giorni assegnati a Unicredit hanno consentito di chiarire gli aspetti che andavano chiariti: e se non ci fossero stati quei 30 giorni ci sarebbe stata una disputa legale. Quindi, finché riusciamo a contenere il tutto nell'ambito delle istituzioni, il sistema economico funziona meglio. Se si entra nel campo nella magistratura, con cui abbiamo un dialogo aperto e costante, questa si trova nelle nostre stesse condizioni. A quel punto la magistratura, come dicono illustri giuristi, di fronte a una realtà in cui la legge non è chiara e la realtà non si adatta alla legge, usa la "common law": legifera essa stessa con le sentenze. Come vede, il problema che io ho sollevato è che non è possibile in un mondo in grande evoluzione non affrontare il problema dei limiti della "civil law".

L.C. - Servirebbe una riforma anche del Testo unico?

P.S. - è stata affrontata la riforma del Testo unico della finanza (Tuf) e ci si è trovati di fronte agli stessi problemi, tipici di una realtà in rapida evoluzione. Infatti, cryptocurrency e tokenizzazione sono fuori dalla riforma del Tuf: abbiamo un Testo unico della finanza e in più un tipo di legislazione parallela – europea e italiana – che riguarda anche problemi finanziari più ampi. Allora anche l'unità del Testo unico della finanza si è rotta. Così come si è rotto il diaframma fra sicurezza dello stato e tutela degli interessi, si è rotto il diaframma tra passato e presente, tra civil law e common law.

L.C. - Lei parlava di realtà che corre molto veloce rispetto alla legislazione, citava gli Stati Uniti sui dazi. C'è una grossa spinta negli Stati Uniti con il Genius Act di Donald Trump sulle stablecoin, le cryptoattività come uno strumento per sostenere e rafforzare il dollaro. Lei cosa ne pensa? Come si stanno muovendo le istituzioni europee italiane sul lato delle crypto? Cosa bisognerebbe fare? Anche in assenza di un regolamento chiaro le cose succedono, cioè le persone comprano, vendono, fanno affidamento, magari su una garanzia implicita dello stato.

P.S. - Se guardiamo all'attualità, c'è da mettersi le mani nei capelli, disperarsi. Qualche volta io non dormo la notte, soprattutto di fronte allo sviluppo delle cryptocurrency. Sono sette anni che mi batto sul tema. Oggi si comincia a dire: "Ma le stablecoin non vanno bene". Nel 2019 ho chiesto: "Spiegateci qual è l'utilità delle stablecoin, che sono un'altra moneta che crea complicazioni al sistema monetario e al sistema economico". Adesso, dopo che è stata varata la legge europea,

alcune delle stesse autorità europee cominciano a dire: “Ah, ma questo è pericoloso, perché ci può essere un deflusso bancario”. Perché queste domande arrivano dopo che sono state definite le norme? Ma torniamo al tema di fondo. Queste cose, a un certo punto, vanno affrontate con maggiore cooperazione. La speranza, in questo momento, è che si arrivi a una cooperazione internazionale, che peraltro deve fronteggiare problemi drammatici come quello delle guerre. Se non è possibile una maggiore cooperazione internazionale, occorre una maggiore cooperazione europea. Occorre che i 27 stati europei decidano di fare un’unione politica un po’ più seria, più organizzata, con funzioni dello stato centralizzato e funzioni degli stati che ne fanno parte. Ma è questo il dibattito in corso? Io non lo vedo. Aver accettato la pluralità delle monete è l’ostacolo che abbiamo di fronte. Quando verrà introdotto l’euro digitale, avremo quattro monete: quella che noi economisti chiamiamo la base monetaria, che è la moneta delle banche centrali, e all’interno di questa nasce l’euro digitale, che è un’altra forma di moneta centrale. Poi ci sono le monete private, che sono state totalmente legittimate negli Stati Uniti, perché Trump ha deciso di nominare cinque cryptocurrency, compresi i Bitcoin, riserva del dollaro. E il figlio di Trump ha dichiarato qualche giorno fa che, se ci sarà un forte attacco al debito pubblico statunitense, gli americani rimborseranno con le cryptocurrency. Ma vi rendete conto? Che cosa deve fare l’Italia se succede una cosa del genere? Che cosa deve fare l’Europa? Guardate, il problema è che sta saltando l’architettura istituzionale. E se non cerchiamo di rendere stabile l’architettura istituzionale, non riusciremo a riportare l’economia sul sentiero dello sviluppo, a dare speranza ai nostri figli e ai nostri nipoti.

L.C. - Un’ultima domanda. C’è stata da parte dell’agenzia di rating S&P la conferma del rating italiano, che era stato migliorato proprio da S&P ad aprile. L’agenzia di rating Fitch l’ha migliorato poche settimane fa, e ora aspettiamo il giudizio di Moody’s a novembre. In ogni caso, c’è un miglioramento del merito di credito italiano, si vede nello spread che scende più che nei rendimenti, ma comunque siamo allineati a quello francese, anche per una difficile situazione francese. C’è una certa fiducia nelle finanze pubbliche italiane, malgrado questo debito pubblico enorme. Nella sua ultima esperienza politica che ha avuto al governo nel 2018, la situazione era opposta. c’era una sfiducia enorme con lo spread che era schizzato oltre i 300 punti. Cosa è cambiato da allora? Perché l’Italia non riusciva a trasmettere fiducia ai mercati e adesso sì?

P.S. - E’ successo che il paese ha dato questa sensazione di maggiore stabilità delle istituzioni. Da questo punto di vista, continuo a dire che lo spread sul debito pubblico italiano non deve esistere, perché il volume del risparmio e la ricchezza patrimoniale del paese – basta guardare questa sala (a Palazzo Vecchio, ndr) – è tale che la probabilità che l’Italia non rimborsi il suo debito è pari a zero. Quindi pagare gli effetti dello spread è una gravissima ingiustizia, che testimonia il fatto che la

costruzione del sistema monetario europeo, quello che ho sempre sostenuto, è una costruzione incompleta.

L.C. - Quando avete sostenuto queste tesi è schizzato lo spread. Anziché andare verso zero è andato oltre 300. Era un problema di fiducia che creava questa dialettica.

P.S. - Certo, ora però siamo su altri livelli e ne siamo felici. Secondo me lo spread a 80 punti base è comunque troppo, perché noi siamo in grado di rimborsare il debito. Vuol dire che l'organizzazione finanziaria mondiale, e l'organizzazione anche politica europea, è tale che alla fine legittima il pagamento di uno spread. Questo è il punto fondamentale: che gli spread siano stati usati come pseudo-democrazia, perché era il modo attraverso cui legittimare o delegittimare un capo del governo. Quindi attenzione: lo spread è un aspetto politico dell'organizzazione europea. E' un tema centrale, che però ancora una volta non trovo nel tavolo delle discussioni che stiamo affrontando.