RISPARMIO

1

Anno LVIII - n. 1 gennaio - marzo 2010

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA IL RISPARMIO REVIEW

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioreview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

- ∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.
- ∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio Review saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e E-JEL.

RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Stefano Marchettini (ACRI, Rome)

Editorial Board

Emmanuele Emanuele (ACRI, Rome)

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ACRI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit, the electronic indexing and abstracting service of the American Economic Association

1

Anno LVIII - n. 1 gennaio - marzo 2010 Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione: Piazza Mattei, 10 - 00186 Roma Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23 elisabetta.boccia@acri.it www.ilrisparmioreview.it www.acri.it

Codice ISSN 0035-5615 (print) Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori. La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

COSIMO MAGAZZINO

Dimensioni ottimali dell'operatore pubblico e crescita economica

Optimal size of government and economic growth

GIOVANNI SABATINI

Il bilancio della mifid a due anni dalla sua entrata in vigore

Mifid Two Years Later

35

FABRIZIO MAIMERI

La tutela del cliente e la disciplina del conflitto di interessi Customer protection and the rules on conflicts of interest 49

PIERO MARCHETTINI

L'ultima raccomandazione dell'unione europea e i principi del financial stability board in tema di executive compensation The last recommendation of the european union and the principles of the financial stability board concerning executive compensation 79

FABRIZIO CRESPI

La rilevazione dei derivati nel bilancio delle banche: problematiche di analisi e di interpretazione dei dati contabili Derivatives in bank balance sheet: analysis and interpretation of accounting data 103

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS a cura di Elisabetta Boccia 145

OPTIMAL SIZE OF GOVERNMENT AND ECONOMIC GROWTH

Cosimo Magazzino

Facoltà di Scienze Politiche, Università degli Studi "Roma Tre"; Royal Economic Society (R.E.S.); Società Italiana degli Economisti (S.I.E.); Centro di Ricerca inter-dipartimentale di Economia delle Istituzioni (C.R.E.I.)

School of Political Science, Università degli Studi "Roma Tre"; Royal Economic Society (R.E.S.); Italian Society of Economists (S.I.E.) Centre for Research on the Economics of Institutions (C.R.E.I.)

cmagazzino@uniroma3.it

La "curva BARS" mette in relazione le dimensioni dell'operatore pubblico (approssimate dalla quota di spesa pubblica sul P.I.L.) e la crescita economica. Scopo di questo saggio è analizzarne l'evidenza empirica in un gruppo di 13 Paesi membri dell'U.E., in riferimento al periodo 1970-2008, sia con tecniche di serie storiche che panel. Dopo una breve introduzione, viene presentata una rassegna critica della letteratura economica sul tema, mentre in seguito vengono stimate alcune specificazioni della "curva BARS", discutendone i risultati. Concludono il saggio alcune note sulle politiche di spesa dei Paesi europei.

PAROLE CHIAVE: OTTIME DIMENSIONI DEL GOVERNO · CRESCITA ECONOMICA · "CURVA BARS" · SPESA PUBBLICA

"BARS curve" relates the size of Government (rounded by the share of public expenditure) to economic growth. This paper aims at analyzing the empirical evidence in a 13-EU Member State group, referring to the period 1970-2008, using both time-series techniques and panels. After a brief introduction, a critical survey of the economic literature about this subject is shown; then some specifications of "BARS curve" are estimated, arguing on results. Some concluding remarks about expenditure policies of EU Members conclude the paper.

KEYWORDS: OPTIMUM SIZE OF GOVERNMENT; ECONOMIC GROWTH; "BARS CURVE"; PUBLIC EXPENDITURE;

1. - Introduzione

La teoria della crescita riveste un ruolo centrale nell'ambito della moderna macroeconomia. Da lungo tempo gli studi sulla crescita sono basati sull'approccio neoclassico di Solow (1956), che evidenzia l'importanza di due fattori correlati alla crescita di lungo periodo, ossia i mutamenti tecnologici esogeni e la convergenza del reddito pro-capite. Se si presume che tutte le determinanti della crescita siano esogene, appare evidente come le politiche economiche non siano suscettibili di influenzare il processo di crescita – se non temporaneamente durante la fase di transizione di un'economia verso il suo stato stazionario. Come conseguenza, il ruolo dell'operatore pubblico nel processo di crescita stato piuttosto trascurato dai modelli di crescita neoclassici standard.

Con l'affermarsi della classe di modelli sulla crescita sviluppati da ROMER (1986), LUCAS (1988), BARRO (1989; 1990) e REBELO (1991), i quali costituiscono una nuova teoria della crescita (endogena) anche il ruolo dell'operatore pubblico nell'ambito del processo di crescita è cambiato. Secondo questa teoria, sia i tassi di crescita della fase di transizione che quelli associati allo stato stazionario sono endogeni, implicando che anche i tassi di crescita dell'attività economica di lungo periodo siano endogeni. Pur riconoscendo come esistano diversi fattori in grado di determinare la crescita di lungo periodo, tuttavia nei modelli di crescita endogena l'operatore pubblico può influenzare il processo di crescita, sia direttamente che indirettamente, come mostrato da Bros, de Groot e Nijkamp (1999). Come ulteriore risultato, i tassi di crescita a lungo termine possono differire tra i Paesi, e non è necessario che si verifichi la convergenza dei redditi pro-capite. Pertanto, Dar e Amir Khalkhali (2002) hanno sottolineato come i tre principali strumenti della politica di bilancio (tassazione, spesa pubblica e saldi di bilancio) possono influenzare il processo di crescita di lungo periodo attraverso l'efficienza nell'uso delle risorse, il tasso di accumulazione fattoriale e la dinamica del progresso tecnologico. Un approccio recente agli effetti che le dimensioni dell'operatore pubblico possono avere sulla crescita economica è quello incentrato sulla "curva BARS", che mette in relazione il tasso di attività economica con la spesa pubblica, vista quale proxy proprio delle dimensioni dello Stato (Armey (1995); RAHN e Fox (1996); CHAO e Grubel (1998); Vedder e Gallaway (1998); Tanzi e Schuknecht (1998a; 1998b; 2007); Scully (1998; 2000; 2002; 2004); Pevcin (2003; 2004; 2008)).

L'analisi econometrica è stata condotta essenzialmente tramite i modelli per dati in serie storica (ARIMA) e per dati *panel* (FEM, REM). Infine, è importante ricordare il rilievo che nelle scienze economiche riveste la "legge di GOODHART" (simile a quello che nelle scienze na-

Cfr.: GOODHART C. A. E., Problems of Monetary Management: The UK Experience, in "Papers in Monetary Economics", vol. I, Reserve Bank of Australia, 1975.

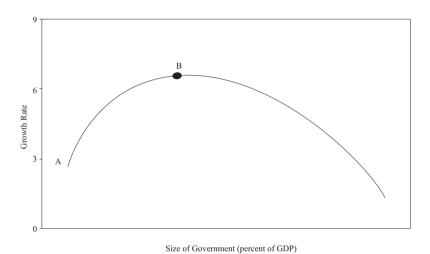
turali occupa il "principio di indeterminazione" di HEISENBERG). Secondo questa legge, una volta trovata una relazione significativa tra le variabili economiche, essa cessa di esistere quando si inizia ad utilizzarla per gestire la politica economica: ciò deve ricordarci la cautela metodologica che è doverosa nell'analizzare le stime econometriche.

2. – Le ottime dimensioni dell'operatore pubblico e la "curva BARS" in letteratura

Il concetto di "ottima dimensione dello Stato" è stato teorizzato da Armey (1995), il quale ha proposto, nel 1979, la curva omonima. Analoga alla "curva di Laffer" – la quale delinea tramite un grafico "ad U rovesciata" la relazione tra il gettito tributario e l'aliquota media d'imposizione – la "curva di Armey" mostra invece il legame tra la spesa pubblica (espressa come quota del prodotto nazionale) e la variazione del benessere generale del paese à la Pigou (espressa come tasso di crescita della produzione aggregata), mostrando la stessa forma "ad U rovesciata". L'idea alla base del lavoro di Armey è che con livelli di spesa pubblica molto bassi, lo Stato non riuscirebbe a garantire il rispetto dei contratti e la protezione dei diritti di proprietà, e quindi un tasso di crescita positivo. Al contrario, con quote molto elevate di spesa pubblica, i cittadini avrebbero scarsi incentivi ad investire e produrre, giacché i livelli di prelievo sarebbero esorbitanti, ed anche in questo caso la crescita ne soffrirebbe. Di conseguenza, aumenti di spesa in corrispondenza di bassi livelli di intervento pubblico nell'economia generano un forte impulso all'attività economica; mentre espansioni fiscali, in corrispondenza di elevati livelli di spesa, danno luogo ad un rallentamento dell'attività economica, sostituendosi ad un uso alternativo e più efficiente delle stesse risorse da parte del settore privato. Esiste, allora, un livello ottimo del rapporto spesa pubblica/P.N.L. tale da massimizzare la crescita del reddito aggregato. In particolare, secondo Chao e Grubel (1998), tale livello risulta minore di quello che massimizza il gettito erariale (ovvero il punto di massimo gettito della "curva di LAFFER").

Cfr.: LAFFER A. B. – SEYMOUR J. P., The Economics of the Tax Revolt: A Reader, Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1979.

Figura 1 - La "curva di Armey"



Fonte: GWARTNEY, LAWSON e HOLCOMBE (1998).

Nell'ambito dei modelli di crescita endogena, BARRO (1989; 1990) ha sottolineato come un inasprimento dell'imposizione fiscale riduce il tasso di crescita per mezzo dell'innesco di effetti disincentivanti. Al contempo, però, un incremento delle spese pubbliche provoca l'aumento della produttività marginale del capitale, – e quindi – ha un effetto positivo sulla crescita. La seconda manovra prevale nei casi in cui le dimensioni del settore pubblico sono ridotte, mentre la prima quando il settore pubblico è molto esteso. Ne deriva un effetto della spesa governativa sulla crescita economica dal carattere non monotonico. Così, si delinea la "BARRO Rule", secondo la quale i servizi pubblici sarebbero forniti a livello ottimale qualora il loro prodotto marginale fosse unitario. Graficamente, pertanto, la relazione tra tasso di crescita dell'economia e tasso di variazione della spesa pubblica seguirebbe un andamento "ad U rovesciata".

Scully (1994; 1998; 2000; 2002; 2003), analizzando la relazione tra aliquote fiscali, gettito e crescita economica per 103 paesi, ha trovato che i tassi di crescita economica vengono massimizzati quando la

spesa pubblica è approssimativamente pari alla quinta parte del reddito aggregato, avendo gli incrementi eccessivi di spesa un sostanziale effetto depressivo sulla crescita.

Rahn e Fox (1996) hanno condotto un'analisi empirica riaffermando l'esistenza di un'ottima dimensione dell'operatore pubblico, graficabile per mezzo di una curva "ad u rovesciata". Questi primi studi sull'argomento hanno contribuito a dare un nome diverso assegnato da taluni studiosi alla curva in questione, ossia BARS (dai nomi di BARRO, ARMEY, RAHN e SCULLY).

VEDDER e GALLAWAY (1998) hanno mosso dalla constatazione che non vi sia stata alcuna società nella storia dell'uomo che abbia sperimentato una ricchezza diffusa senza dotarsi di un apparato pubblico: altrimenti, l'attività economica ed il benessere sarebbero penalizzati dall'anarchia totale. Per questo, le prime funzioni da assegnare all'entità statuale – quelle di garantire l'ordine e la legalità, e di difendere il diritto di proprietà –, in linea con il pensiero economico classico, hanno un impatto forte sullo sviluppo economico. La presenza dello Stato diviene, così, una condizione necessaria ma non sufficiente per la prosperità. D'altro canto, le società collettivistiche ad economia pianificata, centralizzando e monopolizzando l'allocazione delle risorse e tutte le decisioni in campo economico, hanno fallito. Dunque, l'espansione della sfera pubblica oltre un dato limite è soggetta alla "legge dei rendimenti marginali decrescenti", il che garantirebbe dei ritorni positivi sia per i freni alla spesa pubblica nelle economie in cui l'intervento pubblico è molto esteso.

Fratianni e Spinnelli (1982) hanno trovato forte evidenza empirica che il settore pubblico italiano è cresciuto, sia in termini relativi che assoluti, più del resto dell'economia. Così come forte è l'evidenza trovata a proposito dell'accelerazione dei tassi di crescita del settore pubblico. Inoltre, i due studiosi mostrano come il modello redistributivo spieghi meglio l'evoluzione delle dimensioni dell'operatore pubblico italiano (dal 1861 al 1979) rispetto al modello con beni pubblici e all'ipotesi di interessi settoriali.

Benson e Johnson (1986) hanno guardato all'impatto della tassazione sulla futura formazione di capitale in vari paesi. Essi sono giunti alla conclusione che movimenti verso l'alto delle aliquote tributarie relative conducono a riduzioni dell'ammontare relativo degli investimenti;

ossia, alte tasse si rifletterebbero in bassa formazione di capitale. Pertanto, come già aveva avvertito il pensiero classico, l'eccessiva imposizione fiscale può influenzare negativamente l'attività economica, deprimendone la domanda.

Grossman (1987) ha descritto come positivi i contributi statali alla crescita economica generale subito dopo la nascita dello Stato, avvertendo però che il processo di decision-making pubblico condurrebbe a continui incrementi di spese, i quali risulterebbero in volumi inefficienti di beni pubblici. Distinguendo due visioni alternative nell'ambito dell'analisi economica della teoria del governo – quella pigouviana, che guarda al governo come un attore benevolo, il quale si sforzerebbe di correggere le inadeguatezze e gli eccessi di un mercato senza regole³; e quella tipica della "Public Choice School", che interpreta invece il governo come un Leviatano, strumento di speciali gruppi di interesse, e che genera distorsioni – Grossman ha sviluppato un modello dove tutte le spese effettuate dall'operatore pubblico costituirebbero degli inputs per la produzione del settore privato, ricercando così la dimensione ottima del governo tale da massimizzare l'output privato⁴. I risultati di stima indicano che nel 1983 il livello delle spese pubbliche statunitensi eccedeva dell'87% quello che avrebbe massimizzato la produzione privata.

GRIER e TULLOCK (1989) hanno concluso un loro lavoro empirico sui paesi dell'O.C.S.E. tra il 1951 ed il 1980 notando come l'aumento dimensionale dello Stato, per paesi con un operatore pubblico già fortemente interventista, abbia un effetto significativamente negativo sulla crescita dell'economia.

PEDEN e Bradley (1989) hanno cercato di misurare l'effetto delle dimensioni pubbliche sulla produzione economica e sulla produttività negli Stati Uniti d'America tra il 1949 ed il 1985. Essi hanno concluso che il livello dell'attività governativa nell'economia ha un effetto negativo tanto sul livello della produzione aggregata quanto sui suoi tassi di crescita; inoltre, hanno trovato che aumenti continui nella quota di prodotto interno destinata alla sfera pubblica conducono ad una

³⁾ Cfr.: Pigou A. C., *Public Finance*, Macmillan, London, 1947.

Cfr.: Mueller D. C., Public Choice III, Cambridge University Press, Cambridge – New York, 2003.

significativa erosione della produttività.

Tanzi e Schuknecht (1997a; 1997b; 1998a; 1998b; 2007) hanno analizzato la dinamica di lungo periodo della spesa nei paesi industrializzati. Essi hanno concluso che paesi con "governi piccoli" generalmente non mostrano indicatori socio-economici e di benessere peggiori rispetto a quelli aventi "governi grandi". I primi, limitandosi a fornire i servizi essenziali ed un minimo di sicurezza e tutela sociale agli indigenti evitano di incappare negli effetti negativi che avrebbero gli elevati livelli della tassazione necessari per garantire una redistribuzione su larga scala. I due studiosi trovano che laddove le spese pubbliche assorbono la metà del reddito nazionale i progressi sociali non sono materialmente più consistenti che altrove.

Besci (1996), investigando gli effetti delle differenze regionali nella tassazione statunitense, ha concluso che le aliquote d'imposta marginali mostrano una relazione negativa e statisticamente significativa con la crescita economica.

FELDTSEIN (1997) ha puntualizzato come le dimensioni e il ruolo appropriati dell'operatore pubblico dipendano, innanzitutto, dal "peso morto" dei trasferimenti di fondi dal settore privato. Le dimensioni di questo fardello dipendono dagli incrementi nelle aliquote fiscali e dalle perdite di benessere per la collettività nel suo insieme dovute ad aliquote fiscali maggiori. In conclusione, la questione centrale della finanza pubblica viene individuata nel livello appropriato di spesa pubblica e, conseguentemente, di tassazione, soprattutto nei paesi che hanno un alto rapporto debito/P.I.L. La desiderabilità di aumenti successivi di spesa dipende dal confronto tra i suoi benefici con i costi totali, incluse le perdite derivanti da un gettito in rialzo. Inoltre, Feldstein ha rilevato la necessità di investigare in maniera più approfondita la portata del meccanismo delle aspettative sui mutamenti delle aliquote contributive, ed i conseguenti effetti sul gettito. Infine, la perdita di benessere associata alla tassazione rifletterebbe tanto cambiamenti nell'offerta di lavoro come nella base imponibile. Pertanto, la sua conclusione è che finanziare una spesa pubblica addizionale di un dollaro richiederebbe un incremento di tassazione di oltre due dollari.

Del resto, già Friedman (1997) aveva posto l'attenzione sul ruolo essenziale che lo Stato avrebbe quale attore di politica economica nel

contesto di una società libera ed aperta. Tuttavia, aveva segnalato come il passaggio dal 15% al 50% di quota della spesa sul reddito nazionale – e, pertanto, della quota del prelievo, se si vuol assicurare il pareggio di bilancio – sarebbe senz'altro negativo per il reddito prodotto, generando un peggioramento paretiano.

YAVAS (1998) ha mostrato come un aumento delle dimensioni del settore pubblico incrementa il livello dell'*output* se l'economia si trova in corrispondenza di un basso livello di reddito aggregato *pro-capite*, mentre lo diminuisce se l'economia produce un alto livello di reddito *pro-capite*. In paesi poco sviluppati una quota significativa della spesa pubblica è generalmente diretta alla costruzione di infrastrutture, con un effetto di stimolo sulla produzione del settore privato. Invece, nelle economie mature la quota preponderante dei programmi di spesa viene indirizzata ai servizi sociali.

GWARTNEY, LAWSON e HOLCOMBE (1998) stabiliscono che quando l'operatore pubblico si espande oltre le funzioni *core* influenza negativamente la crescita economica per una triplice ragione: a) gli effetti disincentivanti dell'elevata tassazione e l'effetto di *crowding* degli investimenti pubblici rispetto a quelli privati; b) la diminuzione dei guadagni derivante dall'intromissione governativa in attività non adatte al pubblico; c) l'interferenza con il processo generatore di ricchezza Ghali (1998) e Anaman (2004) hanno mostrato che le dimensioni pubbliche possono avere degli effetti positivi sull'attività economica a causa di effetti esterni positivi, dello sviluppo di un contesto legale, amministrativo ed economico favorevole e degli interventi nei casi di *market failures*.

Invece, Bajo-Rubio (2000) ha evidenziato che le dimensioni dell'operatore pubblico hanno effetti negativi sulla crescita economica, principalmente a causa delle inefficienze burocratiche, dell'eccessivo peso della tassazione, della distorsione del sistema degli incentivi e degli interventi pubblici sui mercati.

Un'analisi che considera le diverse finalità delle spese governative è stata condotta da Heitger (2001). Egli ha sottolineato come le spese governative per beni pubblici "centrali" (quelli nozickiani di *minimal State: rule of law*, sicurezza dalle aggressioni esterne, ordine inter-

no) abbiano un impatto positivo sulla crescita economica⁵; mentre la produzione e fornitura pubbliche di beni privati avrebbero ricadute negative. Inoltre, Heitger ha ricordato – come, peraltro, già avevano fatto Smith, Ricardo e Malthus⁶ – che la tenuta dei conti pubblici impone il finanziamento di ingenti spese pubbliche per mezzo di livelli di tassazione vieppiù "vessatori", riducendo gli incentivi al lavoro, all'investimento ed all'innovazione.

FOLSTER e HENREKSON (2001) hanno esaminato gli effetti sul tasso di crescita di manovre di spesa e di prelievo in paesi ricchi nel periodo 1970-1995, trovando una robusta relazione negativa tra spesa pubblica e crescita economica.

GUPTA ET AL. (2001) hanno sottolineato come lo scopo e le dimensioni governative siano ottime allorquando il costo marginale sociale delle risorse pubbliche eguagli il loro beneficio marginale sociale. Tuttavia, essi notano come sussistano difficoltà di operazionalizzazione di tale regola, che ne fa una sfida intellettualmente stimolante dell'Analisi Costi-Benefici.

Allo stesso modo, Dar e Amirkhali (2002) hanno concluso che la crescita della produttività totale dei fattori e della produttività del capitale sono più deboli laddove le dimensioni dell'apparto pubblico sono maggiori. Studiando 19 paesi dell'O.C.S.E. tra il 1971 ed il 1999 essi hanno trovato che laddove prevale lo "small government" il grado di efficienza, la disciplina del mercato, l'utilizzo delle risorse sono superiori, oltre a rilevare l'assenza di "effetti di spiazzamento" che indeboliscono gli incentivi all'investimento in beni capitali.

ALESINA ET AL. (2002) hanno analizzato gli effetti di vasti mutamenti nella politica fiscale sugli investimenti. Essi hanno trovato che aumenti di spesa pubblica – e, quindi, delle dimensioni dell'apparato statale – arrecano un aggravio di costi del lavoro nel settore privato. Inoltre, essi hanno trovato che un incremento della tassazione riduce

Si vedano anche: Brumm H. J., Military Spending, Government Disarray, and Economic Growth: A Cross-Country Empirical Analysis, in "Journal of Macroeconomics", 19(4), 1997, pp. 827-838; Kennedy P., The Rise and Fall of the Great Powers, Random House, New York, 1987.

⁶⁾ Cfr.: Romagnoli G. C., Le funzioni economiche dello stato in Italia, in Acocella N. – Rey G. M. – Tiberi M. (A cura di), Saggi di politica economica in onore di Federico Caffè, vol. III, FrancoAngeli, Milano, 1999, pp. 171-200.

profitti ed investimenti, ma un aumento della spesa pubblica li ridurrebbe in misura maggiore. Pertanto, la lezione che ne traggono è quella secondo cui le stabilizzazioni fiscali in grado di promuovere la crescita economica sarebbero principalmente associate a tagli nelle spese anziché a strette tributarie.

ILLARIONOV e PIVAROVA (2002) hanno studiato le dimensioni ottimali dell'operatore pubblico nei Paesi OECD per il periodo 1960-2000, giungendo alla conclusione che l'aumento di un punto percentuale nella quota di spesa pubblica sul PIL sia stato accompagnato dalla diminuzione dello 0.1% dei tassi di crescita medi dell'attività economica. Inoltre, i due studiosi hanno suddiviso il campione in più sotto-campioni per tener conto dell'eterogeneità individuale (dovuta alla presenza nel campione iniziale di Paesi molto diversi tra loro), utilizzando come delle dimensioni pubbliche due metriche differenti: la quota di entrate pubbliche totali rispetto al PIL e la quota di spese pubbliche totali sul PIL. Il set di variabili indipendenti comprendeva 46 potenziali regressori, a loro volta distinti per tipologie (geografici, climatici, demografici, amministrativi, economici). I risultati mostravano che, per entrambe le variabili dipendenti, gli unici regressori significativi fossero il PIL pro-capite (con segno positivo, dunque trovando una conferma alla "Legge di WAGNER") e la media annuale della popolazione (con segno negativo). Raggruppando le differenti unità in 3 gruppi più omogenei, si notava come la media della quota di entrate pubbliche sul PIL per il gruppo 1 fosse del 37,5% inferiore rispetto a quella del gruppo 3, mentre la media dei tassi di crescita del gruppo 1 fosse oltre 3,5 volte quella del gruppo 3. Infine, i due studiosi hanno calcolato un "livello necessario delle dimensioni pubbliche" pari al 20,9% di quota delle spese pubbliche sul PIL per i Paesi meno sviluppati e con elevata popolazione (con oltre un milione di abitanti). Quando questo indicatore assumeva valori compresi tra il 21% e il 36%, il fardello fiscale veniva definito "irrazionale"; mentre al di sopra del 36% era definito "eccessivo".

AFONSO, SCHUKNECHT e TANZI (2003), sulla scorta del contributo di ARMEY, hanno suggerito che la spesa generale del governo eccedente la quota del 30% del reddito nazionale riduce la crescita economica e non si traduce, nella pratica, in miglioramenti del benessere sociale. PEVCIN (2003; 2004; 2008) ha verificato la presenza di una "curva di

ARMEY" in dodici paesi europei relativamente al periodo 1950-1996, utilizzando – come Vedder e Gallaway – il rapporto tra spesa pubblica totale e prodotto nazionale quale *proxy* delle dimensioni dell'operatore pubblico. I risultati mostrano l'evidenza di una produttività marginale decrescente delle spese pubbliche.

Kustepeli (2005) ha condotto un'analisi sulle dimensioni pubbliche con riguardo ai dodici Paesi nuovi membri dell'U.E. e ai 2 candidati⁷, in riferimento al periodo 1994-2001. Inizialmente il campione è stato diviso in 3 gruppi, in base alla quota media di spesa sul PIL: bassa (26-33%): Lituania, Lettonia, Estonia, Repubblica Ceca, Turchia e Romania; media (34-40%): Slovacchia, Cipro, Polonia, Bulgaria e Slovenia; alta (41-47%): Malta, Ungheria e Croazia. I risultati dell'analisi econometrica di tipo *panel* mostrano che dimensioni ridotte dell'operatore pubblico influenzano positivamente i tassi di crescita dell'economia, così come le elevate dimensioni. Invece, in corrispondenza di valori medi di tale indicatore, si assiste ad una diminuzione della crescita economica.

Poulson e Kaplan (2008) hanno esplorato l'impatto della politica tributaria sulla crescita economica, all'interno di un modello di crescita endogena, laddove differenze nelle politiche possono condurre a diversi sentieri di crescita di equilibrio di lungo periodo. L'analisi rivela, in linea con la "curva di Laffer", che aliquote marginali più elevate hanno un impatto negativo sulla crescita economica dei paesi. Peraltro, una minore progressività del sistema tributario ha un impatto positivo sulla crescita economica. Stati che mantengono un tasso di incremento del gettito al di sotto del tasso di aumento del reddito raggiungono più elevati saggi di crescita economica.

Secondo Chao e Grubel, alcuni programmi di spesa avrebbero effetti disincentivanti, riducendo la componente di rischio nella vita economica dei vari agenti, e tali effetti mutano i comportamenti economici degli individui, diminuendo l'offerta effettiva di lavoro e la libera intrapresa. Ne deriverebbe una diminuzione del tasso di crescita economica⁸.

Si tratta di Bulgaria, Cipro, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Turchia e Ungheria.

⁸⁾ Cfr.: Chao J. C. P. – Grubel H., Optimal Levels of Spending and Taxation..., cit.

In un suo recente saggio, HILL (2008) ha criticato il modello utilizzato da Scully (1996; 2003), con il quale lo studioso era giunto a determinare il livello di tassazione ottimale per gli Stati Uniti d'America nel trentennio 1960-1990 pari al 19,3%. Le critiche di HILL hanno riguardato soprattutto la forma peculiare della funzione di produzione – già oggetto di obiezioni da parte di SIEPER (1997) e KENNEDY (2000) – che include l'assunto poco plausibile tutti i beni capitali siano completamente esauriti ogni anno. Correggendo questo errore, HILL ha trovato che le dimensioni dell'operatore pubblico in grado di massimizzare la crescita economica oscillano tra il 16% e il 28%.

MAGAZZINO (2008) ha stimato la "curva BARS" per l'Italia in due differenti periodi: nel primo caso, usando i dati presenti in MITCHELL (2008)⁹, che vanno dal 1862 al 1998, la dimensione dell'operatore pubblico che massimizza la crescita economica italiana è data da un rapporto tra spesa pubblica e P.N.L. pari al 23,06% (*g** della Figura 1). Il valore calcolato è in linea con quello trovato da Vedder e Gallaway (1998), pari al 22,23%. Invece, restringendo l'analisi al solo periodo del secondo dopoguerra (1950-1998), la dimensione pubblica associata al massimo tasso di crescita del prodotto nazionale risulta pari al 32,83%. Tale valore non si discosta sensibilmente dalla stima del 37,09% contenuta in Pevcin (2008).

Chobanov e Mladenova (2009) hanno esaminato l'ottima dimensione dell'operatore pubblico (definita come la quota di spesa pubblica totale sul PIL) in grado di massimizzare la crescita economica per un set di 28 Paesi appartenenti all'OECD nel periodo 1970-2007. I risultati empirici raggiunti hanno mostrato come il rapporto spesa pubblica/PIL ottimale sia pari al 25%. Inoltre, tutti i paesi del campione si trovavano nella parte destra e discendente della curva.

3. – La modellistica econometrica e i dati

I metodi di stima utilizzati in questo lavoro sono quelli tipici delle analisi econometriche di tipo *time series* e *panel*.

Per quanto concerne le analisi in serie storica sono stati utilizzati i modelli ARIMAX (AutoRegressive Integrated Moving Average with

Cfr.: MITCHELL B. R., International Historical Statistics. Europe 1750-2005, Palgrave Macmillan, London, 2008.

Exogenous Variables)¹⁰, con la correzione di White per l'eteroschedasticità¹¹ e con il "filtro di Kalman" per il filtraggio dei dati¹². Le analisi di tipo panel, invece, hanno fatto uso dei modelli FEMAR (Fixed Effect Models with an AR(1) Disturbances), REMAR (Random Effect Models with an AR(1) Disturbances) e LSDV (Least Squares Dummy Variables)¹³.

I dati utilizzati in questo lavoro sono stati tratti dal data-set AMECO della Commissione Europea (C.E.), di libera consultazione sul web¹⁴. AMECO è un database macroeconomico rivisto con cadenza annuale a cura della Direzione Generale per gli Affari Economici e Finanziari della C.E. Esso è uno strumento indispensabile per tutte le analisi ed i report dell'ECOFIN. La sua pubblicità e gratuità mira a rafforzarne la trasparenza e la bontà degli studi che se ne servono. Vi troviamo dati per l'U.E.-27, l'Euroarea, i Paesi candidati all'ingresso nell'area dell'euro ed altri Paesi facenti parte dell'O.E.C.D.¹⁵.

4. – Le stime

Inizialmente abbiamo studiato la relazione tra crescita economica e

¹⁰⁾ Per un'analisi approfondita della modellistica time-series utilizzata si vedano, tra gli altri: Lütkepohl H., New Introduction to Multiple Time Series Analysis, Springer-Verlag, Milano, 2005; Di Fonzo T. – Lisi F., Serie storiche economiche, Carocci, Roma, 2005; Bee Dagum E., Analisi delle serie storiche: modellistica, previsione e scomposizione, Springer-Verlag, Milano, 2002; Gallo G. M. – Pacini B., Metodi quantitativi per i mercati finanziari, Carocci, Roma, 2002; Engle R. F. (edited By), ARCH. Selected Readings, Oxford University Press, Oxford, 1995; Hamilton J. D., Econometria delle Serie Storiche, Monduzzi, Bologna, 1995 (edizione originale: Time Series Analysis, Princeton University Press, Princeton, 1994).

¹¹⁾ Cfr.: White H., A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity, in "Econometrica", 48, 1980, pp. 817-838.

¹²⁾ Cfr.: Kalman R. E., A new approach to linear filtering and prediction problems, in "Journal of Basic Engineering", Transactions of the ASME, Series D, 82, 1960, pp. 35-45.

¹³⁾ Per un'analisi approfondita della modellistica panel utilizzata si vedano, tra gli altri: Baltagi B. H., Econometric Analysis of Panel Data, Wiley, New York, 2005; Hsiao C., Analysis of Panel Data, Cambridge University Press, New York, 2003; Wooldridge J. M., Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, MIT Press, Cambridge, 2002; Baltagi B. H. – Wu P. X., Unequally spaced panel data regressions with AR(1) disturbances, in "Econometric Theory", 15, 1999, pp. 814-823; Mundlak Y., On the pooling of time series and cross section data, in "Econometrica", 46, 1978, pp. 69-85.

¹⁴⁾ Si veda l'indirizzo web: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators8646_en.htm.

¹⁵⁾ Si tratta di Stati Uniti d'America, Giappone, Canada, Svizzera, Norvegia, Islanda, Messico, Corea del Sud, Australia e Nuova Zelanda.

spesa pubblica seguendo le analisi condotte in Pevcin (2004), Chobanov e Mladenova (2005), stimando tre relazioni fondamentali. La prima investiga il legame tra il tasso di variazione del prodotto aggregato reale corretto per i termini di commercio internazionale (RGDPAITT) e la quota di spesa sul P.I.L (CATEGG). L'equazione stimata è del tipo:

$$d(RGDPAITT)_{i,t} = \alpha + \beta_1 CATEGG_{i,t} + u_{i,t}$$
 [1]

Ci aspettiamo che se l'operatore pubblico ha dimensioni eccessive, vi siano effetti negativi sulla crescita economica.

La seconda relazione studiata riguarda il legame tra il tasso di variazione del prodotto aggregato, la quota di spesa sul P.I.L. e la variazione della spesa pubblica. L'equazione stimata questa volta è del tipo:

$$d(RGDPAITT)_{i,t} = \alpha + \beta_1 CATEGGi_{,t} + \beta_2 d(CATEGG_{i,t}) + u_{i,t}$$
 [2]

In questo secondo caso, ci aspettiamo che se l'operatore pubblico ha dimensioni eccessive, l'ulteriore aumento della spesa pubblica generi nuovi effetti negativi sulla crescita economica.

La terza relazione analizza il legame tra il tasso di variazione della crescita economica e la variazione della quota di spesa sul P.I.L. L'equazione stimata è:

$$d2(RGDPAITT)_{i,t} = \alpha + \beta_1 d(CATEGG_{i,t}) + u_{i,t}$$
 [3]

Anche in questo caso, l'incremento della spesa pubblica può generare freni alla dinamica della crescita economica.

In seguito abbiamo stimato le relazioni tra tasso di crescita economica e spesa pubblica secondo la specificazione proposta da VEDDER e

Gallaway (1998), da Pevcin (2004), Chobanov e Mladenova (2005) e Davies (2008). Essa ipotizza che il tasso di crescita del reddito aggregato sia funzione positiva della quota di spesa pubblica sul prodotto interno e funzione negativa del quadrato della quota della spesa pubblica. Abbiamo inizialmente stimato il seguente modello:

$$d(RGDPAITT)_{i,t} = \alpha + \beta_1 CATEGGi_{,t} + \beta_2 CATEGG^2_{,i,t} + u_{i,t}$$
 [4]

dove l'indice *i* indica il Paese (*i*=Belgio, ...), mentre l'indice *t* si riferisce al periodo (*t*=1970, ..., 1998). Utilizzando i dati forniti dal *data-set* AMECO abbiamo considerato come variabile dipendente il tasso di crescita del P.I.L. reale corretto per l'impatto dei termini di commercio (misurato nelle monete nazionali), *RGDPAITT*, e come variabili indipendenti la spesa pubblica totale corretta per il ciclo economico (misurata come quota del P.I.L.), *CATEGG*, e il suo valore quadratico, *CATEGG*². Per tutte le serie sono state calcolate le trasformate logaritmiche.

Ci attendiamo che il termine lineare, *CATEGG*, abbia segno positivo e mostri gli effetti positivi della spesa pubblica sulla crescita economica; al contrario, il termine quadratico *CATEGG*² ci aspettiamo che assuma il segno negativo, misurando gli effetti negativi associati all'allargamento del settore pubblico. Detto altrimenti, questo termine di secondo grado dovrebbe indicare la produttività marginale decrescente della spesa pubblica.

4.1 - Analisi time-series del legame tra crescita economica e dimensioni dell'operatore pubblico

Al fine di studiare la relazione tra spesa pubblica e crescita economica, abbiamo costruito un *data-set* per 13 Paesi (Belgio, Danimarca, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Finlandia, Svezia e Regno Unito) dal 1970 al 2008. Inizialmente si è condotta un'analisi econometrica per dati in serie storiche. Dalla Tabella 1 emerge chiaramente la relazione negativa tra tasso di crescita economica e spesa pubblica. Il coefficiente della variabile esplicativa è per ogni Paese statisticamente significativo e ha segno

negativo (si noti, peraltro, come anche l'intercetta sia sempre statisticamente significativa). Con riguardo al coefficiente di determinazione corretto, la spesa pubblica da sola contribuisce a spiegare tra il 5,5% (Francia) e il 41,5% (Danimarca) della variabilità del tasso di crescita. Infine, in alcun caso si riscontrano effetti di eteroschedasticità condizionale auto-regressiva; solo in due casi (Portogallo e Regno Unito) i residui del modello non hanno una distribuzione normale: mentre nel caso della Spagna i residui sono serialmente correlati. Con riguardo alla Tabella 2, si è stimato il tasso di crescita in funzione della quota di spesa pubblica sul P.I.L. e della sua serie in differenze prime. Possiamo notare che i risultati mostrati in precedenza vengono confermati; infatti, la spesa pubblica continua ad avere segno negativo in tutti i Paesi, e le serie alle differenze prime hanno anch'esse segno negativo. Soltanto in due casi (Germania e Italia) la variabile indipendente d(CATEGG) non è statisticamente significativa. L' R^2_{corr} varia tra il 13,9% (Austria) e il 59,6% (Spagna). Non si registrano casi di effetti di tipo ARCH, i residui seguono in ogni caso un andamento gaussiano, e soltanto nel caso della Spagna sono serialmente correlati. Nella Tabella 3, invece, abbiamo regredito la variazione del tasso di crescita del P.I.L. (d2RGDPAITT) sulla differenza della quota di spesa pubblica sul P.I.L. Di nuovo, sussiste una relazione negativa tra crescita economica e spesa pubblica. La variabile indipendente ha segno atteso negativo ed è statisticamente significativa in undici su tredici Paesi (fanno eccezione, come nel caso precedente, la Germania e l'Italia). Il coefficiente di determinazione corretto varia da un minimo di -2,3% (Italia) a un massimo di 21,7% (Spagna) della variabilità del tasso di crescita. Tuttavia, in cinque casi (Spagna, Italia, Paesi Bassi, Svezia e Regno Unito i residui non seguono un andamento normale. Infine, nel caso della Danimarca i residui sembrano serialmente correlati.

Tabella 1 – Relazioni tra tasso di crescita economica e spesa pubblica in 13 Paesi O.E.C.D. (1970-2008).

Variabili	Variabile o	Variabile dipendente: d(RGDPAITT)	d(RGDPA	ITT)									
esplicative	BEL	DAN	GER	IRL	SPA	FRA	ITA	PAB	AUS	POR	HIN	SVE	RU
Costante	0,4251	1,1291	0,6479	0,3626	0,1104	0,4347	0,7339	0,2602	0,0226	0,2349	0,4924	0,3199	0,4168
	(0,2006)	(0,2681)	(0,2111)	(0,1779)	(0,0475)	(0,2424)	(0,2719)	(0,1107)	(0,0005)	(0,0677)	(0,1478)	(0,0777)	(0,1618)
CATEGG	-0,1023 **	-0,2675	-0,1636	-0,0840	-0,0107	-0,1052	-0,0884	-0,0596	-0,1639	-0,0368	-0,0831	-0,0510	-0,1037
	(0,0511)	(0,0677)	(0,0551)	(0,0482)	(0,0064)	(0,0616)	(0,0362)	(0,0282)	(0,0709)	(0,0121)	(0,0291)	(0,0151)	(0,0427)
d(CATEGG)		-		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
N	38	37	38	37	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Log-verosimi- glianza	98,5315	79,1363	110,149	59,3116	103,483	94,2066	63,8002	110,789	97,4225	87,9285	52,6574	53,7474	103,464
R2corr	0,1262	0,4049	0,2071	0,1922	0,0629	0,0545	0,1651	0,1046	0,1314	0,0628	0,2500	0,2099	0,1368
Correzione ARIMA	AR(1) MA(1)	MA(1)	AR(1) MA(1)	AR(1)	MA(1)	AR(1)	MA(1)	MA(1)	AR(1) MA(1)	MA(1)	MA(1)	-	MA(1)
BIC	178,875	-143,722	-202,111	-106,081	-192,415	-174,677	-113,050	-207,028	-177,516	-177,516 -161,306 -90,7645	-90,7645	-96,5820	-192,378
ARCH Test	(0,5895)	(0,1182)	(0,1654)	(0,3610)	(0,3773)	(0,9642)	(0,8838)	(0,5808)	(0,1496)	(0,2757)	(0,3815)	(0,7764)	(0,8726)
SW W Test	(0,2066)	(0,8970)	(0,9771)	(0,6323)	(0,1004)	(0,8348)	(0,0927)	(0,8949)	(0,7728)	(0,0059)	(0,5847)	(0,0523)	(0,0016)
LB Q Test	(0,9580)	(0,4540)	(0,9850)	(0,6990)	(0,0060)	(0,4290)	(0,7910)	(0,8860)	(0,9080) (0,2120)		(0,8810)	(0,6610)	(0,4680)

N.B.: Correzione di White per l'eteroschedasticità – Filtro di Kalman. Livelli di significatività: * 10%, ** 5%, *** 1%. In parentesi, per le variabili, vengono riportati gli *Standard Errors* Robusti. Fonte: nostre elaborazioni.

Tabella 2 – Relazioni tra tasso di crescita economica, spesa pubblica e differenze prime della spesa in 13 Paesi O.E.C.D. (1970-2008).

Variabile dipendente: d(RGDPAITT) BEL DAN GER IRL SPA 0.4217 1.1463 0.6055 0.3502 0.1418	502	502	502	SPA 0.14	813	FRA 0.3200	ITA 0.7298	PAB 0.2428	AUS 0.0516	POR 0.4072	FIN 0.4482	SVE 0.3058	RU 0.2263
Costante	*** (0,1306)	*** (0,3406)	*** (0,2133)		*** (0,0320)	*** (0,1170)	*** (0,2708)	$\overline{}$	*** (0,0088)	(*** (0,1012)	*** (0,0304)	** (0,1068)
CATEGG	-0,1011 ***	-0,2713 ***	-0,1524 -0,0816 *** **	-0,0816	-0,0142 ***	-0,0754 **	** ** ** ** ** ** ** ** ** ** ** ** **	-0,0551 **	-0,0551 -0,0055 ** ***	-0,0581 ***	-0,0581 -0,0727 *** ***	-0,0477 ***	-0,0532
	-0,2894 ***	-0,2703 0,1079 *	0,1079	-0,1975	-0,0884	-0,5094	-0,0643	-0,2626	0,0490	-0,0643 -0,2626 -0,0490 -0,0783 -0,2005 *** ***	-0,2005	-0,1184 ***	-0,2630
d(CATEGG)	(0,0671)	(0,1588)	(0,0770)	(0,0770) (0,1107) (0,0167)	(0,0167)	(0,0740) (0,1020)	(0,1020)	(0,0764)	(0,0764) (0,0173)		(0,0280) (0,0445)	(0,0369)	(0,0530)
Z	38	37	38	36	38	37	38	38	38	38	38	38	38
Log-verosimi- glianza	966,501	78,6620	78,6620 111,106	58,1499	113,907	103,840	63,9982	58,1499 113,907 103,840 63,9982 110,789 108,367	108,367	66,7156 60,8976	9268,09	59,7461 112,804	112,80
R2corr	0,3572	0,4236	0,2076	0,4624	0,5958	0,5944	0,1457	0,3228	0,1387	0,3276	0,5327	0,3278	0,4850
Correzione ARIMA	AR(1) MA(1)	AR1(1)	AR(1) MA(1)	AR(1) MA(1)	MA(1)	-	MA(1)	AR(1)	AR(1) MA(1)	AR(1) MA(1)	AR(1) MA(1)	AR(1) MA(1)	AR(1) MA(1)
BIC	190,172	-139,269	-200,385	-97,7535	-209,626	-194,075	-109,808	-214,356	-194,908	-139,269 -200,385 -97,7535 -209,626 -194,075 -109,808 -214,356 -194,908 -115,243 -99,9697 -96,6667 -203,783	-99,9697	-96,6667	-203,78
ARCH Test	(0,1193)	(0,0116)	(0,6881)	(0,8298)	(0,1081)	(0,3870)	(0,8771)	(0,7279)	(0,0094)	0,6881) (0,8298) (0,1081) (0,3870) (0,8771) (0,7279) (0,0094) (0,9551)	(0,9020)	(0,2049)	(0,0249)
SW W Test	(0,5048)	(0,1917)	(0,1917) (0,4525) (0,9711) (0,0508)	(0,9711)	(0,0508)	(0,8463)	(0,1788)	(0,5207)	(0,8610)	$ \left \begin{array}{c c} (0.8463) & (0.1788) & (0.5207) & (0.8610) & (0.7771) & (0.2084) \end{array} \right $	(0,2084)	(0,2084) (0,6463)	(0,6463
LB Q Test	(0,9280)	(0,446)	(0,9560) (0,456) (0,0020)	(0,456)	(0,0020)	(0,6390)	(0,6350)	(0,8990)	(0,9580)	(0,6390) (0,6350) (0,8850) (0,9580) (0,7210) (0,8850) (0,8850)	(0,8850)	(0,8850)	(0,457)

N.B.: Correzione di White per l'eteroschedasticità – Filtro di Kalman. Livelli di significatività: * 10%, ** 5%, *** 1%. In parentesi, per le variabili, vengono riportati gli Standard Errors Robusti. Fonte: nostre elaborazioni.

Tabella 3 – Relazioni tra tasso di crescita economica e differenze prime della spesa pubblica in 13 Paesi O.E.C.D. (1970-2008).

	E RU	-0,0001 -0,0000	0015) (0,0004)	1	-0,0495 -0,1105 *	(0,0258) (0,0489)	37	50,0235 97,8881	0,0796 0,1381	MA(1) MA(1)	-138,012 -191,528 -100,615 -197,234 -162,542 -183,090 -197,837 -134,305 -98,5900 -73,6436 -85,6032 -177,722	(0.9479) (0.2999) (0.2768) (0.9910) (0.2811) (0.4496) (0.9525) (0.7186) (0.3056) (0.3056) (0.7127) (0.7454) (0.8228)	(0,0879) (0,7498) (0,2999) (0,0045) (0,9126) (0,0213) (0,0030) (0,2582) (0,4309) (0,3014) (0,0290) (0,0018)	
	SVE) (0,0	,			37				98 -85	(0,7	t) (0,C	
	FIN	0,0055	(0,0140	,	-0,1917	(0,0609)	37	45,8491	0,1908	AR(1) MA(1)	-73,643	(0,7127	(0,3014	
	POR	-0,0012	(0,0009) (0,0140) (0,0015)	,	-0,0543	(0,0213)	37	56,5169	0,0875	MA(1)	0065,86-	(0,3056)	(0,4309)	
	AUS	-0,0029	(0,0004)	,	-0,2708	(0,0883)	37	74,0842	-0,0128	MA(1)	-134,305	(0,7186)	(0,2582)	
	PAB	-0,0002	(0,0016)	,	-0,2427	(0,0698)	37	106,141 74,0842	0,1661	AR(1)	-197,837	(0,9525)	(0,0030)	
	ITA	-0,0010	(0,0003)		-0,0160	(0,0134)	37	88,0734 98,7669	-0,0231	MA(1)	-183,090	(0,4496)	(0,0213)	
	FRA	0,0003	(0,0015)	1	-0,2086	(0,1010)	30		0,1053	MA(1)	-162,542	(0,2811)	(0,9126)	
	SPA	0,0017	(0,0025)		-0,0552	(0,0169)	37		0,2171	1	-197,234	(0,9910)	(0,0045)	
AITT)	IRL	-0,0034	(0,0033)		-0,1977	(0,0808)	35	58,4898 104,033	0,0680	AR(1)	-100,615	(0,2768)	(0,2999)	
Variabile dipendente: d2(RGDPAITT)	GER	-0,0002	(0,0003)		0,1554	(0,0617)	37	104,792	0,1294	AR(1) MA(1)	-191,528	(0,2999)	(0,7498)	
lipendente:	DAN	-0,0019	(0,0005)	1	-0,1513	(0,0565)	36	76,2278	0,0529	AR1(1)	-138,012	(0,9479)		
Variabile d	BEL	-0,0002	(0,0023)		-0,2329	(0,0859)	37	91,4810	0,2135	AR(1)	168,518	(0,1478)	(0,0746)	
Variabili	esplicative		Costante	CATEGG		d(CATEGG)	Z	Log-verosimi- glianza	R2corr	Correzione ARIMA	BIC	ARCH Test	SW W Test	

N.B.: Correzione di White per l'eteroschedasticità – Filtro di Kalman. Livelli di significatività: * 10%, ** 5%, *** 1%. In parentesi, per le variabili, vengono riportati gli Standard Errors Robusti. Fonte: nostre elaborazioni.

4.2 - Analisi panel del legame tra crescita economica e dimensioni dell'operatore pubblico

Le stime dei modelli di regressione per *panel data* dipendono, in essenza, dalle ipotesi fatte a proposito dell'intercetta, dei coefficienti e del termine di errore.

Il primo e più semplice approccio è quello di analizzare la relazione tra tasso di crescita economica, spesa pubblica (misurata come quota del reddito aggregato) e differenze prime di quest'ultima variabile. Seguendo i lavori di si è utilizzato un approccio FEM, con disturbi di tipo AR(1). Come è evidenziato nella Tabella 4, il coefficiente della variabile esplicativa CATEGG nella prima colonna indica che un Paese con una spesa pubblica più elevata del 10% registra, in media, una diminuzione della propria crescita del P.I.L. dello 0,74%. La spesa pubblica da sola spiega circa il 43% delle differenze nei tassi di crescita tra i 13 Paesi qui considerati, durante il periodo di riferimento. Inoltre, la crescita economica è negativamente correlata con la variazione della spesa pubblica, rinforzando l'effetto negativo che l'ampliamento delle dimensioni dell'operatore pubblico possono provocare sull'attività economica. L'evidenza empirica trovata suggerisce che governi "grandi" impongano una forte penalità ai consociati, nella forma di più contenuti tassi di crescita del P.I.L. Pertanto, riduzioni nel tasso di crescita dell'attività economica sono più marcate soprattutto per quei Paesi con un forte intervento pubblico nell'economia. Infatti, i risultati nella terza colonna della Tabella 4 mostrano come a un incremento di un punto percentuale della variazione della spesa pubblica corrisponde approssimativamente una riduzione dello 0,31% nel tasso di crescita dell'attività economica.

Tabella 4 – Relazioni tra spesa pubblica e crescita del PIL, approccio FEMAR (1970-2008).

Variabili	Variabile dipende	Variabile dipendente					
esplicative	D(RC	GDPAITT)	D2(RGDPAITT)				
Costante	.3131037*** (.0400004)	.2249104*** (.0365848)	.0250509*** (.0008137)				
CATEGG	074483*** (.0158314)	0515117*** (.0135989)	-				
D(CATEGG)	-	2968857*** (.0255647)	309736*** (.0255346)				
N	375	365	365				
Log-verosimiglianza	981.612229	1015.429081	1009.595667				
R2corr	0.4272	0.7004	0.3048				
Stat. F	22.13 (0.0000)	83.86 (0.0000)	147.14 (0.0000)				
Correzione ARIMA	AR(1)	AR(1)	AR(1)				
BIC	-1951.371	-2013.158	-2007.392				
AIC	-1959.224	-2024.858	-2015.191				
RMSE	.0177052	.01504350	.01526478				
BW LBI test	1.3032817	1.2646072	1.2748642				
B DW M test	1.1572665	1.3874529	1.1420192				

N.B.: Correzione di White per l'eteroschedasticità – Procedura di stima a 2 stadi per la correlazione.

Livelli di significatività: * 10%, ** 5%, *** 1%.

In parentesi, per le variabili, vengono riportati gli Standard Errors Robusti.

Invece, nella Tabella 5 vengono presentati i risultati delle stime della "curva BARS", nella specificazione dell'equazione [4]. Come possiamo notare, pur utilizzando tre approcci differenti (modelli a effetti fissi con un termine AR(1), a effetti casuali con un termine AR(1) e GLS) non perveniamo a una piena evidenza empirica che metta in luce per questo gruppo di Paesi l'esistenza di una "curva BARS". Infatti, il termine lineare non è mai statisticamente significativo, a differenza di quello di secondo grado e della costante. Inoltre, i segni dei coefficienti corrispondono a quelli attesi (rispettivamente positivo e negativo).

Tabella 5 – "Curva BARS" con dati panel (1970-2008).

Variabile dipendente: (D(RGDPAITT)	Fixed Effect Model with AR(1) Disturbances	Random Effect Model with AR(1) Disturbances	Panel GLS Model
Costante	.8167329*** (.2286537)	.5870665** (.2483452)	.5974288** (.2448514)
CATEGG	.0037342 (.0025555)	.0024695 (.0018578)	.002474 (.001825)
CATEGG2	1256532** (.0610575)	0880836** (.0436149)	1789599** (.0859203)
Correzione AR	1	1	-
N	375	388	403
R2corr	0.1246	-	-
Stat. F	12.16 (0.0000)	43.49 (0.0000)	46.69 (0.0000)
Log-Verosimiglianza	982.69482	-	-
BIC	-1947.609	-	-
AIC	-1959.39	-	-
RMSE	.0176779	-	-
BW LBI test	1.305255	1.305255	-
B DW M test	1.160042	1.160042	-

N.B.: Correzione di White per l'eteroschedasticità Livelli di significatività: * 10%, ** 5%, *** 1%.

In parentesi, per le variabili, vengono riportati gli Standard Errors Robusti.

La mancata presenza di una "curva BARS" comune ai 13 Paesi potrebbe essere ricondotta alle specificità nazionali, difficili da cogliere quando si ricerca un'unica curva per l'intero campione. Critiche già avanzate, del resto da Gupta et al. (2001) e da Pevcin (2004), i quali sottolineano l'importanza del concetto di *poolability* per queste analisi e all'esistenza di livelli ottimali di spesa pubblica differenti tra i Paesi, determinati dal quadro macro-economico complessivo e dagli assetti politico-istituzionali contingenti.

5. Conclusioni

Nella seconda metà del Novecento si è assistito ad un generale allargamento delle dimensioni e degli scopi dell'operatore pubblico, dovuto innanzitutto alla costruzione dei moderni sistemi di *Welfare State*. Tuttavia, sistemi di protezione sociali troppo vasti hanno finito

per condurre a talune perdite di efficienza e a forme di disincentivi per gli individui, come gli alti livelli della tassazione. A loro volta, questi effetti hanno portato al rallentamento della crescita dell'attività economica di lungo periodo per questi Paesi. Come è stato mostrato in questo saggio, esiste una relazione negativa e statisticamente significativa tra crescita economica e quota della spesa pubblica sul P.I.L., così come tra la dinamica della crescita e quella della spesa.

L'analisi qui condotta ha messo in luce che, nell'ambito dei 13 Paesi O.E.C.D. considerati, un Paese con un rapporto spesa pubblica/P.I.L. più elevato del 10% registra, in media, una diminuzione della propria crescita del P.I.L. dello 0,74%. Inoltre, a un incremento di un punto percentuale della variazione della spesa pubblica corrisponde approssimativamente una riduzione dello 0,31% nel tasso di crescita dell'attività economica¹⁶.

Questi risultati sono particolarmente rilevanti per quei Paesi con una forte presenza dello Stato nell'economia come, in Europa, il Belgio, la Danimarca, la Francia, l'Italia, i Paesi Bassi, il Portogallo, la Grecia, l'Ungheria, la Finlandia, la Svezia e il Regno Unito, tenendo conto che la quota media di spesa pubblica sul P.I.L. nel 2008 è stata pari al 46,8% sia per l'U.E.-16 che per l'U.E.-27, e che i principali istituti internazionali – stante la grave crisi economico-finanziaria in corso e i seguenti interventi varati dai diversi governi per sostenere l'economia reale – prevedono che nel 2009 entrambi i gruppi di Paesi supereranno la soglia del 50%.

Riferimenti bibliografici

AFONSO A. – SCHUKNECHT L. – TANZI V. (2003), *Public Sector Efficiency: An International Comparison*, European Central Bank, Working Paper, No. 242.

ALESINA ET AL. (2002), *Fractionalization*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper, No. 1959.

Anaman K. A. (2004), *Determinants of economic growth in Brunei Darussalam*, in "Journal of Asian Economics", 15, pp. 777-796.

¹⁶⁾ Cfr.: Magazzino C., Modelli interpretativi della dinamica della spesa pubblica e "curva di Armey":..., cit.

ARMEY R. (1995), *The Freedom Revolution*, Regnery Publishing Co., Washington, D.C.

Bajo-Rubio O. (2000), A further generalization of the Solow growth model: the role of the public sector, in "Economic Letters", 68, pp. 79-84.

BARRO R. J. (1989), A Cross-Country Study of Growth, Saving and Government, NBER Working Paper, No. 2855.

BARRO R. J. (1990), Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth, in "Journal of Political Economy", 98(5), 103-125.

Benson B. L. – Johnson R. N. (1986), *The Lagged Impact of State and Local Taxes on Economic Activity and Political Behavior*, in "Economic Inquiry", July, pp. 389-401.

BESCI Z. (1996), Do State and Local Taxes Affect Relative State Growth?, in "Atlanta Federal Reserve Bank Economic Review", March/April, pp. 18–35.

Chao J. C. P. – Grubel H. (1998), *Optimal Levels of Spending and Taxation in Canada*, in Grubel H. (edited by), *How to use the fiscal surplus*, The Fraser Institute, Vancouver, pp. 53-68.

CHOBANOV D. – MLADENOVA A. (2009), What Is the Optimum Size of Government, Institute for Market Economics, August.

DALAMAGAS B. (2000), *Public sector and economic growth: the Greek Experience*, in "Applied Economics", 32, pp. 277-288.

DAR A. A. – AMIRKHALI S. (2002), Government size, factor accumulation, and economic growth: evidence form OECD countries, in "Journal of Policy Modeling", 24, pp. 679-692.

Davies A., *H* (2008), *uman Development and the Optimal Size of Government*, in "Journal of Socioeconomics".

FELDSTEIN M. (1997), *How Big Government Should Be?*, in "National Tax Journal", vol. L, No. 2, pp. 197-213.

FÖLSTER S. –HENREKSON F. (2001), Growth effects of government expenditure and taxation in rich countries, in "European Economic Review" 45(8), pp. 1501-1520.

Fratianni M. – Spinelli F. (1982), *The growth of government in Italy: Evidence from 1861 to 1979*, in "Public Choice", 39, pp. 221-243.

FRIEDMAN F. (1997), If Only the U.S. Were as Free as Hong Kong, "Wall Street Journal", July 8, p. A14.

GARRETT T. A. – RHINE R. M. (2006), On the Size and Growth of Go-

vernment, in "Federal Reserve Bank of St. Louis Review", January-February, pp. 13-30.

Ghali K. H. (1998), Government size and economic growth: evidence from a multivariate cointegration analysis, in "Applied Economics", 31, pp. 975-987.

GRIER K. – TULLOCK G. (1989), An empirical analysis of cross-national economic growth, 1951-1980, in "Journal of Monetary Economics", vol. 24, pp. 48-69.

GROSSMAN P. (1987), *The Optimal Size of Government*, in "Public Choice", vol. 56.

GUPTA S. ET AL. (2001), Transition Economies: How Appropriate Is the Size and Scope of Government?, International Monetary Fund, Washington.

GUSEH J. S. (1997), Government size and economic growth in developing countries: A political-economy framework, in "Journal of Macroeconomics", 19, pp. 175-192.

GWARTNEY J. – LAWSON R. – HOLCOMBE R. (1998), *The size and functions of government and economic growth*, in "Joint Economic Committee".

HEITGER B. (2001), The Scope of Government and Its Impact on Economic Growth in OECD Countries, Kiel Working Papers, No. 1034, April.

ILLARIONOV A. – PIVAROVA N. (2002), Size of Government and Economic Growth, in "Voprosy Economiki".

Kennedy P. E. (2000), *On measuring the growth-maximizing tax rate*, in "Pacific Economic Review", 5(1), pp. 89–91.

Kustepeli Y. (2005), *The Relationship Between Government Size and Economic Growth: Evidence From a Panel Data Analysis*, in "Dokuz Eylül University-Faculty of Business-Department of Economics Discussion Paper Series", No. 05/06, November-December.

MAGAZZINO C. (2008), Modelli interpretativi della dinamica della spesa pubblica e "curva di Armey": il caso italiano, 1862-2001, in "Notizie di Politeia", a. XXIV, n. 92, pp. 45-60.

MAGAZZINO C. (2009a), Stima della spesa pubblica italiana secondo i modelli di Musgrave e Rostow e di O'Connor, ne "Il Risparmio Review", n. 3.

Magazzino C. (2009b), "Wagner's Law" in Italy: Empirical Evidence

from 1960 to 2008, in "Global and Local Economic Review", n. 3.

MAGAZZINO C. (2009c), Spesa pubblica disaggregata e 'legge di Wagner', in "Economia Pubblica", n. 4, ottobre-dicembre.

MAGAZZINO C. (2009d), 'Legge di Wagner' e spesa pubblica disaggregata, in "Economia, impresa e Mercati finanziari", n. 3, settembredicembre, pp. 7-31.

Musgrave R. A. (1969), *Fiscal Systems*, Yale University Press, New Haven.

MUSGRAVE R. A. – PEACOCK A. T. (1967), Classics in the Theory of Public Finance, Macmillan, London.

PEDEN E. A. (1991), Productivity in the United States and Its Relationship to Government Activity: An Analysis of 57 Years, 1929-1986, in "Public Choice", 69, pp. 153-173.

PEDEN E. A. – BRADLEY M. D. (1989), Government size, productivity and economic growth: The post war experience, in "Public Choice", 61/3, pp. 229-245.

PEVCIN P. (2008), The Issue Of The Economically Preferred Size Of Government, E.A.B.R. & T.L.C. Conference Proceedings, Salzburg.

PEVCIN P. (2004), Economic Output and the Optimal Size of Government, in "Economic and Business Review", 6(3), pp. 213-227.

Pevcin P. (2003), *Does Optimal Size Of Government Spending Exist?*, University of Ljubljana, dattiloscritto.

Poulson B. W. – Kaplan J. G. (2008), *State Income Taxes and Economic Growth*, in "Cato Journal", vol. 28, No. 1, Winter.

RAHN R. – Fox H. (1996), What Is the Optimum Size of Government, Vernon K. Krieble Foundation.

ROSTOW W. W. (1971), *Politics and the Stages of Growth*, Cambridge University Press, Cambridge.

Scully G. W. (1994), What Is the Optimal Size of Government in the United States?, National Centre for Policy Analysis - Policy Report, No. 188.

Scully G. W. (1995), *The 'growth tax' in the United States*, in "Public Choice", 85(1–2), pp. 71–80.

Scully G. W., *Taxation and economic growth in New Zealand*, in "Pacific Economic (1996), Review", 1(2), pp. 169–177.

Scully G. W. (1998), *Measuring the Burden of High Taxes*, National Center for Policy Analysis Policy Report, No. 215.

Scully G. W. (1999), *Unfinished reform: taxation and economic growth in New Zealand*, in "Journal of Private Enterprise", 14(2), pp. 92–114.

Scully G. W. (2000), *The Growth-Maximizing Tax Rate*, in "Pacific Economic Review", Vol. 5, No 1.

Scully G. W. (2002), Economic Freedom, Government Policy and the Trade-Off Between Equity and Economic Growth, in "Public Choice", 113, pp. 77-96.

Scully G. W. (2003), *Optimal taxation, economic growth and income inequality*, in "Public Choice", 115, pp. 299–312.

Sieper E. (1997), Review by E. Sieper of Gerald W. Scully, 'Taxation and economic growth in New Zealand.'.

Tanzi V. – Schuknecht L. (2007), *La spesa pubblica nel XX secolo*. *Una prospettiva globale*, Firenze University Press, Firenze.

Tanzi V. – Schuknecht L. (1998a), *The Growth of Government and the Reform of the State in Industrial Countries*, in Solimano A. (A cura di), *Social Inequality: Values, Growth, and the State*, University of Michigan Press, Ann Arbor, pp. 171-207.

Tanzi V. – Schuknecht L. (1998b), Can Small Governments Secure Social and Economic Well-Being?, in Grubel H. (A cura di), How to Spend the Fiscal Dividend: What Is the Optimal Size of Government?, The Fraser Institute, Vancouver.

Tanzi V. – Schuknecht L. (1997a), Reconsidering the Fiscal Role of Government: The International Perspective, in "American Economic Review", 87, pp. 164-168.

TANZI V. – SCHUKNECHT L. (1997b), *Reforming Government: An Overview Over the Recent Experience*, in "European Journal of Political Economy", 3, pp. 395-417.

VEDDER R. K. – GALLAWAY L. E. (1998), Government Size and Economic Growth, Joint Economic Committee.

YAVAS A. (1998), Does too much government investment retard economic development of a country, in "Journal of Economic Studies", 25(4), pp. 296-308.

MIFID TWO YEARS LATER

Giovanni Sabatini

Direttore Generale ABI – Associazione Bancaria Italiana

Director General ABI – Italian Banking Association

^{*} Relazione presentata al Convegno "Mifid: a due anni dal varo", organizzato a Spoleto dall'Acri e dall'Assbank il 16-17 ottobre 2009.

I due anni trascorsi dall'entrata in vigore della MiFid consentono di formulare qualche prima valutazione sulla Direttiva e condurre talune riflessioni sulla sua genesi a livello europeo e poi su come sia stata implementata in Italia. Il presente lavora intende trarre delle considerazioni di ordine più generale sul modo in cui sta evolvendo la normativa in Europa e in Italia, e come l'industria possa fornire un contributo positivo al processo normativo in atto. La MiFID nasce in una nuova logica rispetto alla precedente Investment Services Directive del 1993, che aveva un obiettivo di armonizzazione minima. La MiFid si prefigge invece una massima armonizzazione delle regole ed in effetti, nell'arco temporale di circa due anni, dal 2004 al 2006, si è arricchita ed è diventata un sistema normativo articolato, composto da una Direttiva principale, una Direttiva secondaria e due Regolamenti di attuazione. Atteso l'obiettivo di massima armonizzazione che si era prefisso il legislatore comunitario, dovremmo trovarci di fronte ad un corpus normativo che non dovrebbe lasciare nessuno spazio al legislatore nazionale di imporre norme più rigorose di quelle che sono definiti a livello comunitario.

PAROLE CHIAVE: DIRETTIVA · ARMONIZZAZIONE · TUTELA DEL CLIENTE · RISPARMIO · RETAIL

After two years from the coming into force of MIFID it is time for an assessment of this Directive and to share some thoughts on its origins at the European level and how it has been implemented in Italy. This article intends to discuss in general terms how this law is changing in Europe and Italy and how the banking industry can contribute to the legislative process under way. MIFID's approach is different from that of the Investment Services Directive of 1993, which was designed to keep harmonization to a minimum. MIFID instead intends to harmonize rules as much as possible. In fact, in the two years between 2004 and 2006, it was expanded and became a comprehensive legislative system composed of a main Directive, a secondary Directive and two implementing Regulations. Given the objective set by the EU Parliament to achieve maximum harmonization, there should be no room in this legislative corpus for the Italian Parliament to introduce stricter rules than those already set at community level.

KEYWORDS: DIRECTIVE · HARMONIZATION · CUSTOMER PROTECTION · SAVINGS · RETAIL

I due anni trascorsi dall'entrata in vigore della MiFid¹ consentono di formulare qualche prima valutazione sulla Direttiva e condurre talune riflessioni sulla sua genesi a livello europeo e poi su come sia stata implementata in Italia. Da questi spunti cercherò di trarre delle considerazioni di ordine più generale sul modo in cui sta evolvendo la normativa in Europa e in Italia, e come l'industria possa fornire un contributo positivo al processo normativo in atto.

L'importanza del confronto tra industria e autorità può essere misurata prendendo in esame qualche cifra: per l'attuazione delle disposizioni MiFID, il sistema bancario italiano ha effettuato investimenti per oltre 300 milioni di euro. A questo considerevole impegno finanziario nella fase di start up va aggiunto lo sforzo economico, ricorrente in termini di costi di gestione, stimato in 60 milioni di euro annui. Stima quest'ultima destinata ad aumentare tenuto conto, come si dirà più oltre, che il processo di implementazione delle disposizioni Mifid è tutt'ora in corso.

È ovviamente riduttivo fermarsi a guardare soltanto l'aspetto dei costi e occorre valutare anche i benefici che il nuovo quadro normativo ha portato. Per fare ciò partirò dall'inizio, dal processo che ha portato alla nascita della MiFid.

Tale Direttiva è la prima a venire alla luce in attuazione del nuovo modello disegnato dal rapporto del famoso "Comitato dei Saggi", presieduto dal Barone Lamfalussy, e istituito con l'obiettivo di imprimere maggiore snellezza al processo di produzione normativa nel settore finanziario in sede comunitaria.

La MiFID nasce quindi in una nuova logica rispetto alla precedente Investment Services Directive del 1993, che aveva un obiettivo di armonizzazione minima. La MiFid si prefigge invece una massima armonizzazione delle regole ed in effetti, nell'arco temporale di circa due anni, dal 2004 al 2006, si è arricchita ed è diventata un sistema normativo articolato, composto da una Direttiva principale, una Direttiva secondaria e due Regolamenti di attuazione.

Atteso l'obiettivo di massima armonizzazione che si era prefisso il

Mifid: (Markets in Financial Instruments Directive): Direttiva 2004/39 CE del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari

legislatore comunitario, dovremmo trovarci di fronte ad un corpus normativo che non dovrebbe lasciare nessuno spazio al legislatore nazionale di imporre norme più rigorose di quelle che sono definiti a livello comunitario. La stessa MiFid prevede una norma specifica per evitare il rischio che si attui quella pratica che viene oggi comunemente definita con il termine anglosassone di *gold plating*, vietando cioè agli Stati membri di adottare misure più restrittive di quelle contenute nella direttiva stessa, se non a fronte di rischi specifici non adeguatamente gestiti dalle norme comunitarie. Qualora vengano adottate norme più stringenti, è fatto obbligo di darne comunicazione alla Commissione Europea, la quale a sua volta ne riferisce in Parlamento.

Uno dei meriti maggiori della MiFid è quello di definire importanti principi che superano alcuni dei limiti della vecchia impostazione normativa vigente sino al 2004. Basti pensare al principio dell' home country control il cui campo di applicazione viene enormemente dilatato rispetto alla ISD². La stessa Direttiva introduce poi una nuova attività regolamentata, la consulenza, e apre la strada alla competizione tra trading venues segnando un passo importante verso la fine dei monopoli delle Borse come sedi di scambio. Tuttavia, alla luce della crisi che stiamo vivendo, alcuni di questi principi sembrano essere rimessi in discussione. Alcuni dei Paesi che maggiormente avevano sostenuto il principio dell'home country control oggi lo criticano alla luce degli effetti che nelle loro giurisdizioni ha avuto la scarsa vigilanza delle autorità dello stato di origine. Allo stesso tempo viene portata avanti da parte della Commissione Europea la proposta di individuare tutti gli strumenti necessari per trasferire la maggior parte della negoziazione su strumenti finanziari derivati con caratteristiche standardizzate su mercati regolamentati e garantiti da un controparte centrale. La disciplina dei mercati contenuta nella MiFid introduce il concetto di concorrenza tra piattaforme di negoziazione come strumento per migliorare l'efficienza dei mercati e ridurre i costi di transazione in Europa. Questo approccio risente fortemente dell'influenza dei modelli di intermediazione anglosassone e in qualche modo può essere visto

ISD: Investment Services Directive, Directiva 93/22 CE del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

come una rivalsa rispetto all'approccio della vecchia ISD. L'impianto della ISD, basato sulla centralità della trasparenza delle informazioni di mercato prima e dopo la negoziazione (pre, post *trading transparency*), aveva favorito lo sviluppo dei modelli di mercato basati su aste elettroniche. In questo senso aveva agevolato negli anni Novanta la ripresa dei mercati dell'Europa continentale - Parigi e Francoforte in primis, ma poi anche Madrid e Milano - nella competizione con Londra che per prima era partita, alla fine degli anni Ottanta, con importanti innovazioni (il famoso Big Bang) e con la proposizione di porsi quale unica vera piazza finanziaria europea. Si può certamente affermare che le regole dell'ISD avevano rappresentato l'infrastrutura normativa che aveva allora consentito un formidabile sviluppo delle Borse telematiche dell'Europa continentale rispetto alla piazza di Londra ancora legata alla negoziazione alle "grida".

La Mifid affianca al principio della trasparenza delle negoziaioni quello della concorrenza tra *trading venues* e sembra, sotto l'accresciuta influenza di stampo anglosassone, privilegiare quest'ultimo. Dopo l'entrata in vigore della MiFid si è assistito al progressivo sgretolamento della posizione di predominanza delle Borse, le quali, nonostante siano state protagoniste di una ondata di aggregazioni e fusioni, hanno perso importanti quote di mercato rispetto ai cosiddetti *Multilateral Trading Facilities*, cioè i sistemi alternativi di negoziazione. Da un punto di vista complessivo è difficile esprimere un giudizio sulla portata di queste innovazioni; sicuramente la liquidità si è frammentata e la ricerca delle migliori condizioni a cui eseguire un ordine diviene più complessa e costosa. D'altro canto si sono ridotte le commissinoni di negoziazione (*trading fees*).

Alla luce di questa ricostruzione la prima considerazione che ritengo si debba fare è che, a livello di industria bancaria, è determinante incrementare l'attenzione e l'impegno nelle sedi di produzione normativa a Bruxelles, per evitare che non vengano adeguatamente prese in considerazioni le caratteristiche del sistema finanziario nazionale con conseguenze negative in termini di modelli di business e di potenzialità di sviluppo del mercato nazionale.

La MiFid nasce in un contesto che presenta parecchie disomogeneità e che quindi, fin dalle premesse, ha comportato il rischio che i ri-

sultati finali della sua attuazione avrebbero potuto essere diversi da quelli desiderati. Essa viene adottata nell'ambito dell'attuazione del *Financial Services Action Plan*, coerentemente con la strategia di Lisbona, che attraverso le misure contentue nel piano voleva rendere il mercato finanziario europeo un mercato integrato e altamente competitivo. In un breve lasso di tempo è stato varato un numero significativo di provvedimenti di rango primario (oltre 40). Tuttavia proprio l'urgenza della realizazione del piano ha comportato che i provvedimenti normativi non sono tra loro sempre perfettamente coordinati e, soprattutto, è mancata una valutazione di insieme dell'impatto che avrebbero avuto complessivamente. A titolo di esempio, si pensi al dibattito oggi in corso sugli effetti pro-ciclici derivanti dall'introduzione dei principi contabili internazionali e della disciplina in materia di requisiti patrimoniali dettata dal Comitato di Basilea.

La mancanza di una visione unitaria ha fatto sì che non siano state poste delle domande fondamentali che forse avrebbero ridotto gli oneri derivanti dal nuovo set di regole senza ridurne al contempo l'efficacia. Tra queste ci si sarebbe dovuto chiedere quale sia oggi il vero strumento di tutela del risparmiatore retail: le regole di condotta o la disclosure, cioè le informazioni sullo strumento finanziario veicolate attraverso il prospetto? Proprio la Direttiva Prospetto è uno dei primi tasselli dell'apparato normativo comunitario ed è il primo documento che tende ad armonizzare, nello specifico, le offerte pubbliche in Europa, ma si tratta ormai di una disciplina datata, concepita in assenza di altri pezzi del più complesso corpus normativo.

La MiFid, dal canto suo, offre quale strumento principe di tutela le regole di condotta, ma allora se queste sono la prima linea di difesa del cliente retail, bisogna cercare di coordinarne le disposizioni intervenendo sulla Direttiva Prospetto, per alleggerirla. L'investitore retail "medio" trova difficoltà (e quindi ridotta tutela) nel leggere e capire un prospetto di oltre 400 pagine, che appare sempre più simile ad un manuale di finanza.

È per questo motivo che, nell'ambito dei lavori di revisione della Direttiva da parte della Commissione Europea, sarebbe auspicabile una riflessione su quale debba essere lo strumento di effettiva difesa del cliente retail. Se, come sono propenso a credere, la preferenza ricadesse sulle regole di condotta allora sarebbe opportuna una rivisita-

zione della disciplina sul prospetto adeguandola ad una diversa finalità a partire dall'abolizione dell'autorizzazione preventiva. Questo, insieme ad altre misure, contribuirebbe a semplificare le procedure dell'offerta pubblica riducendone i tempi di svolgimento ed i i costi. Ulteriore aspetto da considerare riguarda l'armonizzazione dell'informazione tra prodotti che, pur avendo veste giuridica differente, per l'investitore prodotti sono forme di investimento tra loro alternative (ad esempio, obbligazioni, fondi comuni di investimento, prodotti di previdenza complementare). Per poter scegliere tra diverse alternative, l'investitore ha bisogno di un set informativo omogeneo che, ad oggi, non è disponibile a causa delle diverse fonti normative e dei conseguenti diversi regimi che disciplinano i prodotti: la Direttiva Prospetto disciplina il collocamento di azioni o di obbligazioni e di fondi chiusi, la Direttiva UCITS si occupa dei fondi comuni di investimento armonizzati per i prodotti assicurativi è prevista una "nota informativa" snella, mentre per quelli di previdenza complementare non è previsto, a livello comunitario, alcun tipo di prospetto. In Italia i prodotti assicurativi a contenuto finanziario, in una logica di armonizzazione, sono stati ricondotti, per scelta del legislatore nazionale, alla disciplina del prospetto, creando tuttavia una differenziazione rispetto al panorama europeo.

Inoltre, a livello comunitario, nello sforzo di produzione normativa in attuazione del *Financial Services Action Plan*, ci si è concentrati su una produzione di regole omogenee, di massima armonizzazione, ritenendo che questa fosse di per sé sufficiente a creare un mercato finanziario integrato. Ci si è concentrati sulle regole e non sulla loro gestione da parte delle autorità nazionali. È stata cioè sottovalutata la necessità di dar vita ad un sistema di vigilanza che effettivamente operasse in maniera armonica e omogenea, attraverso l'applicazione delle stesse regole con le medesime modalità su tutto il territorio dell'Unione Europea. Tale mancanza fa sì che, ancora oggi, nonostante l'importante azione del CESR e degli altri Comitati di terzo livello³, si osservano casi in cui, ad esempio, un comportamento di un

³⁾ CESR, CEBS e CEIOPS

intermediario può essere interpretato da un'autorità di vigilanza come una violazione delle regole della *Market Abuse Directive* e da un'altra autorità come una violazione di regole di comportamento contenute nella MiFid.

Soltanto il sopraggiungere, o meglio l'aggravarsi, improvviso della recente crisi finanziaria ha portato la Commissione Europea a riflettere sull'armonizzazione della vigilanza ed a ripensare la sua stessa architettura. Sono di questi giorni i documenti della Commissione, in forma di consultazione, che disciplinano la trasformazione dei famosi Comitati di terzo livello in autorità. Gli atti di tali autorità, che dovrebbero avere il compito di garantire l'emanazione di standard tecnici che contribuiscano a un esercizio omogeneo e armonizzato della vigilanza in Europa, sono però sottoposti ad un'approvazione della Commissione affinchè siano vincolanti, ciò in quanto la riforma del sistema di vigilanza deve muoversi all'interno dei vincoli del Trattato, che non prevede autorità indipendenti.

A Trattato vigente, quindi, la riforma avrà senso soltanto se la Commissione Europea si limiterà ad approvare le norme proposte dalle nuove autorità di vigilanza o al massimo a rifiutarle, e in quest'ultimo caso solo sulla base di criteri noti ex-ante e riferiti alla circostanza specifica per cui essa ritenga che le nuove regole possano andare a intaccare le politiche di bilancio degli Stati membri, la cosiddetta fiscal responsibility. Nessuna valutazione dovrebbe invece essere espressa sul contenuto tecnico di queste norme. Le versioni dei regolamenti in circolazione sembrano invece lasciare alla Commissione un potere più ampio, quello di approvare, rifiutare o modificare le norme vincolanti adottate dalle nuove autorità, e ciò comporta il rischio che la riforma possa tendere a sgonfiarsi e a non produrre gli effetti sperati. Il progetto di riforma, pur apparendo complesso, alle volte barocco, è comunque un passo importante e come tale deve essere fortemente supportato dall'industria. È tuttavia un inizio del processo e non una fine.

Passiamo dalle considerazioni a livello europeo alle considerazioni a livello nazionale.

In Italia la MiFid si è inserita in un tessuto legislativo complesso e frammentato: la disciplina del settore finanziario è infatti ripartita tra

Testo Unico Bancario, Testo Unico della Finanza, Codice delle Assicurazioni e Testo Unico della Previdenza Complementare, testi che sono nati in epoche diverse, parlano linguaggi diversi, si riferiscono a volte anche a modelli di vigilanza diversi, e questo rende difficile l'omogeneizzazione della legislazione ai fini dell'applicabilità della MiFid.

Inoltre il legislatore nazionale, a seguito di alcune crisi, come quelle che hanno coinvolto i grandi gruppi industriali Cirio e Parmalat, era intervenuto con misure⁴ non in linea per certi versi rispetto ai principi contenuti nella MiFid.

La MiFid viene recepita in Italia nel 2007. A due anni dall'introduzione della normativa primaria, il quadro regolamentare non è ancora stabilizzato: si pensi ad esempio ai recenti provvedimenti in tema di titoli illiquidi o al documento attualmente in consultazione in tema di obblighi di trasmissione di informazioni all'Autorità, in capo agli intermediari che prestano servizi di investimento.

La circostanza che i lavori di recepimento della MiFid siano tuttora in corso comporta che agli operatori del mercato siano richiesti continui interventi volti a modificare l'organizzazione e le procedure, per renderle di volta in volta coerenti con le nuove previsioni regolamentari. Nel lavoro di adattamento della regolamentazione nazionale alle previsioni normative europee, è stato adottato un approccio di tipo estensivo: in tutti gli ambiti di intervento lasciati aperti dalla MiFid, l'Autorità italiana ha scelto infatti di dettare ulteriori condizioni e norme più rigorose, a differenza di quanto è accaduto nei principali Paesi UE. Così, ad esempio, si pensi alle regole sull'organizzazione per l'eliminazione del conflitto di interessi e sui doveri di trasparenza e correttezza, che vengono estese anche alla gestione collettiva del risparmio, alla commercializzazione degli OICR, alla distribuzione di prodotti assicurativi e finanziari. Ancora, si pensi al tema degli obblighi di comunicazione di dati e notizie, trattato nel documento posto in consultazione nel corso dell'estate scorsa, nel quale la CONSOB

⁴⁾ Si fa qui riferimento alla legge n. 262 del 2005 sulla Tutela del Risparmio

chiede agli intermediari di trasmettere i piani industriali triennali, al fine ad esempio di verificare la coerenza dei piani di finanziamento con il profilo medio della clientela. Tali scelte se non armonizzate a livello europeo non contribuiscono ad evitare disallineamenti tra i diversi ordinamenti nazionali e possono talvolta non essere perfettamente coerenti con il principio di proporzionalità, canone cui la regolamentazione nazionale in materia finanziaria deve ispirarsi, ora anche per espressa previsione di legge (cfr. art. 23 Legge Risparmio).

Sarebbe auspicabile che la disciplina dei servizi finanziari si limitasse a implementare nella disciplina nazionale i principi generali contenuti nella normativa europea, lasciando un maggiore spazio agli intermediari per darvi attuazione, anche mediante l'elaborazione di linee guida.

Un esempio dell'efficacia di un siffatto approccio si è avuto con la recente emanazione da parte di ABI, ASSOSIM e FEDERCASSE di linee guida, successivamente validate dalla CONSOB, relativamente al dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi, volte a fornire un'interpretazione sull'attuazione della relativa disciplina contenuta nella Comunicazione CONSOB n.9019104 del 02/03/2009. Occorre riconoscere che l'adozione di un approccio che tende a regolamentare con una disciplina minuziosa e dettagliata tutti gli aspetti dell'attività degli intermediari, è parzialmente imputabile anche al mercato, che ha avuto una attitudine passiva alla compliance, con il risultato di aver subito le regole come un male inevitabile, come un costo e non, invece, come un'opportunità.

In questo senso dovrebbe lavorare l'industria, e quindi sicuramente anche l'ABI e le altre associazioni di categoria, adottando in maniera sempre più convinta un approccio attivo rispetto alla compliance, cercando un'interpretazione strategica delle norme e, soprattutto, individuando autonomamente le aree dove può essere utile intervenire per sviluppare una nuova regolamentazione, prevenendo così l'imposizione dall'alto. Bisogna quindi adottare un approccio propositivo, intervenendo nel momento di formazione delle nuove regole e non quando le Autorità secondarie hanno già avviato il processo regolamentare.

Ritengo peraltro che una corretta interpretazione ed attuazione dei principi della MiFid in materia di regole di condotta consenta la tutela dell'investitore, ma contemporaneamente, anche un sano sviluppo dell'industria: il principio che impone laconoscenza dei propri clienti e dei propri prodotti, di verificare l'adeguatezza dei prodotti per i clienti, di prestare i servizi nell'interesse del cliente, sono concetti alla base dell'attività imprenditoriale, la loro attuazione permette di creare valore per l'investitore e per questo sono naturalmente alla base del mantenimento e dello sviluppo del business. In questo senso gli interessi delle Autorità e gli interessi del mercato coincidono. In questa logica è importante un ruolo pro-attivo del mercato, che consenta di avere anche una visione strategica dell'impatto che le regole possono avere sul sistema.

Un ultimo aspetto che merita una riflessione riguarda i concetti di investitore, risparmiatore e consumatore: sempre più la disciplina europea e quella italiana tendono a far coincidere queste tre nozioni, immaginando quindi, nella logica dell'investitore-consumatore, che le regole debbano mirare all'azzeramento dei rischi. È evidente che l'azzeramento del rischio è un obiettivo del consumatore ma non dell'investitore: chi investe fa una scelta di allocazione del risparmio e, a fronte di un rendimento, decide di assumere determinati rischi, che non possono essere eliminati attraverso le regole.

La mancata differenziazione tra il concetto di investitore e quello di consumatore, inoltre, deresponsabilizza l'investitore. Oggi, come conseguenza di questa confusione, sembra essere totalmente ignorato un principio importante, quello del *caveat emptor*, cioè chi si avvicina a un servizio di investimento deve essere consapevole di ciò che acquista; è certamente vero che è fondamentale che vi siano delle regole di condotta e di comportamento a carico dell'intermediario, che è tenuto a verificare l'adeguatezza dei rischi che il cliente si assume compiendo determinate operazioni; tuttavia queste regole non dovrebbero spingersi fino al punto di deresponsabilizzare l'investitore. L'investitore deve essere soggetto attivo nel rapporto con l'intermediario.

Occorrerebbe inoltre verificare se un effetto negativo secondario di questo approccio non sia anche quello di tendere a ridurre l'orizzonte temporale di investimento del risparmiatore, e questo è dannoso tanto per il risparmiatore quanto per il mercato. Ad esempio, si pensi alla

logica con cui il risparmiatore italiano approccia normalmente i fondi comuni di investimento: si tratta di una logica spesso di breve termine, testimoniata dal fatto che tipicamente gli investimenti aumentano nei periodi di rialzo dei mercati e i disinvestimenti in quelli di ribasso. È invece necessario che la disciplina aiuti l'investitore ad allungare il proprio orizzonte temporale, allo stesso tempo responsabilizzandolo sulle sue scelte di risparmio, investimento e consumo. Una disciplina estremamente minuziosa comporta elevati costi di produzione anche per prodotti semplici; in questo modo il rischio che si corre è che la produzione si sposti sempre più su strumenti complessi, che garantiscono un margine più elevato, facendo uscire dal mercato i prodotti più semplici, che sono talvolta più adeguati al cliente retail, che ha piccole somme da investire. Anche in quest'ottica, neandrebbe allora verificato l'approccio regolamentare, al fine di consentire la produzione di prodotti di investimento semplici, a basso rischio, non gravati da eccessivi oneri regolamentari. Per comprendere questo punto si pensi all'esempio dei cosiddetti "prodotti da banco" venduti in farmacia: un medicinale semplice come l'aspirina si compra senza ricetta dello specialista: se invece si ha un problema di cuore ovviamente si va dal cardiologo, per avere la medicina adeguata. Se l'intervento dello specialista è richiesto anche quando si ha bisogno dell'aspirina per il mal di testa, si finirà o per tenersi il mal di testa, oppure per prendere gli antibiotici per curare un semplice mal di testa, con un effetto controproducente.

Oualche riflessione conclusiva.

In primo luogo occorre che l'industria sia attiva nei momenti di formazione delle regole, in particolare deve essere fortemente rappresentato a Bruxelles. A questo proposito le aree di intervento sono numerose: la revisione della Direttiva Prospetto, la revisione della MiFid, ancor di più la revisione della *Capital Requirement Directive* e le regole di Basilea.

Probabilmente in questo dialogo con Bruxelles è importante il ruolo che l'ABI può giocare direttamente e attraverso la Federazione Bancaria Europea e le altre associazioni europee, quali l'EBIC.

In secondo luogo, mi sembra opportuno cercare strumento per impostare un confornto strategico con le Autorità di vigilanza affinché si

Giovanni Sabatini

IL BILANCIO DELLA MIFID A DUE ANNI DALLA SUA ENTRATA IN VIGORE

possa il più possibile condividere il disegno strategico sotteso a tutte le ulteriori produzioni normative. Ciò consentirebbe al mercato di capire, condividere ed eventualmente criticare tale disegno, evitando di avere una produzione frammentata di norme, promuovendo un approccio diverso alla compliance, e quindi passare da un approccio passivo a un approccio strategico.

Sia a livello europeo sia a livello nazionale bisognerebbe poi promuovere il concetto, sia, che c'è una differenza tra investitore e consumatore; l'investitore è qualcuno che mette da parte le somme di denaro per un orizzonte temporale lungo, assumendosi dei rischi adeguati al suo profilo e sui quali deve essere informato.

L'ultima riflessione è rivolta al sistema finanziario, occorre che i suoi partecipanti rendano più efficaci le sanzioni reputazionali e siano in grado di attivarle autonomamente nei confronti di chi sbaglia e in qualche modo discredita il settore con comportamenti non corretti.

Customer Protection And The Rules On Conflicts Of Interest

Fabrizio Maimeri

Professore Straordinario di Diritto del mercato finanziario presso l'Università degli Studi "Guglielmo Marconi" di Roma

Professor of Law of financial markets University "Guglielmo Marconi", Rome

^{*} Lo scritto rappresenta una rielaborazione della relazione presentata al convegno «Mifid: a due anni dal varo», organizzato a Spoleto dall'ACRI e dall'Assbank il 16-17 ottobre 2009.

Relativamente al tema del conflitto il contenuto del presente lavoro è finalizzato a mettere in luce le differenze principali fra nuova e previgente disciplina, le innovazioni sistematiche che sull'argomento in esame ha portato il recepimento della MiFID.

Sotto il profilo regolamentare, la situazione previgente non era efficace e dunque si imponeva una modifica. E non solo a livello nazionale, atteso che la precedente e la nuova realtà normativa derivano entrambe da iniziative comunitarie. Di fronte a questa situazione, la reazione è stata quella di ritenere che non tutti i conflitti fossero eguali, ma che avessero utilità a essere censiti solo quelli in grado di nuocere al cliente. Restringendosi l'ambito dei conflitti da gestire, si induce una maggiore attenzione alle ipotesi rilevanti. Di qui una gestione amministrativo-organizzativa delle ipotesi di conflitto e, successivamente e in subordine, di una disclosure più compiuta ed esauriente, che cioè renda davvero consapevole il cliente dei rischi dell'investimento sotto questo aspetto, quando esistenti. Tutto questo trova il suo riferimento in disposizioni specifiche uniformi a livello comunitario perché esito di una direttiva di secondo livello.

PAROLE CHIAVE: CLIENTE · CONFLITTO DI INTERESSI · INVESTIMENTO · RISCHI · DISCIPLINA

This article intends to bring to the fore the main differences between the new and the previous directive on conflicts of interest as well as the systematic innovations in this area that led to the transposition of MIFID. From a regulatory point of view, the previous rules were not effective and, as such, a change was necessary and not just at national level, given that both the old and the new directives originated at community level. Given this situation, the thinking was that not all conflicts of interest were equal and that it would be appropriate to identify only those capable of harming customers. As the scope of the conflicts of interest to be regulated became smaller, greater attention is paid to the individual cases. Hence, there is a need for an administrative and organizational management of the cases of conflicts of interest and, subsequently and secondarily, for a more comprehensive and exhaustive disclosure, making the customer truly aware of investment risks in this respect, if any. All this is specifically covered by uniform rules applicable throughout the community thanks to the implementing measures adopted.

KEYWORDS: CUSTOMER – CONFLICT OF INTEREST – INVESTMENT – RISKS – RULES

1.

La legge 1 del 1991 conteneva un primo tentativo di disciplina dei conflitti di interessi nella prestazione di servizi di investimento, articolata – sulla falsariga di esperienze britanniche e statunitensi – sull'individuazione di presidi organizzativi che avrebbero dovuto essere obbligatoriamente adottati dalle Sim e dalle banche (per comodità espositiva e atteso l'uditorio, si parlerà in seguito prevalentemente di banche, senza con ciò ovviamente escludere gli altri intermediari autorizzati, che debbono intendersi del pari richiamati), insieme a norme di comportamento cui le stesse avrebbero dovuto attenersi nei rapporti con la clientela.

Veniva prescritta l'adozione di un meccanismo di rigorosa segregazione tra comparti di uno stesso intermediario, in modo da eliminare ogni correlazione tra le attività prestate dalle diverse unità di business, ognuna delle quali destinata alla prestazione di un diverso servizio di investimento. In particolare, l'art. 9, comma 5, lett. c), demandava alla Banca d'Italia il compito di stabilire, con regolamento, «criteri contabili ed organizzativi che assicurino la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse responsabilità di gestione». Insomma, il ricorso al modello di intermediario polifunzionale era possibile, secondo la legge del 1991, solo laddove se ne rinunciasse, o quasi, a coglierne le opportunità, derivanti dalle economie di scala e di costo¹: scelta organizzativamente penalizzante, che doveva però tutelare al massimo i risparmiatori, almeno stando alle menzionate esperienze estere dove la pratica delle *chinese wall* era diffusamente praticata e sulla quale peraltro, proprio in quegli

F. Mocci, Il conflitto di interessi: mappatura dei conflitti, costruzione della conflicti policy, registro dei conflitti di interessi, in La MiFID in Italia, a cura di L. Zitiello, Torino, 2009, p. 178.

anni, si cominciavano a manifestare dubbi².

Ove poi il conflitto non potesse eliminarsi, l'art. 6, comma 1, lett. g) prevedeva che le banche non potessero effettuare operazioni con o per conto della clientela qualora avessero avuto, direttamente o indirettamente, un interesse in conflitto nell'operazione. Per effettuare l'operazione, esse avrebbero dovuto informare per iscritto il cliente della natura e dell'estensione del conflitto ed ottenerne espressa autorizzazione scritta a procedere. È la definizione normativa della regola disclose or abstain.

2.

La successiva direttiva n. 1993/22/CEE del 10 maggio 1993 (la c.d. direttiva ISD) espone sul punto una posizione di minor rigore, laddove disponeva (art. 10) che gli Stati membri dovessero imporre alle banche di strutturarsi e organizzarsi «in modo tale da ridurre al minimo il rischio che gli interessi dei clienti siano lesi dai conflitti di interessi tra l'impresa e i suoi clienti e tra singoli clienti». Ne emerge non una cieca fiducia verso meccanismi organizzativi predeterminati (le chinese wall, ad esempio) né, di conseguenza, si pongono ricadute obbligate sui modelli strutturali seguiti dalle banche (gruppo o banca polifunzionale), limitandosi a porre un obiettivo (la sterilizzazione dei conflitti) e lasciando liberi gli intermediari di realizzarlo. Del

²⁾ Interessante il dibattito, sorto negli Stati Uniti negli anni Settanta a proposito dell'obbligo degli intermediari di non tenere comportamenti incompatibili in presenza di segregazione dei comparti dediti alla prestazione di servizi differenti, dibattito di cui dà conto P.F. Mondini, I conflitti di interesse degli intermediari bancari nell'ordinamento statunitense, in Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse, a cura di M. Anolli, A. Banfi, G. Presti, M. Rescigno, Bologna, 2007, p. 221. In particolare, il dipartimento di consulenza di una banca americana aveva raccomandato l'investimento in determinati strumenti finanziari mentre il dipartimento di ricerca e analisi della stessa banca, segregato tramite una chinese wall (come peraltro imposto dalla SEC), possedeva informazioni che ne sconsigliavano l'acquisto. Il giudice aveva condannato la banca a risarcire il risparmiatore che aveva ricevuto la consulenza.

Sulla contraddittorietà di una separazione rigorosa, da un lato, e dell'obbligo della banca di utilizzare, nel prestare servizi di investimento, tutte le informazioni comunque in proprio possesso, v. *infra*. A proposito della vicenda ora richiamata, forse la condanna della banca deriva dalla imperizia o negligenza nel consiglio fornito al cliente, piuttosto che da un'ipotesi di conflitto di interessi.

Fabrizio Maimeri

LA TUTELA DEL CLIENTE E LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO DI INTERESSI

resto, ciò era favorito dal principio di minima armonizzazione cui la direttiva di ispirava e che favoriva comportamenti volti alla omogeneizzazione di basso livello fra le normative vigenti nei diversi Paesi.

La prescrizione comunitaria è rifluita nell'art. 17, comma 1, lett. c), del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. "decreto eurosim") [e poi sostanzialmente trascritta nell'art. 21, lett. c), del TUF] e impone agli intermediari di «organizzarsi per ridurre al minimo il rischio di conflitto di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento». L'attuazione di questa disposizione (che presupponeva la diminuzione della possibilità, non la esclusione dei conflitti) si completava però con il Regolamento Intermediari della Consob (l'11522 del 1998), il quale, all'art. 27 riproduceva quasi pedissequamente il menzionato art. 6, lett. g), della legge 1 del 1991 e riprendeva la regola disclose or abstain, con l'unica novità di indicare alcune ipotesi di conflitto, citando, in modo non tassativo, le fattispecie di: a) rapporti di gruppo; b) prestazione congiunta di più servizi; c) altri rapporti di affari propri o di società del gruppo³.

La modifica della filosofia e dell'approccio era evidente: il conflitto non poteva escludersi con strumenti organizzativi; andava solo attutito e gestito, ma il vero momento dirimente era la disclosure verso la clientela. Tuttavia, la regola disclose or abstain, di fatto sganciata da una preliminare e seria verifica di modelli che impedissero il conflitto, ha costituito un utile presidio per gli intermediari, ma non altrettanto per la clientela. Detta regola, infatti, è volta a colmare l'asimmetria informativa tra banca e cliente, fornendo a quest'ultimo dettagli dell'operazione, che altrimenti gli sarebbero rimasti sconosciuti. La

³⁾ La notazione è condivisa anche da S. Scotti Camuzzi, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, p. 122, il quale, nell'affermare che la direttiva MIFID «segue (...) la linea tracciata dalla precedente direttiva 93/22», precisa che la stessa «risulta distante, in senso permissivo, dal Regolamento Consob 11522/98. Essa sposta in avanti – o all'indietro, secondo il punto di vista – la garitta di guardia contro il conflitto di interessi». Conclude il ragionamento affermando: «È probabile che questa impostazione [della direttiva MiFID, di cui si discorrerà più avanti nel testo] sia migliore, perché più realistica, della precedente, che era più vaga e velleitaria».

disposizione regolamentare imponeva che fossero resi noti al cliente la natura e l'estensione del conflitto, cioè che l'operazione venisse inquadrata nel contesto nella quale si muoveva e dal quale derivava. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, la modulistica in uso riportava una formulazione sintetica, che genericamente avvertiva dell'esistenza di una situazione di conflitto e chiedeva al cliente l'autorizzazione a procedere egualmente. In altri termini, un'informativa sicuramente preventiva, ma non sempre esauriente.

Un'informativa standardizzata priva di puntuali riferimenti alla fattispecie generatrice del conflitto non riveste alcuna utilità, essendo inidonea a porre il cliente nella condizione di effettuare consapevolmente la propria decisione di investimento⁴. La situazione non migliorava
– per la clientela – se si riflette sulla circostanza che un simile meccanismo formale, di poco impegno per la banca, poteva produrre invece
la sostanziale salvezza delle operazioni in conflitto eseguite e questo
rilievo conduceva, nel dubbio, a esagerare nell'utilizzo della formula
"magica", sicché l'efficacia segnaletica della stessa si perdeva a causa
della sua eccessiva frequenza⁵.

3. È stato in questo quadro di regole che sono maturate le vicende dei default di mercato più noti negli anni scorsi: il sistema predisposto dal legislatore nazionale in recepimento della direttiva ISD non si è, alla

⁴⁾ F. Mocci, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 181. Sembra, peraltro, che neppure dove il dettaglio di informazioni era più ampio, le cose andassero gran che meglio per il cliente, posto che «la messe di informazioni che si riversa sul soggetto inesperto lo allontana dal prenderne attenta considerazione e ciò tanto più se la quantità di informazioni ricevute è maggiore e maggiormente tecnica»: P. Menti, *Conflitto di interessi e mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 919.

⁵⁾ Una misura quale quella prevista dall'art. 27 del regolamento Consob: «costituisce davvero un modesto presidio degli interessi del cliente e conduce a un eccesso di informativa precontrattuale, tanto più inutile quanto più ampia: il rischio del vero conflitto di confonde fra le maglie di un elenco infinito di conflitti non rischiosi e inevitabilmente sfugge al cliente, che sottoscrive la dichiarazione di consenso con lo stesso grado di attenzione (pressoché nullo) con cui comunemente si sottoscrivono le clausole 'onerose' ex art. 1341 c.c.»: R. Lener, la gestione dei conflitti di interesse nelle imprese di investimento fra il TUF e la MiFID, in Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse, cit., p. 42.

prova dei fatti, dimostrato efficiente sul piano della prevenzione delle ipotesi patologiche di conflitto di interessi, come posto in luce dagli scandali finanziari dei primi anni del duemila, che hanno dimostrato carenze negli assetti organizzativi di alcuni intermediari. È doveroso ricordare, per completezza, che i "fallimenti del mercato" non possono essere risolti esclusivamente nell'ambito del conflitto di interessi e che era l'intera struttura del rapporto banca-investitore a essere messa in crisi, per come era configurata nel testo unico.

La risposta più immediata alla condivisa necessità improrogabile di cambiare le regole (ad esse più che ai comportamenti degli operatori essendo stata riportata la ragione dei menzionati "fallimenti") è consistita dalla emanazione della c.d. legge sulla tutela del risparmio (la 262 del 2005), il cui intervento è maturato direttamente sull'art. 6 del TUF (per il tramite dell'art. 10, comma 1, lett. a, della legge 262 del 2005), imponendo alla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, di disciplinare i casi in cui, al fine di prevenire conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, anche rispetto alle altre attività svolte dal soggetto abilitato, determinate attività debbano essere prestate da strutture distinte a autonome⁶. A dire il vero si trattava di una posizione un po' anacronistica, che riportava la questione ai tempi della legge 1 del 1991, che riproponeva un modello di soluzione superato dalla disciplina dei paesi più evoluti, per di più contrario all'imminente direttiva MiFID⁷. Sicché, le previsioni della legge 262 del 2005 non hanno avuto seguito.

4.

L'importanza delle innovazioni apportate dalla disciplina MiFID all'argomento che qui interessa si coglie anzitutto da un rilievo non marginale:

Per una critica a queste e altre misure cfr. A. Antonucci, M.T. Paracampo, Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della Legge Risparmio e le sue successive modifiche, in Banca, borsa, tit. cred., 2007, I, p. 308.
 Per effetto delle misure della legge di tutela del risparmio, «gli operatori nazionali

⁷⁾ Per effetto delle misure della legge di tutela del risparmio, «gli operatori nazionali rischiano di trovarsi svantaggiati rispetto agli stranieri dal momento che le nuove regole sono per qualche aspetto... più rigorose di quelle accolte dalla ricordata Direttiva MiFID»: P. Menti, Conflitto di interessi e mercato finanziario, cit., p. 919.

l'esistenza di regole organizzative volte a impedire il sorgere di conflitti di interesse è inserito fra gli elementi necessari per ottenere l'autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento, tanto che il loro mancato rispetto rappresenta motivo di revoca dell'autorizzazione rilasciata.

Questa impostazione è evidentemente favorita dai benefici che la procedura Lamfalussy porta con sé in termini di massima armonizzazione e di armonizzazione della disciplina ai vari livelli e quindi riesce a imporre il rispetto diffuso delle sue prescrizioni. Ciò conduce a ritenere che, al di là di quel che la ISD e la MiFID stabiliscono in punto di presidi organizzativi⁸, è solo quest'ultima che ha saputo far emergere questo aspetto come prevalente rispetto alla disclosure nella gestione della situazione di conflitto. Insomma, se nel passato, gli Stati membri hanno preferito puntare su obblighi di trasparenza nei rapporti con gli investitori, limitando al minimo l'intervento regolatorio, la MiFID, prefiggendosi obiettivi di massima armonizzazione, impedisce la rincorsa verso il basso da parte dei Paesi membri e, di riflesso, degli intermediari, ovvero, in altri termini, la contrapposizione della norma alla prassi, facilitata da disposizioni di secondo livello non armonizzate.

^{8) «}È quindi evidente la discontinuità della MiFID rispetto alla prassi diffusasi nella vigenza della Direttiva ISD. Non a caso si è parlato di prassi e non di disposizioni dettate dalla Direttiva previgente: infatti, (...) anche la Direttiva ISD conteneva delle previsioni in materia di presidi organizzativi che, se correttamente integrate nelle legislazioni nazionali degli Stati membri, avrebbero determinato l'adozione di modelli organizzativi non molto difformi da quelli che devono essere adottati dagli intermediari all'esito dell'entrata in vigore della normativa di recepimento della MiFID»: F. Mocci, Il conflitto di interessi, cit., p. 186.

Risulta così confermato e condiviso l'orientamento di S. Scotti Camuzzi, menzionato in una delle prime note del presente lavoro.

A divergere sono le prassi, non le disposizioni: «la centralità delle problematiche del conflitto di interessi (...) è testimoniata dalle tecniche utilizzate per la sua eliminazione. In proposito, infatti, intervengono non solo le regole di comportamento, ma anche le regole di organizzazione interna dell'intermediario, utilizzate in funzione strumentale al fine di prevenire il sorgere di situazioni di conflitto di interessi. Con esse si predispongono infatti accorgimenti che consentono all'intermediario polifunzionale, sia pure potenzialmente in conflitto in relazione alle varie attività svolte, di operare senza che tale situazione possa condizionare il suo rapporto con il cliente»: M. Miola, P. Piscitello, Commento all'art. 17 d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, in L'Eurosim, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, p. 123. Scrive F. Mocci, Il conflitto di interessi, cit., p. 186, nt. 19: «Potrebbe essere un commento alla MiFID, piuttosto che di un sistema normativo imperniato sulla direttiva ISD».

Fabrizio Maimeri

LA TUTELA DEL CLIENTE E LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO DI INTERESSI

L'interesse del legislatore è ora anzitutto per i profili organizzativi e solo dopo vengono quelli comportamentali⁹. Basta commentare l'art. 21 del TUF il cui comma 1-bis impone anzitutto che gli intermediari adottino ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti, e li gestiscano in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Questa prescrizione, in primo luogo, fa riferimento al principio di ragionevolezza, che rappresenta la misura con la quale si valuta l'appropriatezza di una misura legislativa. Quindi gli intermediari debbono, usando criteri, adottando misure, prefigurando presidi – tutti ragionevoli sottoporre l'intera loro attività ad una verifica volta a rintracciare dove si annidino conflitti di interessi: fra la banca e il cliente, fra clienti, fra singole attività svolte dalla banca, nella loro combinazione, e così via. È nell'intero comparto operativo dell'intermediario che vanno identificati possibili divergenze fra interessi dello stesso e interessi del cliente.

Ma questa mappatura – e questa è un'altra novità rispetto al sistema previgente – conduce a individuare due tipologie di conflitti: quelli non dannosi per il cliente (potremmo dire "neutri") e quelli, al contrario, dannosi. Distinzione certamente normale sotto un profilo logico, ma non sotto un profilo di regole applicabili, atteso che essa era assente dal quadro normativo previgente. In questa logica si dipana il percorso della normativa (compresa la nazionale, che ripropone letteralmente quella comunitaria di primo e di secondo livello nel regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia, del 29 ottobre 2007, artt. 23 ss.), che quindi chiama gli intermediari ad adottare i presidi necessari, ragionevolmente, a individuare le attività suscettibili di conflitto e a "gestirlo". La terminologia non è casuale: in un contesto nel quale si individuano nell'attività bancaria e finanziaria una serie diversificata di rischi e se ne impone la gestione, non sorprende che lo stesso meccanismo si riscontri per il rischio di conflitto di interessi.

⁹⁾ Con l'art. 9-bis della legge 62 del 2005, modificata dalla legge 6 febbraio 2007, n. 13, si dava delega al Governo di predisporre un decreto legislativo contenente le necessarie integrazioni da apportare al TUF e di «attribuire alla Consob, sentita la Banca d'Italia, il potere di disciplinare (...) le misure e gli strumenti per identificare, prevenire, gestire e rendere trasparenti i conflitti di interesse, inclusi i principi che devono essere seguiti dalle imprese nell'adottare misure organizzative e politiche di gestione dei conflitti».

Nel menzionato regolamento congiunto l'impegno richiesto agli intermediari si specifica ulteriormente: accanto alle misure organizzative genericamente predicate, si precisa l'obiettivo che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interessi non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Questa dicotomia fra conflitti rilevanti (perché dannosi per il cliente) e conflitti neutri si rispecchia anche nell'elencazione che il regolamento congiunto offre esemplificativamente delle fattispecie oggetto di attenzione. In particolare, quale criterio minimo per individuare il possibile danneggiamento degli interessi del cliente, si debbono avere presenti ipotesi in cui l'intermediario, un soggetto rilevante o un soggetto avente con esso un legame di controllo:

- a) possa realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;
- b) sia portatore di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;
- c) abbia un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;
- d) svolga la medesima attività del cliente;
- e) riceva o possa ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, dotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

L'esemplificazione non sempre ha portata innovativa: ad esempio, l'ipotesi di cui alla lett. a) più che un'ipotesi specifica, rappresenta quel che sempre deve accadere per essere in presenza di un conflitto rilevante e dunque appare poco euristica; lo stesso dicasi per la formulazione della lett. b), che identifica assiomaticamente la nozione di conflitto di interesse, più che fornire un criterio utile per l'individuazione delle ipotesi di conflitto. Qualche perplessità può destarla la fattispecie sub lett. d), non necessariamente dovendo sembrare nocivo

il fatto che l'intermediario svolga la medesima attività del cliente¹⁰. L'ipotesi sub e) introduce un tema che si sovrappone, ancorché distinguendosene concettualmente, a quello di cui alle presenti note (vale a dire quello degli inducement, al quale è dedicata apposita relazione in questo convegno, alla quale si rinvia¹¹), giacché è indubitabile che la percezione di un incentivo può integrare, in presenza di certe condizioni, anche un'ipotesi di conflitto; questa osservazione lega questa ipotesi con quella di cui alla lett. c).

5.

Effettuata la mappatura e individuati, con l'aiuto dell'esemplificazione fornita dalla normativa, i conflitti, si delimitano quelle situazioni di conflitto pregiudizievoli per la clientela e si gestiscono, cioè si assumono le iniziative necessarie per depotenziarle e/o eliminarle. Solo ove ciò non accada o non sia possibile che accada perfettamente, si passa alla disclosure, che a questo punto, a differenza che nel passato, presenta un ambito marginale di applicazione, una sorta di *ultima ratio* cui ricorrere dopo che non si sia riusciti a evitare il conflitto. Tale impostazione appare del resto più verosimile perché a essere intercettati e risolti sono i conflitti rilevanti perché dannosi e non più, come in passato, ogni tipo di conflitto. A voler sintetizzare, i passaggi imposti agli intermediari sono, in successione:

- a) individuazione delle ipotesi di conflitto (mappatura);
- b) adozione di presidi organizzativi utili a neutralizzare le ipotesi di conflitto potenzialmente nocive per la clientela (fase di gestione del conflitto):
- c) eventuale informativa al cliente delle ipotesi di conflitto residuale (fase della disclosure).

M. Onado, G. Sabatini, I conflitti di interesse negli intermediari finanziari, in Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse, cit., p. 82, R. Fusetti, F. Recine, La nuova legislazione comunitaria, in Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse, cit., p. 164.

¹¹⁾ Limitandosi a richiamare i cenni che alla sovrapposizione conflitto di interessi/incentivi svolge F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, pp. 235-237.

Ove si avessero dubbi sulla connessione dei tre momenti indicati e sulla residualità dell'ultimo, basta leggere il considerando XXVII della direttiva di II livello (direttiva n. 2006/73/CE del 10 agosto 2006), il quale espressamente chiarisce che «non è consentito un eccessivo affidamento sulla comunicazione senza un'adeguata considerazione di come tali conflitti possano essere adeguatamente gestiti». Ciò vuol dire che non può considerarsi in linea con il disposto normativo l'eventuale comportamento di un intermediario che proceda alla disclosure indiscriminata verso la clientela, senza preoccuparsi di gestire preventivamente le situazioni di conflitto con presidi organizzativi o di altro tipo.

6.

Quali debbono essere le misure procedurali e organizzative necessarie a evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei clienti? È quello che la direttiva, e ora il regolamento congiunto prevedono, sotto il nome di "politica di gestione dei conflitti", documento nel quale vanno illustrate le strategie di contenimento/eliminazione dei conflitti stessi «e che probabilmente farà in futuro ingresso anche nei contenziosi giudiziali con i clienti (professionisti o al dettaglio che siano)¹²». È l'ulteriore, obbligatorio passaggio in termini organizzativi prima di "arrendersi" alla impossibilità di disinnescare conflitti nocivi alla clientela.

In chiave interna, si tratta di far capo all'art. 25 del regolamento congiunto, il quale ripete, al solito, il disposto comunitario.

Anzitutto, due principi, uno formale e uno sostanziale. Quello formale è che la *policy* deve essere espressa in forma scritta. Disposizione probabilmente superflua, ma la cui attuazione ha dato luogo alla stesura di un vero e proprio atto di natura regolamentare interna, approvato dal consiglio di amministrazione, a conferma del rilievo che il momento organizzativo ha nell'economicità complessiva della vicenda "conflit-

¹²⁾ F. Durante, Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori, cit., p. 235.

to". Il secondo principio è di sostanza, vale a dire l'ulteriore, specifico rinvio al principio di proporzionalità. Qui esso assume un rilievo ben evidente, laddove si abbia presente l'onere di approntare strutture e procedure organizzative *ad hoc* per risolvere conflitti. Ciò causa e giustifica la scelta di non prefigurare alcuna procedura o alcun elemento organizzativo, quanto piuttosto di individuare obiettivi, lasciando liberi gli intermediari di attrezzarsi come meglio credono per raggiungerli.

Ancora una curiosità preliminare. Al fine (non espresso ma, sembra, facilmente intuibile, anche per la collocazione della frase nel medesimo comma che parla di proporzionalità) di adeguare gli oneri alle dimensioni dell'intermediario ma, si ritiene, al fine di dettare indirizzi per gli intermediari facenti parte di un gruppo, si aggiunge che la policy tiene conto delle circostanze di cui questi sono o dovrebbero essere a conoscenza, connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al proprio gruppo. Tradotto in termini più operativi, il precetto sembra voler dire che il singolo soggetto può far tesoro delle informazioni che gli provengono dalle altre controllate o dalla controllante. Questo suggerimento, peraltro, potrebbe non essere del tutto coerente con quel criterio organizzativo base, rappresentato dalla distinzione netta fra soggetti che svolgono attività diverse, fra le quali può derivare il conflitto. È chiaro, per fare un esempio, che il collocamento di obbligazioni emesse da una società può confrontarsi con un interesse (forse confliggente e forse negativo per il cliente) della banca laddove questa stessa società fosse affidata dalla medesima banca: un conflitto fra la funzione finanza e la funzione crediti della stessa banca, o fra le società di gruppo che tali funzioni svolgono. Verrebbe da chiedersi che non vi sarebbe conflitto proprio qualora l'una funzione/società ignorasse l'attività dell'altra funzione/società e dunque la funzione finanza eseguisse il collocamento senza conoscere il potenziale interesse derivantele dal rapporto di affidamento in essere fra la banca di appartenenza e l'emittente le obbligazioni, cioè in piena indipendenza. Si è forse di fronte a un'aporia, ma si ha la sensazione che il meccanismo delle chinese wall, variamente applicato a seconda delle diverse situazioni, rimanga un sistema valido di gestione dei conflitti, mentre la glasnost interna possa finire per costituire un potenziale rafforzamento dei conflitti stessi.

7.

Fatte queste precisazioni preliminari, mette conto riflettere sulle caratteristiche che la ripetuta policy deve presentare per essere efficace. Si tratta evidentemente di indicazioni minimali non obbligatorie¹³, anche nel rispetto del principio di proporzionalità di cui si è detto e, più in generale, della libertà d'impresa dei singoli intermediari: indicazioni, insomma, che si risolvono in obiettivi¹⁴.

In primo luogo, occorre individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere "gravemente" gli interessi di uno o più clienti (art. 25, comma 2, lett. a, del regolamento congiunto). La direttiva ha qui voluto aggiungere questo avverbio che, invero, complica la valutazione, anche se diminuisce – in teoria - la responsabilità eventuale dell'intermediario, il quale potrebbe essere chiamato in causa qualora il conflitto non segnalato abbia non solo nuociuto, ma nuociuto gravemente al cliente. Complica la valutazione perché una prognosi siffatta ex ante è particolarmente complicata e difficilmente sicura, tanto che verosimilmente in pochi casi si potrà con tranquillità non gestire un'ipotesi di conflitto solo perché essa pregiudica sì ma non gravemente la clientela. E poi condurrebbe alla conclusione che l'intermediario dovrebbe gestire un conflitto che nuoce gravemente, mentre potrebbe disinteressarsi di un conflitto che nuoce e basta, conclusione che non ha una logica accettabile.

In secondo luogo, occorre che la policy definisca la procedura da seguire e le misure da adottare per la gestione di tali situazioni nocive per

¹³⁾ Le quali riguardano non criteri di comportamento influenti sul rapporto contrattuale con gli investitori, «essendo mere regole di organizzazione interna dell'intermediario che possono soltanto assumere rilievo nella valutazione del suo comportamento a fini risarcitori (oltre che a fini sanzionatori amministrativi). E infatti di molti di essi non può chiedersi giudizialmente l'esecuzione coattiva»: R. Lener, Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali e collettive, in Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza, a cura di C. Granelli e G. Stella, Milano, 2007, p. 140.

^{14) «}Le autorità di vigilanza non stabiliscono, infatti, obblighi di "separatezza" strutturale sul modello delle cosiddette "muraglie cinesi", previsto dalla disciplina di fonte secondaria quando era pendente ancora la l. 2 gennaio 1991, n. 1 (e poi ipotizzata dalla l. n. 262/2005, con norme successivamente abrogate dall'art. 10, comma 6, legge 6 febbraio 2007, n. 13)»: F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 234.

il cliente (art. 25, comma 2, lett. b, del regolamento congiunto): è qui che diventa precetto quel disegno concettuale che si è tratteggiato per mettere in luce questo aspetto organizzativo come prevalente rispetto alla disclosure. Si è ripetuto che al riguardo la normativa lascia spazio all'autonomia degli intermediari, individuando alcuni criteri indicativi per gli intermediari stessi, rimanendo questi ultimi comunque tenuti ad adottare tutte le misure e procedure alternative o aggiuntive idonee¹⁵.

La prima misura suggerita è quella (da cui si ricavava il paradosso che si è poc'anzi segnalato) di impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti (art. 25, comma 4, lett. a, del regolamento congiunto), cioè tra i soggetti (uffici, funzioni, ecc.) che la mappatura effettuata ha individuato come sensibili a "coltivare" un conflitto di interesse. Ovviamente quando l'eventuale scambio possa rivelarsi lesivo (qui non più "gravemente") degli interessi di uno o più clienti. Si tratta del più volte rammentato sistema delle chinese wall, che può attuarsi mediante la separazione fisica di detti soggetti ovvero attraverso divieti di condivisione o di scambio di informazioni disponibili in ragione dell'attività svolta. Tali modalità possono anche essere, in ipotesi, congiuntamente ma parzialmente attivate. Ove ci si orienti verso la seconda alternativa, è necessario prevedere anche strumenti di protezione delle informazioni di ordine fisico o, soprattutto "logico" (uso di *password*, di *file* protetti e così via)¹⁶.

^{15) «}Sul tema concernente l'individuazione della definizione di "procedura idonea" è stata sollevata eccezione relativamente ad una pretesa carenza del dettato normativo derivante dalla mancata predeterminazione ex ante di un modello di procedure interne cui i singoli intermediari siano tenuti a conformarsi. Per contro, in giurisprudenza si è affermata la correttezza di tale scelta legislativa avendo ritenuto opportuno lasciare ai singoli intermediari un margine di autonomia nella predeterminazione della procedura. La varietà degli strumenti finanziari e quindi dei diversi modelli organizzativi possibili, infatti, non consente una individuazione ex ante di un preciso modello, e quindi non può che essere rimessa alla discrezionalità del singolo istituto di credito la scelta di quello migliore»: B. Inzitari, V. Piccinini, La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari, Padova, 2008, p. 42.

¹⁶⁾ Un abusato utilizzo delle *chinese wall* potrebbe rivelarsi dannoso sul piano della regolamentazione dei conflitti di interessi, in quanto frapporrebbe ostacoli alla corretta rilevazione dei conflitti stessi: A. Antonucci. M.T. Paracampo, *Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie*, cit., p. 320; P. Sassi, *Presidi organizzativi alla limitazione dei conflitti di interesse*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, cit., p. 191.

Si suggerisce poi di sottoporre a vigilanza separata i soggetti in parola, adottandosi quindi linee gerarchiche distinte per i diversi comparti; di eliminare ogni legame diretto, ove da ciò possa sorgere conflitto, fra i soggetti interessati; di impedire o limitare l'influenza indebita, da parte di chiunque, sul modo in cui il soggetto abilitato esegue i servizi di investimento; di impedire o di controllare la partecipazione, ove da ciò possa sorgere conflitto, di uno dei soggetti in parola ai diversi servizi di investimento, vale a dire la distinzione fra le funzioni che eseguono i vari servizi (art. 25, comma 4, lett. b-e, del regolamento congiunto).

La policy delineata non rimane un fatto interno alla banca, poiché l'art. 29 del nuovo Regolamento Intermediari (approvato con delibera Consob n. 16190 del 2007) impone alla banca medesima di fornire ai clienti al dettaglio o ai potenziali clienti al dettaglio, prima della prestazione del servizio, una descrizione sintetica di detta policy e, qualora i clienti lo richiedano, maggiori dettagli sulla stessa.

8.

Detto della mappatura e della predisposizione delle misure atte a eliminare il conflitto, occorre individuare la funzione interna a ciò preposta. Al riguardo si registra l'unanime opinione che debba trattarsi della funzione di conformità: ad esso in ultima analisi spetta lo screening dell'intera attività aziendale e ciò le conferisce una posizione privilegiata per porre mano alle due attività richiamate.

Non v'è dubbio però che se alla funzione *compliance* deve essere attribuito questo compito, esso viene svolto nei limiti tecnici che caratterizzano questa funzione. Essa infatti è chiamata a individuare le modalità più efficienti per calare all'interno della struttura aziendale procedure e presidi, ma è altrettanto indubbio che "l'ultima parola" spetta all'organo amministrativo. Si tratta, all'evidenza, di scelte gestionali che lo stesso codice civile attribuisce inderogabilmente al consiglio o all'organo equivalente (art. 2380-bis, comma 1, c.c.).

Si ritiene che in proposito si assista a una situazione analoga a quella propria dell'organismo di vigilanza ai sensi dell'art. 6 del d.lgs. 231 del

2001. Esso esamina le procedure, le promuove, le valuta, ne prefigura modifiche, ma rimette poi le sue valutazioni al consiglio affinché esso le accolga o meno, le accolga in tutto o le accolga in parte. In termini di responsabilità, la valutazione tecnica, la verifica di efficienza e funzionalità, la proposta e lo stimolo a fare o modificare è di spettanza dell'organismo di vigilanza (e della funzione compliance); quella di tradurre tutto questo in scelte organizzative, dell'organo amministrativo.

9.

Ove la gestione del conflitto con le modalità ricordate non riesca a neutralizzarne l'incidenza negativa per il cliente, viene in gioco l'obbligo di *disclosure*, in funzione quindi residuale. «Gli obblighi informativi scattano, in sostanza, soltanto a seguito di una dichiarazione "quasi confessoria" dell'intermediario circa l'insufficienza delle misure organizzative ad evitare danni. In presenza, invece, di interessi diversi, ma insuscettibili di arrecare pregiudizi all'investitore, ovvero di interessi potenzialmente confliggenti ma "neutralizzati" dalle misure organizzative, nessuna segnalazione è dovuta»¹⁷.

Ne segue che gli intermediari debbono chiaramente informare i clienti, prima di agire per loro conto, sulla natura generale e/o sulle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi del cliente sia evitato (art. 21, comma 1, lett. b, del TUF). Anche qui, come già nella ISD, l'informativa deve essere specifica, ma ora va osservato che essa comunque procede dalla stesura della policy e si accompagna alla consegna di un "riassunto" della stessa al cliente al dettaglio e, su richiesta di quest'ultimo, alla spiegazione dei principi adottati. Al riguardo si segnala infine che il comma 4 dell'art.

¹⁷⁾ F. Durante, Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori, Milano, 2009, p. 232. «Allora, in teoria se si vuole valorizzare le norme che impongono un obbligo di evitare e prevenire i conflitti, quando un conflitto può essere qualificato come evitabile non si dovrebbe neppure arrivare alla soglia della segnalazione al cliente, perché bisognerebbe arrestarsi prima. In altri termini, se un conflitto di interessi è evitabile a monte, non sarebbe sufficiente per l'intermediario segnalarlo e neppure ottenere la relativa autorizzazione»: G. Stella, Il conflitto di interesse nei rapporti di gestione e di rappresentanza. Principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento, in Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza, cit., p. 7.

23 del regolamento congiunto dispone che le informazioni sul conflitto da fornire al cliente devono presentare un dettaglio sufficiente, considerata la natura del cliente. In proposito, i primi commentatori della disposizione hanno insistito sulla necessità di una informativa completa e articolata, che ponga il cliente in grado di valutare concretamente ed esaurientemente l'eventuale conflitto e le conseguenze negative che lo connotano¹⁸.

Merita altresì attenzione l'inciso, piuttosto laconico¹⁹, «prima di agire per loro conto», momento che segna il limite ultimo per fornire detta informativa. Ciò perché la formulazione utilizzata consente di ritenere che l'informazione sia effettuata una tantum prima dell'accensione del rapporto e della sottoscrizione del contratto, oppure di volta in volta, in occasione delle singole operazioni in relazione alle quali si verifica o potrebbe verificarsi il conflitto. Si tratta di un'alternativa opportuna, certamente nelle ipotesi in cui venga correttamente utilizzata, che consente, ad esempio, di adottare quella *una tantum* per servizi come la gestione²⁰.

La differenza più evidente e significativa della disclosure rispetto al passato (il testo del Regolamento Intermediari previgente) è rappresentata dalla mancata necessità di una autorizzazione espressa al compimento dell'operazione, da parte del cliente informato del conflitto. Sotto questo profilo, se si può convenire sulla eliminazione della necessità di una autorizzazione a effettuare l'operazione in

¹⁸⁾ G. Presti, M. Rescigno, Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento, in Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse, cit., p. 32 ss.

¹⁹⁾ A. Rinaldi, Il decreto di recepimento MiFID e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti, in Società, 2008, p. 21.

²⁰⁾ Criticano la soluzione normativa A. Antonucci. M.T. Paracampo, Conflitti di interesse e disciplina delle attività finanziarie, cit., p. 320, secondo le quali l'unica soluzione possibile sarebbe quella dell'informativa resa volta per volta in occasione del compimento delle singole operazioni. Esse inoltre criticano la disciplina introdotta, nella parte in cui non ha previsto che la disclosure debba avere come contenuto l'informativa sul tipo e sull'entità del pregiudizio che il cliente potrebbe subire in conseguenza della situazione di conflitto ed ha invece insistito su informazioni inutili e scarsamente comprensibili.

conflitto da parte dell'investitore²¹, non v'è dubbio che in qualche modo la banca deve pure acquisire prova di aver fornito al cliente quanto è previsto dalla normativa, primaria e secondaria: e verrebbe spontaneo immaginare che ciò si realizzi attraverso la sottoscrizione, raccolta dall'investitore, della dichiarazione di aver ricevuto adeguata informativa in tema di conflitto. Accorgimento opportuno, atteso il principio dell'inversione dell'onere della prova che, come è noto, caratterizza le controversie in *subjecta materia*.

Insomma, nel nuovo sistema delineato dal legislatore europeo, non v'è spazio per ipotesi di conflitto non gestibili: non è infatti ammissibile un *modus operandi* che comporti il ricorso indiscriminato alla disclosure, senza una previa gestione, seppure insufficiente, delle situazioni conflittuali.

10.

Adempimento nuovo, da ultimo, è quello della tenuta del registro dei servizi o delle attività che danno origine a conflitti, «annotando i tipi di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento interessati, le situazioni nelle quali sia sorto o, nel caso di un servizio o di un'attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti». La formulazione della direttiva di II livello (art. 23) è molto sintetica (occorre riportare «i tipi di servizi di investimento o accessori o attività di investimento») e può anche far pensare a un elenco dei servizi interessati da problemi di conflitto, il che però servirebbe a poco e renderebbe in documento abbastanza breve²².

²¹⁾ Cfr, F. Mocci, Il conflitto di interessi, cit., pp. 205-206. Contra: R. Fusetti, F. Recine, La nuova legislazione comunitaria, cit., p. 169, secondo i quali l'informativa «deve sfociare in un processo di effettiva e specifica approvazione da parte del cliente»; ad avviso di D. Maffeis, Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi, reperibile sul sito web www.ilcaso.it, pur in assenza di un riscontro testuale, la necessità del consenso espresso del cliente si ricaverebbe dall'obbligo, in capo all'intermediario, di informare il cliente della natura e/o delle fonti del conflitto di interessi. Ma ciò forse giustifica l'informativa (come si sostiene nel testo), ma non l'acquisizione del consenso preventivo, come nel previgente sistema.

²²⁾ Sembrerebbero propendere per una lettura letterale della disposizione L. Bonzanini, N. Ravasio, Il conflitto di interessi, in MiFID, la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, Torino, 2007, p. 137.

In realtà, il registro (come inequivocabilmente emerge dal disposto regolamentare²³) vuol essere uno strumento di controllo sull'operatività, anche storica, dell'impresa (in modo da consentire l'eventuale integrazione della policy) e quindi in esso vanno annotate tutte le tipologie di situazioni, ivi comprese quelle già censite nella policy medesima, in cui sorga un conflitto, specificando a quale servizio di investimento il conflitto si riferisca.

Insomma, andando al nocciolo della funzione del registro, in esso la funzione compliance pone in evidenza: a) le situazioni già censite nella policy; b) le nuove situazioni emerse nella prestazione dei servizi di investimento. In quest'ultimo caso, la funzione interessa della questione l'organo di supervisione strategica (l'organo amministrativo), affinché aggiorni la politica di gestione dei conflitti individuando le misure organizzative opportune per rendere le nuove situazioni innocue per la clientela²⁴.

Il registro così compilato può essere utilizzato nell'ambito di contenziosi giudiziari con gli investitori? Al riguardo è stato convincentemente osservato che «la scelta sulla pubblicità/riservatezza del registro vada compiuta nell'ambito del documento sulla politica di gestione, che può optare per la disclosure, com'è già accaduto, mentre non si configura un obbligo di consentire l'accesso»²⁵.

11.

Il tema del conflitto non si esaurisce nell'ambito fin qui delineato, essendovi disposizioni in materia sia di intermediari specifici (sgr, sicav e oicr) sia di specifici servizi e attività (i singoli servizi di investimento, l'attività di ricerca e analisi e così via). Ma il contenuto del

²³⁾ L'art. 26 del regolamento congiunto chiarisce che nel registro vanno riportati non già i tipi di servizi di investimento, bensì «le situazioni nelle quali sia sorto (...) o possa sorgere un conflitto di interesse, che rischia di ledere gravemente [torna l'avverbio] gli interessi di uno o più clienti».

²⁴⁾ F. Mocci, *Il conflitto di interessi*, cit., p. 209.

A. Antonucci, Regole di condotta e conflitti di interesse, in Banca, borsa, tit. cred., 2009, I, p. 18.

Fabrizio Maimeri

LA TUTELA DEL CLIENTE E LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO DI INTERESSI

presente lavoro è finalizzato a mettere in luce le differenze principali fra nuova e previgente disciplina, le innovazioni sistematiche che sull'argomento in esame ha portato il recepimento della MiFID.

Il "regolamento di confini" delle cose da dire era dunque previsto e accettato.

Tuttavia, per dare un completamento di carattere operativo a quanto si è venuto fin qui dicendo, si proverà di seguito a individuare qualche filone giurisprudenziale che possa aver anticipato le soluzioni recate ora dalla legge, in modo da verificare se davvero la nuova disciplina si ponga in termini di drastica discontinutià con il "diritto vivente". Non si vuole proporre – è bene avvertirlo subito – una ragionata rassegna di giurisprudenza, che probabilmente vedrebbe minoritaria la corrente "profeticamente" innovativa di cui si va in cerca; più semplicemente, cogliere qualche pronuncia che possa costituire un punto di passaggio fra vecchie e nuove regole.

Il profilo più interessante nel contesto segnalato è sicuramente quell'orientamento che, già prima della recente normativa comunitaria, muoveva dal rilievo che l'ampliamento eccessivo della nozione di conflitto di interessi sortiva effetti controproducenti, ingessando il mercato e incentivando comportamenti opportunistici negli intermediari: la prassi di segnalare sistematicamente a titolo prudenziale le situazioni anche potenzialmente conflittuali non consente agli investitori di discriminare quei casi che hanno invece una reale attitudine dannosa per i loro interessi. È così allora che, accanto all'orientamento "totalizzante" della nozione di conflitto, che prescinde dal colle-

gamento con gli artt. 1394 e 1395 c.c.²⁶, se ne affaccia un'altra - che ritiene rilevante solo il conflitto effettivo²⁷ che sia in grado di danneggiare il cliente - fondata su una interpretazione del ripetuto Regolamento Intermediari diversa da quella normalmente seguita: «ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 21, lett. a) e b) TUF e 28 del Regolamento Consob 11522/1998, che impongono all'istituto di credito di prestare i servizi di investimento con diligenza e di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, la banca è responsabile, in applicazione dell'art. 1394 c.c., quando nella veste di rappresentante ha perseguito interessi propri incompatibili con quelli del rappresentato, conseguendo un'utilità che ha provocato un danno per il rappresentato»²⁸.

Acquisita questa diversa prospettiva, la questione non era ovviamente risolta, bensì spostata sugli indici che consentono di ritenere la sussistenza di un effettivo danno, etiologicamente riconducibile al conflitto di interessi. Tuttavia, è la modifica dell'approccio ad essere decisiva ai fini del discorso qui intrapreso, perché la stessa giurisprudenza si è poi data carica di elaborare, in questo filone, indici dai quali

^{26) «}Il conflitto di interessi dell'intermediario finanziario non è riconducibile allo schema del conflitto di interessi disciplinato dalla normativa codicistica con riferimento alla sostituzione nell'attività giuridica (artt. 1394 e 1395 c.c.), assumendo invece una connotazione peculiare proprio in relazione agli obblighi di informazione preventiva, sicché nella ipotesi in questione non occorre procedere ad una verifica, in concreto, della effettiva incidenza pregiudizievole dell'interesse in conflitto, atteso che il solo fatto della violazione dell'obbligo di segnalazione determina il trasferimento in capo all'intermediario in situazione di conflitto del rischio di insuccesso della stessa operazione finanziaria»: Trib. Roma, 29 luglio 2005, n. 17539, in *Dir. banc.*, 2006, I, p. 465.

Atteggiamento "a specchio" rispetto a quello tuzioristico delle banche di cui già si è detto, il tutto a formare una sorta di circuito perverso, in cui l'effettiva segnalazione del conflitto davvero dannoso si perdeva nella miriade di autorizzazioni (automaticamente e senza riflettere) rilasciate.

^{27) «}La situazione di conflitto di interessi rilevante agli effetti della contestazione di violazioni comportamentali è solo quella attuale, ossia una situazione in cui l'intermediario non solo potenzialmente, ma anche effettivamente, realizzi un suo interesse in conflitto con quello del cliente»: Trib. Palermo, 24 ottobre – 25 febbraio 2009, n. 1004/2009, ined., cit. in F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 208.

²⁸⁾ Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca*, borsa, tit. cred., 2004, II, p. 440.

riconoscere l'esistenza del danno²⁹.

La gestione dei conflitti implica la loro estrema diversificazione, tanto da essere suscettibili di policy differenziate e di procedure ad hoc per disinnescarli. Pare meglio orientata a recepire questa nuova impostazione quella parte della giurisprudenza che non si lascia condurre a conclusioni indefettibili in presenza di situazioni "potenzialmente" conflittuali. È il caso della operatività in contropartita diretta da parte della banca, nella quale l'individuazione, di per sé, di un'ipotesi di conflitto sarebbe contraddetta non foss'altro dal rilievo che trattasi di una operatività prevista e consentita dalla legge, «di talché (in assenza di un'esplicita indicazione normativa) essa non potrebbe ontologicamente considerarsi foriera di conflitto di interessi»³⁰.

Discorso analogo è a farsi per una situazione che appare anch'essa ontologicamente "conflittuale", quella della banca che negozia con l'investitore strumenti finanziari di cui cura il collocamento³¹ ovvero colloca titoli di una emittente sua affidata³². Per la verità, si tratta di ipotesi tutte riconducibili almeno alla possibilità di un intermediario di fornire più servizi di investimento e, più pericolosamente, alla multifunzionalità del soggetto bancario, vale a dire alla facoltà ad esso consentita di operare sia sul mercato creditizio sia sul mercato mobiliare, dando vita a commistioni di interessi che possono rivelarsi patologiche. Ma non è detto che sempre lo siano né che il sistema migliore sia quello di impedire alle banche di operare sul mercato

²⁹⁾ Così, a mero titolo esemplificativo, non è sufficiente far riferimento al prezzo di mercato per escludere il danno (in tal senso cfr. anche G. Stella, *Il conflitto di interesse nei rapporti di gestione e di rappresentanza. Principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, cit., p. 13), dovendosi far capo a tutti gli elementi valutativi della best execution: cfr. Trib. Roma, 18 marzo – 25 marzo 2008, n. 6376, ined., cit. in F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 210.

³⁰⁾ F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 214, cui si rinvia anche per ulteriori riferimenti sulla questione.

³¹⁾ Tale ad esempio la considera, di per sé, Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Giur. it.*, 2005, p. 754.

³²⁾ Trib. Palermo, 24 ottobre 2008 – 25 febbraio 2009, n. 1004/2009, ined., cit. in F. Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 218.

finanziario³³. Anzi: «il legislatore italiano (...), a partire dagli anni novanta, ha fatto una scelta, irreversibile, di segno opposto: non più divieti, ma controlli e regole organizzative. In realtà è stato agevole accorgersi che proprio nelle fattispecie sopra indicate come potenziali fonti di conflitto spesso si danno le migliori opportunità per i clienti, sia perché l'intermediario può essere a conoscenza "in anticipo" di un collocamento o di un'emissione particolarmente conveniente, sia perché operazioni infragruppo o condotte dai diversi settori di un intermediario "polifunzionale" possono portare significativi risparmi di spese e commissioni»³⁴.

Sono proprio le situazioni cui certa giurisprudenza ha ricollegato di per sé l'esistenza di un conflitto, quelle cui maggiormente deve lavorare la banca per gestirli, anzitutto "mappando" le funzioni pericolose e, quindi, disinnescare proceduralmente conflitti in grado di nuocere alla clientela. È questa la nuova impostazione della MiFID, la quale, se valutata alla luce di una certa evoluzione del diritto vivente, finisce per apparire meno eversiva di quanto non appaia a prima vista.

12.

Avviandosi a concludere queste note, appare agevole ripetere (insieme a molti, se non a tutti, i commentatori) che, sotto il profilo regolamentare, la situazione previgente non era efficace e che dunque si imponeva una modifica. E non solo a livello nazionale, atteso che la precedente e la nuova realtà normativa derivano entrambe da iniziative comunitarie.

^{33) «}Di fronte alla dimostrata tendenza della banca universale di abusare dei conflitti di interesse con pregiudizio degli investitori e della funzionalità del mercato, è stata per un attimo coltivata la tentazione di un ritorno al passato (ma in realtà non sarebbe un ritorno): si è ipotizzato di precludere alle banche l'esercizio delle attività di intermediazione mobiliare. Ma si è trattato di una tentazione rapidamente rientrata e che, comunque, non ha in alcun modo interessato il legislatore»: R. Costi, Banca universale e conflitti di interesse, in Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza, cit., p. 114.

³⁴⁾ R. Lener, Rapporti tra intermediari e clienti e gestione dei conflitti di interesse, in Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti, a cura di C. Amatucci e V. Buonocore, Milano, 2008, pp. 91-92.

Fabrizio Maimeri

LA TUTELA DEL CLIENTE E LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO DI INTERESSI

Di fronte a questa situazione, la reazione è stata quella di ritenere che non tutti i conflitti fossero eguali, ma che avessero utilità a essere censiti solo quelli in grado di nuocere al cliente ("gravemente" o meno). Restringendosi l'ambito dei conflitti da gestire, si induce una maggiore attenzione alle ipotesi rilevanti. Di qui l'auspicio più credibile anzitutto di una gestione amministrativo-organizzativa delle ipotesi di conflitto e, successivamente e in subordine, di una disclosure più compiuta ed esauriente, che cioè renda davvero consapevole il cliente dei rischi dell'investimento sotto questo aspetto, quando esistenti.

Ma tutto questo non è soltanto un auspicio, ma trova il suo riferimento in disposizioni specifiche, che fanno dei presidi organizzativi non una realtà scritta sull'acqua (perché tanto il conflitto di interesse – quello senza limiti – era potenziale, dunque ineliminabile, dunque ingestibile), ma disposizioni specifiche, uniformi a livello comunitario perché esito di una direttiva di secondo livello. Ancora una volta il richiamo al sistema del d.lgs. 231 del 2001 (la responsabilità amministrativa degli enti) torna valido perché la svolta in un meccanismo che diventa operativo, serio e verificabile, sta nella mappatura del rischio, esattamente quell'attività che è propedeutica anche per il rispetto della disciplina ora richiamata. Si tratta cioè, secondo certi parametri che si sono sinteticamente richiamati e che vanno declinati nelle singole fattispecie, di individuare gli ambiti operativi in cui si atteggiano quei conflitti nocivi per la clientela, di fare cioè uno screening dell'intera attività bancaria e finanziaria per far emergere le situazioni dalle quali possa derivare un pregiudizio alla clientela.

Una siffatta impostazione spinge certamente più che nel passato gli intermediari verso uno sforzo convinto di carattere organizzativo, preliminare alla disclosure, che in qualche modo segna l'impossibilità di gestire il conflitto. Non dunque un'aprioristica rinuncia, bensì la prova di un tentativo correttamente e convintamente tentato ma non riuscito per motivi oggettivi. «Come si può notare, - è stato autorevolmente scritto - la nuova norma impone agli intermediari di organizzarsi in modo tale che sia loro consentito di individuare e di "gestire" i conflitti d'interesse, imponendo un obbligo di informazione

soltanto quando le misure organizzative adottate non siano sufficienti ad assicurare, "con ragionevole certezza", la tutela dell'interesse del cliente»³⁵.

Questa è la svolta della regolamentazione e la sfida della sua applicazione: ogni volta che uno o più o, meglio, una serie o più serie di conflitti verrà reso innocuo per la clientela attraverso sistemi organizzativi, si registra un successo della nuova disciplina e un'oggettiva restrizione delle ipotesi di disclosure. Le quali dunque possono – come già doveva essere in passato – rappresentare un'esposizione esauriente delle origini e della portata del conflitto e costituire, dunque, una informazione né banale né rituale, bensì decisiva e da soppesare bene, per la clientela.

Questa svolta nella regolamentazione si completa nella stesura della policy, che è uno stimolo, per gli intermediari, a non interpretare volta a volta la singola operazione, ma a prefigurare un ambito di conflitti e di gestione degli stessi che sia predeterminato e previamente inserito in una struttura organizzativa in grado di dominarli, sia pure non totalmente. Si può dire che alla contingenza si sostituisce la strutturalità dell'organizzazione, nella consapevolezza che il conflitto di interesse non è sempre rilevante e che, dei conflitti rilevanti, non tutti sono inevitabili e ingestibili.

13.

Queste le novità. Viene, da ultimo, ineliminabile quanto forse velleitaria, la domanda: funzionerà la nuova disciplina meglio della precedente? L'investitore sarà più o meno difeso rispetto al passato quanto al rischio di imbattersi in operazioni in conflitto per lui pregiudizievoli?

È ancora troppo presto per dare risposte meditate, ma la tentazione di dire qualcosa è forte. Del resto, molti e autorevoli commentatori hanno già ritenuto di poter offrire valutazioni e prognosi. Per lo più infauste.

³⁵⁾ R. Costi, Il mercato mobiliare, Torino, 2008, p. 140.

La tutela dell'investitore riuscirebbe diminuita perché in luogo di divieti operativi si prevede solo, «un po' vagamente», l'adozione di presidi organizzativi non bene identificati³⁶. Altrettanto autorevolmente si è dedotto, attesa la possibilità di fornire una informazione preventiva sulle ipotesi di conflitto, un «decisivo arretramento della tutela degli investitori», poiché, «con ogni probabilità, l'intermediario inonderà di dichiarazioni di conflitto d'interessi il cliente all'inizio del rapporto, per poi poter operare in conflitto nel corso del medesimo. A questo punto, se un'operazione in conflitto danneggerà il cliente, questi dovrà dimostrare (o limitarsi a contestare) o che la disclosure era stata insufficiente, in quanto troppo generica e non tale da consentire al cliente di compiere con cognizione di causa le proprie scelte di investimento (...) o che l'intermediario, così agendo, ha violato i propri generici obblighi di onestà, ecc. (...) In entrambi i casi, la prova dell'inadempimento diverrà più difficile e dipendente assai più di oggi da valutazioni discrezionali del giudice»³⁷.

Più prudentemente è stato tuttavia argomentato che «non è agevole stabilire se il "nuovo approccio" alla materia del conflitto di interessi, discendente dalla MiFID, comporti un rafforzamento della tutela riconosciuta agli investitori, rispetto alle regole precedentemente previste. In senso positivo, si può osservare come le nuove disposizioni siano indubbiamente più attente a profili di tipo "sostanziale", ossia alla concreta modalità di gestione del conflitto, e al perseguimento dell'obiettivo di evitare che il conflitto – di fatto – nuoccia agli investitori. In senso contrario, tuttavia, si è osservato come la nuova disciplina renda la gestione del conflitto assai "opaca": la situazione di conflitto, infatti, viene esternalizzata, e resa nota all'investitore, soltanto in casi estremi»³⁸.

Tra le varie posizioni, sembra preferibile, ad oggi, sospendere il giudizio: due anni di applicazione di una legge sono ancora pochi per

³⁶⁾ R. Rordorf, La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi, in Società, 2008, p. 272.

³⁷⁾ L. Enriques, L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento, in Giur. comm., 2005, I, p. 855.

³⁸⁾ F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare⁴, Torino, 2008, p. 133.

Fabrizio Maimeri

LA TUTELA DEL CLIENTE E LA DISCIPLINA DEL CONFLITTO DI INTERESSI

trarre conclusioni su profili che diventano rilevanti quasi sempre nei momenti patologici del rapporto banca-cliente o in momenti di crisi di mercato.

Sospendere il giudizio ma, onestamente, non dimenticare le aspre critiche cui unanimemente è stato sottoposto il previgente regime e l'altrettanto diffusa richiesta di cambiare le regole. Ogni valutazione è consentita delle nuove regole, ma essa non può portare a riscoprire come efficienti quelle precedenti, come qualche commentatore particolarmente critico mostra di fare.

Si considerano due acquisizioni forti verso una strutturale difesa dal rischio di conflitto sia l'individuazione dei conflitti rilevanti, sia l'accentuazione sul momento organizzativo-procedurale della mappatura e della repressione delle situazioni di conflitto ex ante. Sono due elementi indubbiamente positivi, dal punto di vista dell'impianto della disciplina, cui certo le banche debbono abituarsi e sul cui rispetto le Autorità debbono efficacemente vigilare. Essi però appaiono anche i due pilastri fondanti sui quali costruire la miglior difesa dell'investitore, finora tutelato da una trasparenza artificiosa, rituale, qualitativamente scadente.

L'ULTIMA RACCOMANDAZIONE DELL'UNIONE EUROPEA E I PRINCIPI DEL FINANCIAL STABILITY BOARD IN TEMA DI EXECUTIVE COMPENSATION

The last recommendation of the European Union and the principles of the Financial Stability Board concerning executive compensation

Piero Marchettini

Managing Partner Adelaide Consulting

marchettini@adelaideconsulting.com

La crisi economica e finanziaria ha reso sempre più evidente l'enorme sproporzione tra i livelli retributivi dei top managers e quelli del dipendente medio. Per di più la gestione delle retribuzioni dei vertici aziendali è stata spesso caratterizzata sia nelle società quotate in generale che nelle banche in particolare da numerosi abusi e da scarsa trasparenza sollevando le ire di investitori e clienti.

In questo contesto sono intervenuti sia l'Unione Europea (che ha emanato circa un anno fa la Raccomandazione 2009/385/UE che disciplina le remunerazioni degli amministratori di società quotate) che il Financial Stability Board (che sta attualmente formalizzando una serie di Principi destinati a regolamentare le prassi retributive nel settore finanziario).

Anche nei principali Paesi dell'Unione Europea il tema dell'executive compensation è stato spesso oggetto di interventi legislativi e/o di autoregolamentazione. Per contro in Italia questo tema è stato largamente ignorato, fatta eccezione per un intervento della Banca d'Italia di un paio d'anni fa. Ora tuttavia il nostro legislatore ha deciso di recepire, almeno in parte, il contenuto dell'ultima Raccomandazione dell'Unione Europea.

PAROLE CHIAVE: RETRIBUZIONI DEGLI AMMINISTRATORI · COMITATI PER LE REMUNERAZIONI · CONFLITTI DI INTERESSE

Economic and financial crisis has made very clear the huge gap between the top managers and the average employee compensation. Moreover many abuses and a lack of transparency have characterized the management of executive compensation, both in listed companies in general and in the banking sector in particular, making investors and clients very angry.

In this context both EU (enacting about one year ago the Recommendation 2009/385/EU which regulates executive compensation in listed companies) and the Financial Stability Board (now officially proposing a series of Principles to regulate the remuneration practices in the financial sector) reacted.

Also in the main countries of the European Union executive compensation has been often regulated by law and/or by self-regulations. Vice versa, this subject has been almost totally ignored in Italy, with the exception of the Bank of Italy's rules enacted about 2 years ago. However, today our legislator has decided to introduce, at least partially, the content of the last EU Recommendation.

KEYWORDS: EXECUTIVE COMPENSATION · REMUNERATION COMMITTEE · CONFLICTS OF INTEREST

L'attuale contesto

Nel corso di questi ultimi 10 anni abbiamo assistito in Europa ad una crescente attenzione dell'opinione pubblica, degli investitori e degli organi di controllo, nonché ad una certa convergenza normativa in tema di *executive compensation* (più precisamente in tema di remunerazioni degli amministratori di società quotate). I Paesi in cui questo fenomeno è più evidente sono:

- 1. la Francia che ha privilegiato la via legislativa (dal 2001 ad oggi sono state emanate ben 7 leggi in materia), ma non ha trascurato forme di autoregolamentazione (*Les Recommandations* delle associazioni datoriali AFEP-MEDEF costituiscono uno dei migliori esempi di autodisciplina);
- la Gran Bretagna che ha privilegiato il coinvolgimento attivo degli azionisti (il c.d. say-on-pay esiste dal 2002) ed ha prodotto codici di autoregolamentazione molto dettagliati e complessivamente efficaci.

La "primogenitura" della Francia e della Gran Bretagna in questa materia non è casuale. In Gran Bretagna gli investitori istituzionali (in particolare i fondi pensione, orientati al lungo termine) hanno sempre avuto un peso significativo e i "trustees" hanno sempre considerato parte del loro ruolo vigilare sulle retribuzioni dei vertici nelle società

di cui il fondo pensione è azionista¹. In Francia esiste un diffuso spirito giacobino che prende di mira i ricchi e i privilegiati (tra i quali ovviamente figurano i *gran patrons*); inoltre gli investitori istituzionali (in particolare di matrice anglosassone) controllano una quota molto significativa dell'azionariato nelle principali società (quelle appartenenti all'indice CAC 40).²

Negli altri Paesi europei si sono verificati interventi legislativi più o meno sporadici (in Belgio o in Germania) oppure si è privilegiato il potere degli azionisti in materia retributiva (anche in Olanda e in Svezia esiste il principio del *say-on-pay*, che lo scorso anno è stato introdotto anche in Germania). In questo contesto nel 2009 si verifica una svolta (in parte legata alla crisi economica e finanziaria, all'intervento di vari governi a sostegno delle banche del proprio sistemapaese e alla reazione dell'opinione pubblica di fronte a numerosi, ma non certo sconosciuti in passato, scandali retributivi).

Il 30 aprile 2009 l'Unione Europea emana la Raccomandazione 2009/385/CE. Tale Raccomandazione non ha l'effetto vincolante di una Direttiva (che deve essere recepita dalla normativa degli Stati Membri), ma nel contempo ha un effetto più immediato poiché il suo contenuto può essere immediatamente preso in considerazione sia dagli Stati Membri, che dagli organi di controllo e di autogoverno, dalle associazioni di investitori, delle singole società quotate... Questa Raccomandazione integra due precedenti Raccomandazioni

Si è posto in evidenza che i trustees dei fondi pensione sono socialmente più vicini al lavoratore medio rispetto ai gestori finanziari . Inoltre, rispetto a gestori che operano nell'ambito di grandi banche, sono immuni da conflitti di interesse in quanto non propongono altri servizi di varia natura alle società nelle quali il proprio fondo ha investito. Perciò possono essere assai più severi nel vigilare sui livelli retributivi dei top managers delle società in cui investono (Pauline Skipala, Questions about pubblic ownership, Financial Times, 15 febbraio 2010, supplemento finanziario).

²⁾ In Francia gli investimenti da parte di investitori istituzionali esteri sono raddoppiati dal 1995 ad oggi e rappresentano attualmente il 40% della capitalizzazione borsistica. A livello europeo tali investitori controllavano nel 2008 il 37% della capitalizzazione borsistica rispetto al 25% del 2003. La presenza di investitori istituzionali esteri (in particolare anglosassoni) costituisce un importante fattore di controllo sulla corporate governance delle società nelle quali investono, nonché sui livelli retributivi dei relativi top managers (Richard Milne, A meeting of minds, Financial Times, 1 marzo 2010).

in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate, la 2004/913/CE e la 2005/162/CE³.

L'ultima Raccomandazione dell'Unione Europea costituisce un *corpus* organico in tema di *executive compensation* in quanto, oltre a soffermarsi sulla disciplina delle varie voci retributive (*bonus*, azionariato, indennità di fine rapporto...), tocca il tema dell'informativa in materia retributiva (*disclosure*), quello del ruolo del comitato remunerazioni e dei suoi consulenti, nonché il coinvolgimento degli azionisti stessi. Principi analoghi alle indicazioni della Commissione sono stati emanati dal *Financial Stability Board* con riferimento alle remunerazioni del settore bancario/finanziario. Tali Principi sono analizzati in un documento predisposto dal Comitato di Basilea⁴ e sostanzialmente affrontano tre temi principali:

- 1. la *governance* delle retribuzioni del personale direttivo e/o operativo con significative responsabilità nel settore finanziario (*top managers*, *executives*, *bankers*...);
- 2. l'effettivo allineamento delle retribuzioni al rischio insito nelle attività svolte o controllate dal predetto personale;
- 3. l'effettivo controllo da parte delle autorità di vigilanza e il coinvolgimento da parte degli *stakeholders*.

I Principi del *Financial Stability Board* risultano abbastanza simili al contenuto della Raccomandazione 2009/385/CE con l'eccezione dei seguenti aspetti:

» la Raccomandazione si propone soprattutto di proteggere e coinvolgere gli azionisti (gli shareholders), mentre il Financial Stability Board rivolge la sua attenzione a tutti gli stakeholders del settore finanziario:

³⁾ Raccomandazione della Commissione del 30 aprile 2009 che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate (2009/385/CE), Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 15 maggio 2009.

Compensation Principles and Standards Assessment Methodology, Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, gennaio 2010.

» la Raccomandazione ha per oggetto le remunerazioni degli amministratori (cioè dei vertici) di società quotate, mentre il *Financial Stability Board* estende i propri Principi anche alle politiche retributive concernenti il personale operativo (sia pure caratterizzato da significative responsabilità in termini di ricavi e/o profitti).

Confronto tra la Raccomandazione UE e i Principi del FSB

Abbiamo ritenuto opportuno esaminare i punti chiave dell'ultima Raccomandazione dell'Unione Europea, confrontandoli con gli analoghi punti rilevanti nei Principi del *Financial Stability Board*.

Retribuzione variabile

I concetti chiave sono: "Pay-for-performance" e equilibrio tra "short and long term". Lo scopo deve essere quello di assicurare la sostenibilità a lungo termine della società, nonché garantire che bonus e altre forme di incentivazione in denaro a breve termine siano basati sui risultati effettivamente conseguiti. I risultati devono essere conformi a criteri di *performance* predeterminati e misurabili, che possono essere sia di natura finanziaria che non finanziaria (ad esempio valorizzazione degli intangible assets). La Raccomandazione indica che sarebbe inoltre opportuno stabilire un tetto, cioè un limite massimo, per la retribuzione variabile. Una parte significativa degli importi maturati ogni anno dovrebbe in ogni caso essere congelata per venir poi erogata nel medio termine, allorché i risultati di breve termine potranno considerarsi consolidati (ad esempio dopo 3 - 5 anni). Infine, qualora la retribuzione variabile risulti a posteriori erogata sulla base di dati manifestamente erronei, il relativo importo dovrebbe essere rimborsato.

Queste indicazioni risultano più o meno allineate a varie proposte avanzate in numerosi Paesi europei (nonché negli U.S.A.). Occorre peraltro osservare che proposte di limiti massimi alla retribuzione variabile (o addirittura un suo totale azzeramento) sono state previste per quelle società (in particolare nel settore finanziario negli U.S.A.) che avevano ricevuto finanziamenti pubblici a causa della loro situazione critica, non per tutte le società quotate. Peraltro difficilmente una tale proposta verrà passivamente adottata dalle società quotate

non bisognose di aiuti pubblici. Viceversa tutte le altre proposte in materia di retribuzione variabile appaiono ragionevoli e conformi a sani principi di *corporate governance*.

Appaiono sostanzialmente analoghi, ma più specifici, i Principi del *Financial Stability Board* in materia in quanto prevedono che:

- » una parte significativa (circa il 40-60%) del *bonus* annuale debba essere differita per un periodo di almeno 3 anni;
- » in caso di eventi negativi, riconducibili agli obiettivi che hanno generato tale *bonus* e verificatisi negli anni successivi, la componente differita deve essere ridotta o addirittura azzerata;
- » in ogni caso il sistema di incentivazione deve tener conto dei rischi di varia natura (finanziari, di liquidità, di immagine....) connessi agli obiettivi assegnati.⁵

Piani di azionariato

Lo scopo dei piani di azionariato dovrebbe essere quello di contribuire alla creazione di valore nel lungo periodo per la società. A tal fine i predetti piani dovrebbero prevedere una maturazione del diritto (il c.d. *vesting*) dopo almeno un triennio dalla attribuzione delle azioni (*stock grant*) o delle opzioni (*stock options*). Inoltre tale *vesting* dovrebbe essere sempre condizionato al raggiungimento di obiettivi di *performance* e non al semplice decorso del termine temporale. Infine gli amministratori dovrebbero mantenere una parte dei titoli ricevuti o posporre l'esercizio delle opzioni (anche dopo il *vesting*) sino alla cessazione del loro rapporto di lavoro e/o mandato con la società. La Commissione precisa poi che (allo scopo di evitare conflitti di interesse) non dovrebbero essere attribuite *stock options* agli amministratori non esecutivi. Anche i principi contenuti in questa sezione appaiono conformi alle norme e alle prassi di *corporate governance* attualmente prevalenti a livello internazionale.

⁵⁾ Un'interessante analisi sui fattori che stanno alla base dei profitti nel settore finanziario, nonché dei rischi connessi a tali profitti, è contenuta in una pubblicazione di Banca d'Italia a cura di Fabio Pennetta e Paolo Angelini (Financial Sector pro-cyclicality: lesson from the crisis, Banca d'Italia, n°44, aprile 2009, pag. 61).

Un'interessante novità è costituita dalla richiesta che gli amministratori mantengano una quota significativa delle azioni ricevute o sottoscritte sino alla fine del loro mandato. Tale quota dovrebbe idealmente avere un valore almeno pari a due annualità di retribuzione complessiva (data dalla somma del fisso e del variabile).

Il *Financial Stability Board* ritiene che almeno la metà della retribuzione variabile dei *top managers* debba essere erogata sotto forma di azioni e/o strumenti retributivi il cui valore è collegato alla quotazione del titolo.

Indennità di fine rapporto

Occorre evitare che l'erogazione di indennità ad personam a favore di amministratori esecutivi ed altri top managers si traduca in un premio per il fallimento come è avvenuto in numerosi casi, in particolare nel settore finanziario. L'obiettivo è quello di eliminare i c.d. golden parachutes riportando le indennità di fine rapporto e/o mandato a livelli simili a quelli versati ai normali dirigenti. Tale obiettivo viene raggiunto limitando l'importo massimo erogabile (non superiore a due annualità di retribuzione fissa) ed escludendo qualsiasi indennità in caso di risoluzione per prestazioni inadeguate o di dimissioni volontarie. Rimane comunque inteso che cessazioni di rapporto e/o mandato dovute a mutate strategie aziendali o a fusioni/acquisizioni (pur essendo formalmente casi di dimissioni) possano ancora essere oggetto del versamento di un'indennità.

Specifici limiti normativi di importo inferiore sono stati recentemente approvati dal Governo belga (12 mesi di retribuzione fissa, incrementati a 18 in presenza di oltre 20 anni di anzianità aziendale).

I principi enunciati in questa sezione risultano condivisi anche dal *Financial Stability Board*, che vieta altresì una forma di *benefit* piuttosto diffusa nel settore finanziario: l'estinzione gratuita, all'atto della risoluzione del rapporto di lavoro e/o della cessazione del mandato di amministratore, di prestiti e/o mutui concessi ai *top managers*.

Informativa su politiche e livelli retributivi

In generale si può osservare che il tema della "disclosure" sulle politiche retributive dei top managers è stato molto enfatizzato negli Stati Uniti, forse come contrappeso rispetto ai diritti piuttosto limitati

attribuiti agli azionisti di minoranza.⁶ Anche le Nazioni Unite si erano espresse in materia, nell'ambito di un documento sulle "best practices" in tema di corporate governance.⁷ L'Unione Europea interviene ora precisando che l'informativa societaria in tema di retribuzioni (già presente nella precedente Raccomandazione 2004/913/CE) deve essere ulteriormente rafforzata tramite:

- » spiegazioni dei criteri di performance adottati ai fini della determinazione della retribuzione variabile, nonché dei metodi di calcolo prescelti e del relativo impatto sui risultati di lungo termine, incluse le previsioni in caso di risultati negativi;
- » informazioni sulle modalità di differimento della retribuzione variabile:
- » informazioni sulla determinazione delle indennità di fine rapporto e/o mandato:
- » informazioni sulle modalità di "vesting" dei piani di azionariato e sui loro effetti ai fini della fidelizzazione del management;
- » spiegazione sui criteri prescelti ai fini di rilevare le prassi di mercato (in particolare nella scelta delle società considerate ai fini del benchmarking).

Senza entrare nei dettagli è opportuno rilevare che circa il 60% dei Paesi membri dell'Unione Europea richiede attualmente una *disclosure* della politica retributiva e circa i 2/3 una *disclosure* a livello individuale dei compensi degli amministratori.

Anche il *Financial Stability Board* si sofferma in modo dettagliato sul contenuto della *disclosure* prevedendo la predisposizione di un "annual report on compensation" che deve essere reso pubblico "on a timely basis".

Lo scopo di tale "disclosure" è soprattutto quello di consentire un costruttivo coinvolgimento di tutti gli "stakeholders" che debbono essere in grado di valutare in modo appropriato il collegamento tra strategia aziendale, rischi ad essa connessi e retribuzioni dei decision-

Sul punto è particolarmente interessante l'analisi effettuata da Simon Wong (Failings of US disclosure-based regulation, Financial Times, 1 marzo 2010, supplemento finanziario).

Guidance on good Practices in Corporate Governance Disclosure, Nazioni Unite, 2006, pag.20-21.

makers. In tal modo i vari *stakeholders* potranno basare le proprie decisioni su precise e tempestive informazioni nell'ambito delle loro relazioni di *business* con la banca e/o società finanziaria in questione.

• Comitato remunerazioni e ruolo dei consulenti

La Raccomandazione prevede ben tre interventi innovativi in relazione alla composizione, al ruolo e al funzionamento del comitato remunerazioni. In primo luogo, per quanto riguarda la sua composizione, almeno uno dei suoi membri dovrebbe essere esperto di pratiche retributive. Inoltre, per quanto attiene al suo funzionamento, la Commissione prevede che: "nell'utilizzare i servizi di un consulente al fine di ottenere informazioni sulle pratiche di mercato per i sistemi retributivi, il comitato per le remunerazioni dovrebbe verificare che il consulente in questione non presti simultaneamente la propria opera al dipartimento per le risorse umane o agli amministratori aventi incarichi esecutivi o poteri di gestione della società di cui trattasi". Infine il comitato dovrebbe verificare la ragionevolezza del rapporto che caratterizza la retribuzione degli amministratori (ed in particolare quella del C.E.O.) rispetto a quella degli altri dipendenti della società. Le altre indicazioni sul ruolo del comitato (revisione periodica della politica retributiva), sul suo operato (che deve essere reso con indipendenza di giudizio ed integrità) e sull'obbligo di riferire agli azionisti in assemblea risultano abbastanza ovvie e conformi alle prevalenti prassi di *corporate governance*. È pertanto opportuno soffermarsi sulle tre proposte particolarmente innovative.

La prima, relativa alla presenza di un esperto di prassi retributive nell'ambito del comitato (e quindi del consiglio d'amministrazione) appare piuttosto ambigua. In realtà la Raccomandazione prevede che "Almeno uno dei membri del comitato per le remunerazioni dovrebbe possedere conoscenze ed esperienza nell'ambito della politica in materia di remunerazione". Letteralmente questa previsione non implica l'inserimento di un esperto.

Del resto è ben difficile trovare un consiglio d'amministrazione di una società quotata nel quale non sia presente almeno un amministratore indipendente che non abbia rivestito (o non rivesta attualmente) cariche di C.E.O. in società importanti. In quanto C.E.O. (o ex C.E.O.)

ha certamente affrontato e gestito temi di natura retributiva. Quindi si potrebbe sostenere che ha sufficienti "conoscenze ed esperienza" in materia. Occorre peraltro osservare che sino ad ora la presenza nei comitati di C.E.O. (o ex C.E.O.) non ha impedito il verificarsi di scandali retributivi, probabilmente a causa di una conoscenza troppo generica della materia. Certo resterebbe la possibilità di inserire nei comitati ex direttori risorse umane o consulenti esperti di politiche retributive. Ma occorre chiedersi che senso abbia (in un periodo in cui la tendenza è quella di ridurre consigli d'amministrazione pletorici) utilizzare un posto di consigliere soltanto per acquisire competenza ed esperienza nell'ambito delle politiche retributive.

Ha molto più senso applicare in modo incisivo la seconda proposta innovativa della Commissione in materia di comitati remunerazioni ovvero quella che prevede che il consulente che assiste il comitato sia diverso da quello che assiste il management, la direzione risorse umane o altre direzioni aziendali. In sostanza, come si è chiaramente indicato nella Comunicazione della Commissione Europea che accompagna la Raccomandazione, "allo scopo di ridurre al minimo le situazioni di conflitto di interessi dei consulenti in materia di remunerazioni, questi ultimi, se fungono da consulenti del comitato remunerazione, non dovrebbero nello stesso periodo operare come consulenti di altri organi della società". Chiaramente una corretta e rigorosa applicazione di questa indicazione contenuta nella Raccomandazione della Commissione implica che il comitato remunerazioni (o quantomeno il consiglio di amministrazione) disponga di un proprio budget di spesa per farsi assistere da consulenti con competenze ed esperienze adeguate. È per contro assolutamente sconsigliabile che il costo dei consulenti del comitato sia sostenuto dalla direzione risorse umane o (peggio) dal top management. Questa posizione è condivisa anche dal Financial Stability Board che precisa quanto segue: "The board remuneration committee should have access to advice... that is independent of advice provided to senior management". Questa presa di posizione è in linea con quanto enunciato nel Principio n°1: "The firm's board of directors must actively oversee the compensation system's design and operation. The compensation system should not be primarily controlled by the chief executive officer and management team. Relevant board members and employees must have independence and expertise in risk management and compensation".

Occorre altresì rilevare che il problema del conflitto di interesse dei consulenti in *executive compensation* (o meglio il conflitto delle società nell'utilizzare i consulenti) era già stato da tempo oggetto di una approfondita analisi anche negli U.S.A.. Per la precisione vi erano state prese di posizione sia da parte degli investitori istituzionali che del Congresso degli Stati Uniti d'America.

In particolare in una lettera inviata nel 2006 alle 25 maggiori società U.S.A. da 13 fondi pensione con 850 miliardi di \$ di investimenti complessivi si leggeva quanto segue⁸:

- "È fondamentale che un consulente in remunerazioni risulti libero da ogni conflitto di interesse, percepito o reale";
- "Le molteplici relazioni d'affari nell'ambito di una società cliente potrebbero compromettere l'indipendenza delle raccomandazioni fornite da un consulente al comitato remunerazioni e ciò potrebbe costituire un pericolo rispetto alla fiducia posta dagli azionisti";
- "Le preoccupazioni che gli investitori istituzionali hanno relativamente all'indipendenza dei consulenti in politiche retributive sono analoghe a quelle sollevate negli ultimi anni a proposito dell'indipendenza dei revisori contabili".

Il Congresso nel 2007 aveva poi svolto un'approfondita analisi evidenziando la presenza di conflitti d'interesse in materia di *executive compensation* nel 45% delle 250 maggiori società U.S.A.⁹. Come conseguenza di questa analisi, nonché delle posizioni assunte dagli investitori istituzionali, una delle maggiori società di consulenza internazionali di origine U.S.A., la Hewitt Associates, ha deciso all'inizio del 2010 di separarsi negli Stati Uniti dalla sua divisione di *executive compensation*, costituendo tramite uno *spin-off* una società specializzata totalmente indipendente, la Meridian Compensation Partners. In questo modo Hewitt Associates, quanto meno negli U.S.A., permette alla propria clientela di evitare situazioni di conflitto d'interesse. È

⁸⁾ Francesco Guerrera, Financial Times, 2 novembre 2006.

⁹⁾ Gretchen Morgenson, International Herald Tribune, 6 dicembre 2007.

ragionevole ipotizzare che Hewitt estenda rapidamente questa scelta anche alle sue operazioni europee e che in un prossimo futuro anche le altre maggiori società di consulenza operanti (tra l'altro, ma non solo) nel settore dell'*executive compensation* si adeguino a questa impostazione.

La terza indicazione innovativa contenuta nella Raccomandazione appare abbastanza ovvia: non è sufficiente che sussista una relazione giustificata tra la retribuzione del C.E.O. e quella dei suoi omologhi in società paragonabili, ma occorre anche che la retribuzione del C.E.O. sia proporzionata a quella dei propri collaboratori, nonché di tutto il personale della società.

Ruolo degli azionisti

È del tutto evidente che l'applicazione di questi principi o viene imposta per legge o deve essere fatta applicare in sede di autoregolamentazione. In quest'ultimo caso diventa fondamentale il ruolo degli azionisti, in particolare di quelli istituzionali. In effetti la Raccomandazione al punto 6.1 precisa che: "gli azionisti, in particolare gli azionisti istituzionali, dovrebbero essere incoraggiati a partecipare se necessario alle assemblee generali e a usare nel modo opportuno i loro diritti di voto con riguardo alla retribuzione degli amministratori, tenendo presenti i principi stabiliti nella presente raccomandazione, nella raccomandazione 2004/913/CE e nella raccomandazione 2005/162/CE".

Ad integrazione del diritto di voto sulle retribuzioni del *top management* sarebbe opportuno che gli investitori potessero esprimersi anche sulla scelta e sui compensi dei consulenti in materia di *executive compensation* (quantomeno in relazione a quei consulenti che assistono il comitato remunerazioni). Ciò garantirebbe loro un ruolo proattivo anziché soltanto reattivo in questa materia. È opportuno ricordare che a tutt'oggi soltanto 4 paesi nell'Unione Europea (Gran Bretagna, Olanda e Svezia, nonché dallo scorso anno anche la Germania) hanno introdotto per legge il principio del "*say-on-pay*", cioè del voto, per ora in genere solo consultivo, degli azionisti in assemblea sulle remunerazioni degli amministratori.

Il Financial Stability Board ha adottato una posizione decisamente più innovativa facendo riferimento nel Principio n°9 a tutti gli stakeholders ("Firms must disclose clear, comprehensive and timely information about their compensation practices to facilitate constructive engagement by all stakeholder").

Il più ampio coinvolgimento richiesto dal *Financial Stability Board* è del resto facilmente comprensibile. Le società operanti nel settore finanziario in caso di crisi creano notevoli pregiudizi non solo ai propri azionisti, cioè agli investitori, ma anche e soprattutto ad un'ampia platea di soggetti esterni (risparmiatori, aziende clienti, i relativi dipendenti, tutti i contribuenti in caso di *bail out...*). Le recenti vicende di intervento statale in quasi tutti i maggiori paesi a sostegno del proprio sistema bancario hanno reso evidente che una crisi finanziaria ha ripercussioni negative infinitamente maggiori rispetto ad una crisi in altri settori dell'economia.

Autoregolamentazione o intervento legislativo?

In generale si può osservare che in Europa la normativa in materia di *executive compensation* ha mostrato una tendenza ad oscillare notevolmente tra autoregolamentazione ed intervento legislativo. La Francia, con ben 7 interventi legislativi nel corso di quest'ultimo decennio, risulta il paese caratterizzato da una decisa prevalenza dell'intervento legislativo. Ciò non sorprende vista la lunga tradizione d'intervento dello Stato nell'economia (che risale a Jean Baptiste Colbert).

La Gran Bretagna, viceversa, fedele ai principi di Adam Smith sul primato dell'economia di mercato, ha favorito l'autoregolamentazione. Ciò non significa che in Francia non vi siano esempi di autoregolamentazione (pensiamo in particolare alle *Recommendations* AFEP-MEDEF)¹⁰ oppure che in Gran Bretagna siano del tutto assenti gli interventi legislativi (si pensi alla recentissima imposta sui *bonus* dei

^{10) &}quot;Recommandation sur la remuneration des dirigeants mandataires sociaux de societes dont les titres sont admis aux negociations su un marchè reglementè", AFEP-MEDEF, Ottobre 2008.

bankers). Ma in generale in questa materia la Francia può considerarsi il capofila dell'intervento legislativo, la Gran Bretagna dell'autoregolamentazione.

Altri Paesi europei oscillano periodicamente tra i due approcci. In genere, quando l'opinione pubblica si scalda particolarmente in seguito a qualche scandalo, il legislatore interviene (o minaccia d'intervenire). A questo punto gli organi preposti ad iniziative di autodisciplina (le autorità di borsa, le associazioni imprenditoriali, le associazioni di investitori...) avanzano proposte in materia, spesso obtorto collo, per evitare l'introduzione di una normativa sgradita e presentano codici più o meno stringenti di autodisciplina. Il caso più lampante è quello tedesco. In Germania si sono viste iniziative giudiziarie (evidentemente non giuridicamente infondate) che hanno rischiato di compromettere la carriera di un grande banchiere come Ackermann, Chief Executive Officer (C.E.O.) della Deutsche Bank, per una veniale leggerezza (come membro del Consiglio di Sorveglianza di Mannesmann approvò un trattamento retributivo troppo generoso a favore dei dirigenti esecutivi che avevano propiziato la vendita della società alla Vodafone). Ackermann venne poi assolto, ma il principio della responsabilità del Consiglio di Sorveglianza per l'erogazione di compensi eccessivi al top management è stato ribadito da una legge del settembre 2009¹¹. Tale legge prevede che i membri del Consiglio di Sorveglianza, se ritenuti colpevoli, debbano pagare un importo minimo corrispondente al 10% del danno subito dalla società, nonché al 150% del proprio compenso annuo. Inoltre costoro non possono trasferire integralmente ad una compagnia d'assicurazione gli eventuali oneri connessi a tale responsabilità, ma debbono mantenere una quota delle eventuali sanzioni a proprio carico. Sempre in Germania sono state avanzate alcune tra le proposte di legge più draconiane, quale il "rimborso" di un anno di retribuzione/compenso da parte del top management in caso di perdite significative dovute ad errori gestionali. L'associazione datoriale tedesca dal canto suo ha mostrato una certa disponibilità a trattare i temi di corporate governance soltanto

¹¹⁾ Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung.

in presenza di sgradite proposte normative, salvo far rapidamente retromarcia non appena il pericolo fosse svanito.

L'esperienza della Svizzera mostra invece una singolare tendenza a "chiudere la stalla allorché sono scappati i buoi". Sino a pochi anni fa non esisteva una disclosure individuale dei compensi del C.E.O. Tuttora non è previsto il voto degli azionisti sulle retribuzioni del top management (il cosiddetto "say-on-pay").

Tale voto è stato introdotto a titolo peraltro consultivo soltanto in alcune società (tra le quali l'UBS, dopo le disastrose perdite verificatesi nel corso di quest'ultimo biennio). La grande banca sarebbe probabilmente fallita senza un massiccio intervento statale e malgrado ciò ha distribuito nel 2009 due miliardi di franchi al proprio personale a titolo di *bonus*. Ospel, C.E.O. dell'UBS sino ad un paio di anni fa, non ha subito alcuna condanna per le truffe poste in essere dai suoi *bankers* negli U.S.A.. ¹²

Tali truffe, energicamente represse dalle autorità giudiziarie americane, hanno di fatto portato all'eliminazione del segreto bancario svizzero (e di conseguenza compromesso la credibilità della Svizzera presso gli investitori esteri desiderosi di mantenere l'anonimato).¹³

In questo contesto Thomas Minder, un imprenditore di Sciaffusa, è diventato una *star* del mondo economico e politico svizzero facendosi promotore di un *referendum* contro le "*remunerazioni abusive dei top managers*"¹⁴.

Il *Financial Stability Board* dal canto suo ha predisposto una serie di Principi destinati alle autorità di vigilanza sul settore bancario nei vari paesi. Tali Principi, nonché i relativi *standard* applicativi, come si è precedentemente indicato, sono riassunti in un documento predisposto

¹²⁾ Sulle vicende che hanno portato l'UBS sull'orlo del tracollo si rinvia al libro di Myret Zaki (*UBS*, *Les dessous d'un scandale*, Losanna 2008).

¹³⁾ La crisi del segreto bancario svizzero costituisce il tema di un altro libro di Myret Zaki (*Le secret bancaire est mort, vive l'evasion fiscale*, Losanna 2010).

¹⁴⁾ Yves Petignat, Vers un vote du peuple contre les bonus abusifs, Le Temps, 12 marzo 2010.

dal Comitato di Basilea sulla vigilanza nel settore bancario ("Compensation Principles and Standards Assessment Methodology"). Spetterà poi a ciascun Paese introdurre le norme necessarie per rendere effettivamente applicabili i Principi emanati dal Financial Stability Board.

• L'esperienza britannica

In Gran Bretagna l'attivo coinvolgimento degli azionisti in tema di politiche retributive del *top management* risale addirittura agli anni '50 allorché la Prudential Assurance promosse un *blitz* contro Sir Bernard Docker, *Chairman* di Birmingham Small Arms, accusato per le eccessive spese della moglie poste a carico della società. Nei decenni successivi gli investitori istituzionali, spesso guidati dalla Association of British Insurance (ABI), hanno promosso un complesso sistema di regole di *corporate governance* raccolte nel c.d. Combined Code basato sull'autoregolamentazione. Il principio del *say-on-pay*, che prevede un voto (non vincolante, ma) consultivo degli azionisti sulle retribuzioni del *top management*, è stato introdotto nel 2002.

Tale voto è stato utilizzato in modo decisivo in due casi clamorosi, quello di Glaxosmithkline (costringendo la società a ridurre il *compensation package* del suo *Chief Executive Officer* Jean Pierre Garnier) e quello di Royal Dutch Shell (bocciando i *retention bonus* previsti a favore di alcuni *executive* che erano stati scartati per la posizione di C.E.O. e che per tale motivo dovevano essere motivati tramite strumenti retributivi *ad personam*).

L'applicazione del Combined Code nel settore finanziario è stata oggetto nel 2009 di una profonda revisione da parte di una commissione presieduta da Sir David Walker. Tra le proposte contenute nel Rapporto Walker figura quella di una automatica dimissione (fatta salva un'eventuale rielezione) del Presidente del comitato remunerazioni, qualora il rapporto sulle retribuzioni del *top management* predisposto da tale comitato non venga approvato almeno con il 75% dei voti favorevoli.¹⁵

¹⁵⁾ John Plender, Rarely pointed finger, Financial Times, 18 gennaio 2010.

Occorre rilevare che, anche se il sistema britannico ha sempre privilegiato il principio dell'autoregolamentazione, non mancano certo esempi di interventi legislativi in materia.

Un recentissimo e macroscopico esempio è costituito dalla tassa sui bonus dei bankers introdotta alcuni mesi fa dal governo di Gordon Brown. Tale tassa prevede un'aliquota pari al 50% sui bonus eccedenti £ 25.000. Questa norma fiscale, peraltro temporanea e straordinaria in quanto limitata al settore finanziario, era stata giustificata dal significativo intervento statale a sostegno del sistema bancario britannico (tuttavia la tassa colpisce anche i dipendenti di banche che non hanno ricevuto alcun aiuto dallo Stato). In realtà questa scelta estemporanea, che sembrava più che altro rivolta a calmare un'opinione pubblica furibonda nei confronti dei bankers, si è rivelata una cospicua fonte di reddito per il Tesoro britannico (che ha incamerato circa £ 2,5 miliardi), nonché un esempio per la Francia (che ha adottato una norma pressoché identica) e per gli Stati Uniti (dove il Governo sta considerando analoghe forme di tassazione sui bonus). 16

L'esperienza francese

Come si è indicato precedentemente, dal 2001 ad oggi in Francia sono state emanate ben 7 leggi in materia di retribuzioni del *top management*. Per la precisione si tratta delle seguenti norme:

1. Loi NRE (15 giugno 2001)

Tale legge prevede la pubblicità delle retribuzioni degli amministratori esecutivi (*mandataires sociaux*). La normativa è stata completata nel dicembre 2001 da specifiche istruzioni emanate dalla Commissione di Controllo sulla Borsa (COB).

2. Loi de sècuritè financiere (agosto 2003)

Tale legge estende la pubblicità delle remunerazioni ai compensi erogati dalle società controllanti.

¹⁶⁾ Brooke Masters, George Parker e Sharlene Goff, *Bonus supertax yields £ 2.5 bn*, *Financial Times*, 5 marzo 2010.

3. Loi Breton (26 luglio 2005)

Tale legge stabilisce che le indennità di fine rapporto dei "mandataires sociaux" siano approvate dall'assemblea degli azionisti. Prevede inoltre che il bilancio renda noti i principi su cui si è basato il Consiglio d'Amministrazione allorché ha determinato i compensi ed i vantaggi in natura assegnati agli amministratori.

4. Loi Tepa (21 agosto 2007)

Tale legge richiede che gli accordi relativi alle indennità di fine rapporto degli amministratori prevedano criteri di *performance* ai quali collegare l'importo erogato. I predetti criteri riguardano sia la *performance* dell'amministratore che quella della società e debbono essere resi pubblici.

5. Loi de financement de la Sécurité Sociale (2008)

I contributi sociali sulle *stock options* e sulle *stock grants* vengono notevolmente incrementati.

6. *Loi de finance* (2009)

Le retribuzioni differite erogate ai *top managers* non possono essere dedotte dal reddito aziendale qualora superino un limite pari a 6 volte il tetto della Sicurezza Sociale (ovvero € 205.848 nel 2009).

7. Decret 31 mars 2009

Nelle società che hanno ricevuto un sostegno dallo Stato è vietata l'attribuzione di *stock options* e/o *stock grants* ai *mandataires sociaux*. Inoltre non possono ricevere altre forme di retribuzione variabile (ad esempio *bonus*) qualora vi siano stati rilevanti licenziamenti.

Questo fervore legislativo (non sempre coerente e talora influenzato da un certo "dirigismo populista") ha creato notevoli preoccupazioni nei contesti imprenditoriali. Di conseguenza le associazioni dei datori di lavoro AFEP-MEDEF si sono mosse rapidamente ed efficacemente per predisporre le più volte citate "Recommandations sur la remuneration des dirigeants mandataires sociaux de societes dont les titres sont admis aux negociations su un marchè reglementè".

A loro volta queste *Recommandations* sono state oggetto di interpretazioni da parte dell'*Institut Français des Administratours* (IFA), che ha emanato una serie di commenti concernenti la relativa applicazione¹⁷, nonché uno specifico *vademecum* sul ruolo del Comitato Remunerazioni e Nomine.¹⁸

Inutile dire che il tema delle remunerazioni dei *gran patrons* ha costituito l'oggetto di un ampio dibattito su tutti i *media* nel corso di questi ultimi anni. Dibattito non privo di conseguenze dirette come è avvenuto nel caso di Daniel Bouton, ex PDG della Societè Generale, che pur avendo mantenuto la propria carica, nonostante una perdita di quasi € 5 miliardi causata dalle truffe del *trader* Jerome Kerviel, fu costretto a dimettersi allorché venne reso noto che aveva accetta- to (si badi bene, non richiesto) di essere beneficiario di un piano di *stock options*. L'opinione pubblica ritenne del tutto inappropriato che un Presidente non esecutivo (dopo l'*Affaire Kerviel* Bouton aveva rinunciato alle cariche operative) risultasse beneficiario di un affaire di azionariato legato alla *performance* del titolo e lo scandalo che ne seguì costrinse Bouton alle dimissioni.

Attualmente tutti i *compensation package* dei *gran patrons* francesi vengono sistematicamente vagliati dall'opinione pubblica, a prescindere dal fatto che siano rispettosi delle norme giuridiche ed allineati ai criteri di autodisciplina.

Quali conseguenze per l'Italia?

Sino ad ora l'Italia ha assunto una posizione piuttosto marginale in tema di *executive compensation*. Sia a livello legislativo che a livello di autoregolamentazione siamo sostanzialmente fermi alla metà degli anni '90. Un'eccezione in tema di autoregolamentazione è costituita dai "*Principi in materia di remunerazione degli amministratori ese*-

¹⁷⁾ Pour l'application del recommandations AFEP-MEDEF sur la remmuneration des mandataires sociaux des societes dont les titres sont admis aux negociations sur un marchè reglementè, Pubblication IFA, febbraio 2009.

^{18) &}quot;Les Comites de Remmuneration et Nomination", Pubblication IFA, 16 gennaio 2006.

cutivi" emanati da Assogestioni nel 2008. Tali principi sono peraltro largamente ignorati, anche (ma non solo) a causa dello scarso rilievo rivestito dagli investitori istituzionali nel nostro Paese.

Occorre per contro rilevare che la Banca d'Italia sin da tempi non sospetti (cioè precedenti alla crisi finanziaria) si era espressa in tema di retribuzioni nel settore bancario. In particolare i "Meccanismi di remunerazione e di incentivazione" degli amministratori e del management costituivano l'oggetto di una specifica sezione delle "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" emanate in data 4 marzo 2008¹⁹.

Peraltro, posto che il Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi è anche Presidente del *Financial Stability Board*, è abbastanza evidente che i Principi emanati dal predetto *Board* dovrebbero essere applicati diligentemente e tempestivamente anche in Italia.

Sotto il profilo normativo generale va rilevato che all'inizio del 2010 il Governo ha presentato un emendamento al Disegno di Legge Comunitaria sulla base del quale verranno recepite le Raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE. Tale emendamento prevede sostanzialmente una pubblicità delle remunerazioni degli amministratori e dei direttori generali analoga a quella prevista in Francia (sin dal 2001) per i *mandataires sociaux*²⁰.

Infine, alcuni giorni dopo, grazie ad un *blitz* dell'opposizione condiviso dal Governo, è stato approvato al Senato un emendamento che vieta i piani di *stock option* a favore del *top management* di società quotate e limita le retribuzioni del predetto *management* ad un importo massimo che coincide con i compensi dei parlamentari. Era del tutto evidente che una tale norma, peraltro abolita dopo alcune settimane, presentava ampi profili di anticostituzionalità ed appariva del

¹⁹⁾ Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche, Banca d'Italia, Divisione Normativa, Fascicolo W1, nº 264010, 4 marzo 2008.

²⁰⁾ Marco Rogari, Pubblici tutti i compensi dei managers, Il Sole 24 Ore, 27 gennaio 2010.

tutto anomala nel contesto internazionale²¹. È però altrettanto evidente che il fatto di aver sostanzialmente ignorato per oltre un decennio i temi connessi alla *governance* delle retribuzioni dei *top managers* lascia ampi spazi a norme estemporanee approvate sotto la spinta di istanze populistiche.

Occorre peraltro riconoscere che in Italia nel corso di quest'ultimo decennio non si sono più verificati casi clamorosi di abusi retributivi da parte del *top management*. Le principali anomalie risultano costituite da indennità di fine rapporto/mandato decisamente eccessive rispetto agli *standard* internazionali (cioè ben superiori alle due annualità di norma previste) e dalla scarsa correlazione tra retribuzione variabile e *performance* del *top management* (quest'ultimo fenomeno è particolarmente evidente nelle società quotate a controllo famigliare nelle quali gli azionisti di maggioranza rivestono anche le principali cariche operative)²².

In generale questi abusi appaiono coerenti con un modello di capitalismo famigliare che tende a premiare un *top manager* per la sua fedeltà (o per la sua appartenenza) alla famiglia che controlla la società piuttosto che per le sue capacità e per le sue *performances*. Questo modello di capitalismo non gradisce la presenza di investitori istituzionali esteri e sopporta con fastidio le regole di "*corporate governance*". L'introduzione anche in Italia delle regole contenute nella Raccomandazione 2009/385/CE e dei Principi emanati dal *Financial Stability Board* potrebbe dunque contribuire a rendere più aperto agli investitori istituzionali esteri il nostro mercato azionario.

²¹⁾ La sola eccezione applicabile a società che non hanno ricevuto fondi pubblici è costituita da un limite di € 5.000 al mese imposto sulle retribuzioni dei C.E.O. delle società controllate dallo Stato, nell'ambito delle recentissime misure introdotte dal Governo greco su richiesta dell'Unione Europea (Hugh Williamson e Kerin Hope, Greece reduces CEO salaries, Financial Times, 10 febbraio 2010).

Questo aspetto è stato posto in evidenza nel libro di Gianni Dragoni e Giorgio Meletti, La paga dei padroni, Milano 2008.

LA RILEVAZIONE DEI DERIVATI NEL BILANCIO DELLE BANCHE: PROBLEMATICHE DI ANALISI E DI INTERPRETAZIONE DEI DATI CONTABILI

Derivatives in bank balance sheet: analysis and interpretation of accounting data

Fabrizio Crespi

Dipartimento di Ricerche Aziendali, Università di Cagliari

Department of Business Research, University of Cagliari

fabrizio.crespi@unicatt.it

A seguito dell'introduzione dei principi contabili internazionali, la contabilizzazione dei derivati nel bilancio delle banche è profondamente cambiata. Innanzitutto i derivati non sono più considerati off balance transactions e sono ora contabilizzati direttamente in bilancio al fair value. Inoltre, la distinzione tra derivati di trading e derivati di copertura dovrebbe fornire all'osservatore esterno una migliore comprensione delle strategie di utilizzo dei derivati da parte di una banca. Tuttavia, la complessità degli strumenti derivati e la rigidità di alcune regole contabili (in special modo quelle connesse alle operazioni di copertura) potrebbe condurre ad una errata interpretazione del reale coinvolgimento di un intermediario nel mercato dei derivati, e a difficoltà di comparazione all'interno di un campione di banche.

Scopo di questo articolo è dunque quello di rivisitare le regole base di contabilizzazione previste dagli IAS per i derivati, e di indicare alcuni caveat a coloro che siano interessati ad esaminare le strategie delle banche attraverso analisi di tipo statistico

PAROLE CHIAVE: BANCHE · PRINCIPI CONTABILI · DERIVATI

Following the introduction of international accounting standards, the accounting of derivatives in banks has substantially changed. First, derivatives are no more considered off balance transactions and are now evaluated at fair value. Second, the distinction between trading derivatives and derivatives used for hedging purposes should give to the external analyst a better understanding of the strategies undertaken by a bank that uses financial and credit derivatives. Nevertheless, the complexity of derivatives instruments and the strictness of some accounting rules (especially those related to hedging operations), could bring to a misrepresentation of the real involvement of a bank in the derivatives market and to some difficulties of comparison across a sample of banking firms. The aim of this paper is then to review the basic IAS rules for derivatives and to point out some caveats to researchers interested in assessing the strategies of banks via statistical analyses.

KEYWORDS: ACCOUNTING • BANKS • DERIVATIVES

Introduzione

A seguito dell'applicazione dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS), la rilevazione degli strumenti derivati nel bilancio delle imprese ha subito significative modifiche. Specie per le banche, le regole previste in materia dai principi IAS 32 (Strumenti finanziari: esposizione nel bilancio), IAS 39 (Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione¹) e IFRS 7 (Strumenti finanziari: informazioni integrative), hanno migliorato la complessiva visione, da parte dell'osservatore esterno, dell'effettiva esposizione di un intermediario creditizio in operazioni in derivati grazie, soprattutto, alla diretta imputazione nello stato patrimoniale (al *fair value*) di tali poste, e alla distinzione tra derivati speculativi e derivati utilizzati ai fini di copertura².

La complessità e la molteplicità delle strutture tecniche degli strumenti derivati, e le differenti modalità di utilizzo (e quindi di contabilizzazione), richiedono tuttavia una conoscenza specifica della materia per chi desideri analizzare le dimensioni e i rischi collegati all'utilizzo di questi strumenti. Con ciò si vuole sottolineare che, diversamente da altre poste più chiaramente identificabili e valutabili, la disamina degli strumenti derivati all'interno del bilancio di una banca risulta più frammentata e meno diretta.

In particolare, una delle problematiche più rilevanti legate all'introduzione degli IAS, ma lo stesso vale per i principi contabili adottati negli USA (cfr. Bhamornsiri S., Schroeder R., 2004 e Kawaller G. I., 2004), emerge dalla difficoltà di rispettare le regole previste per la contabilizzazione di un derivato quale strumento di copertura (cfr. Drago D.,

Alla data di realizzazione del presente articolo (gennaio 2010) è in atto una significativa rivisitazione del principio IAS 39 che, in previsione, potrebbe essere sostituito dallo IFRS 9. Una prima bozza ufficiale dell'IFRS 9 è stata pubblicata a novembre 2009: in questo documento vengono prese in considerazione, in particolare, la classificazione delle attività finanziarie (ma non delle passività finanziarie) e le regole attinenti alla contabilizzazione dei derivati incorporati. Nel 2010, invece, dovrebbe essere portata a compimento la rielaborazione delle regole riguardanti la contabilizzazione delle operazioni di copertura. Si tenga però presente che la commissione UE ha momentaneamente interrotto l'endorsement dello IFRS 9 che, comunque, non dovrebbe essere adottato prima del 2013. Al riguardo si rimanda al sito ufficiale dell'organismo internazionale dei contabili (IASB): ww.iasb.org.

²⁾ Per un raffronto con le precedenti modalità di contabilizzazione dei derivati nel bilancio bancario si veda Maspero D., 2000. Si noti, peraltro, che rispetto alle altre imprese le banche utilizzavano, già prima dell'introduzione degli IAS/IFRS, regole diverse per la contabilizzazione e la disclosure degli strumenti finanziari e dei derivati in particolare.

2006): ne consegue che parte dei derivati classificati tra le attività di negoziazione risultano essere, in realtà, utilizzati per approntare strategie di *hedging* che, tuttavia, non rispettano i criteri dell'*hedge accounting*. Inoltre, come già da alcuni osservato (cfr. Lins K. V., Servaes H., Tamayo A., 2008), i nuovi standard contabili potrebbero avere l'effetto di modificare le scelte strategiche di gestione del rischio.

Discernere il reale scopo di utilizzo degli strumenti derivati (a partire da dati contabili) risulta quindi alquanto complesso, anche perché le informazioni a questi inerenti, come si vedrà oltre, sono disseminate in più punti del bilancio e non sempre permettono di effettuare raffronti diretti e coerenti tra banca e banca. Nel momento in cui si vogliano paragonare grandezze contabili relative ad un campione di banche, estraendole dalle basi dati comunemente a disposizione, si va incontro pertanto non solo ad una significativa difficoltà di analisi, ma anche ad una non corretta rappresentazione delle strategie di utilizzo dei derivati e, più in generale, della loro dimensione 3 nel quadro dell'attività bancaria.

Il presente articolo si prefigge quindi di evidenziare, soprattutto a chi debba costruire per finalità di ricerca un database partendo dai dati di bilancio di un campione di banche, le problematiche di carattere contabile attinenti alla rilevazione degli strumenti finanziari derivati. L'articolo è strutturato come di seguito. Nel primo paragrafo vengono introdotte alcune definizioni basilari per comprendere il trattamento contabile dei derivati ai sensi degli IAS/IFRS e della normativa Banca

In letteratura, gli studi riguardanti il ruolo dei derivati nel settore bancario possono essere divisi in due ampi gruppi. Il primo esamina le strategie di utilizzo dei derivati da parte delle banche commerciali ed i legami con le caratteristiche strutturali della banche stesse: alcuni lavori indicano che le banche utilizzano i derivati per copertura piuttosto che per fini speculativi; altri, al contrario, evidenziano che l'uso di derivati su tassi di interesse accresce l'esposizione al rischio di tasso. Ed ancora, alcuni autori mettono in luce il legame tra corporate governance della banca, struttura proprietaria e utilizzo dei derivati, ovvero tra uso dei derivati e crescita dell'attività di lending. Un secondo gruppo di studi analizza più in dettaglio gli effetti dell'uso dei derivati, ovvero di particolari tipologie di derivati, sulla gestione dei rischi bancari tipici (rischio di tasso di interesse, rischio di cambio, rischio di mercato ecc..). Anche qui i risultati sono divergenti: alcuni lavori sembrano indicare che un maggior utilizzo di derivati accresce il rischio; altri, invece, affermano che particolari strumenti derivati riducono il rischio. Per una sintetica analisi della letteratura in materia si veda Rivas A., Ozuna T., Policastro F., 2006 e Yong H., Robert F., Chalmers K., 2007. Si tenga presente che negli studi di tipo quantitativo finora effettuati la dimensione del fenomeno derivati è stata per lo più analizzata, per scelta o per necessità, considerando il valore nozionale dei derivati stessi (o di singole tipologie di derivati) rispetto ai total assets, e non utilizzando il fair value.

d'Italia. Nel secondo paragrafo si approfondiscono le regole relative alla contabilizzazione dei derivati di trading soffermandosi sul concetto di fair value. Il terzo paragrafo analizza le modalità di rilevazione previste dall'hedge accounting. Il quarto paragrafo illustra come i derivati sono rappresentati nel bilancio di una banca, ed indica in quali punti dello stesso è possibile trovare su di essi le informazioni più significative. Le conclusioni, infine, evidenziano i caveat di cui tenere conto quando si effettua un'analisi comparata dell'utilizzo dei derivati all'interno di un campione di banche.

1. Gli strumenti derivati dal punto di vista contabile: prime defi-

Per quanto attiene alle regole e agli schemi di redazione del bilancio da parte di una banca, il riferimento di partenza è dato dalla circolare n. 262 del 22 dicembre 2005 della Banca d'Italia (Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione⁴), che incorpora le regole dettate dai principi IAS 32 e IAS 39⁵: anzi, visti i continui rimandi a tali principi contabili internazionali, una corretta disamina della rappresentazione dei derivati nel bilancio di una banca richiede, in realtà, la contemporanea lettura dei tre documenti in questione.

Una prima pregiudiziale precisazione va fatta con riferimento alla corretta definizione dell'argomento in esame: gli strumenti derivati, infatti, sono innanzitutto scindibili nelle due categorie "Derivati fi-

La suddetta circolare è stata modificata dal 1° aggiornamento del 18 Novembre 2009. È bene ricordare che nella circolare di Banca d'Italia viene precisato che il bilancio dell'impresa e il bilancio consolidato sono costituiti dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal prospetto della redditività complessiva, dal prospetto delle variazioni del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa. Il bilancio dell'impresa e il bilancio consolidato sono redatti con chiarezza e rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, la situazione finanziaria e il risultato economico dell'esercizio. Se le informazioni richieste dai principi contabili internazionali e dalle disposizioni contenute nella stessa circolare non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, nella nota integrativa sono fornite informazioni complementari necessarie allo scopo. Se, in casi eccezionali, l'applicazione di una disposizione prevista dai principi contabili internazionali è incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, di quella finanziaria e del risultato economico, essa non deve essere applicata. Nella nota integrativa sono spiegati i motivi della deroga e la sua influenza sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, di quella finanziaria e del risultato economico.

nanziari" e "Derivati creditizi". La Banca d'Italia specifica che con il termine "Derivati finanziari" si fa riferimento agli strumenti derivati, diversi dai derivati su crediti, come definiti dallo IAS 39. Secondo tale principio, un derivato é uno strumento finanziario o altro contratto che si caratterizza per i tre seguenti aspetti:

- a) il suo valore cambia in relazione al cambiamento in un tasso di interesse, del prezzo di uno strumento finanziario, del prezzo di una merce, di un tasso di cambio in valuta estera, di un indice di prezzi o di tassi, del merito di credito (*rating*) o di indici di credito o di altra variabile prestabilita (alcune volte denominata "sottostante"):
- b) non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato;
- c) è regolato a data futura⁶.

Nella categoria dei "Derivati finanziari" rientrano ad esempio i contratti di compravendita non ancora regolati (a pronti o a termine) di titoli e di valute; i contratti derivati con titolo sottostante (futures e options con titolo sottostante, contratti a premio); i contratti derivati su valute (domestic currency swaps, currency options ecc.); i contratti derivati senza titolo sottostante collegati a tassi di interesse, a indici o ad altre attività (futures senza titolo sottostante, interest rate options, forward rate agreements, interest rate swaps ecc.).

Con il termine "Derivati creditizi", invece, la Banca d'Italia indica quei contratti derivati che perseguono la finalità di trasferire il rischio di credito sottostante a una determinata attività (*reference obligation*) dal soggetto che acquista protezione (*protection buyer*) al soggetto che

⁶⁾ Una delle principali novità introdotto dallo IAS 39 è rappresentata dal fatto che tale principio fornisce una definizione generale di strumento finanziario derivato fondata su caratteristiche qualificanti, mentre le principali disposizioni nazionali (Dlgs 58/98) fanno riferimento all'elencazione dei prodotti più diffusi. Di conseguenza, la maggior flessibilità insita nella definizione generale di derivato rende possibile ricondurre in tale novero anche altri strumenti che sinora non erano considerati tali. Si veda al riguardo Circelli E., Volpe S., Zullo A., 2009, pag. 218.

vende protezione (*protection seller*). In tali operazioni l'oggetto della transazione è rappresentato dal rischio di credito in capo a un prenditore finale di fondi (*reference entity*), cioè il soggetto o il Paese (nel caso di rischio sovrano) cui si riferisce la *reference obligation*⁷. Nel bilancio i derivati creditizi sono trattati come i derivati finanziari oppure come garanzie finanziarie, sulla base di quanto previsto dallo IAS 39.

Per meglio comprendere la definizione di derivato ai sensi dello IAS 39 (e quindi della circolare della Banca d'Italia) occorre peraltro risalire alla definizione di strumento finanziario data dallo IAS 32⁸. Si tratta di una definizione molto ampia in quanto, secondo tale principio, uno strumento finanziario è qualsiasi contratto che dia origine ad una attività finanziaria per un'entità e a una passività finanziaria o a uno strumento rappresentativo di capitale per un'altra entità. In particolare, una "attività finanziaria" viene definita come qualsiasi attività che sia:

- a) disponibilità liquide;
- b) uno strumento rappresentativo di capitale di un'altra entità;
- c) un diritto contrattuale a ricevere disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria da un'altra entità o a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente favorevoli all'entità;

⁷⁾ In via generale è possibile distinguere tre categorie di derivati su crediti: a) i contratti nei quali l'obbligo per il protection seller di adempiere all'obbligazione prevista dal contratto si ha al verificarsi di un determinato credit event, come ad esempio il fallimento del debitore o un certo numero di mancati pagamenti. È il caso dei credit default swap b) contratti nei quali l'obbligo ad adempiere del protection seller dipende dall'andamento di mercato della reference obligation. È il caso delle credit spread option o dei credit spread swap c) contratti, come ad esempio il total rate of return swap nei quali il protection buyer e il protection seller si scambiano, rispettivamente, l'ammontare complessivo dei flussi di cassa generati dalla reference obligation e i flussi di cassa legati a un tasso di interesse di mercato maggiorato o diminuito di un determinato spread, cosiddetto reference rate. Una serie di esempi di derivati creditizi è riportata nella stessa circolare della Banca d'Italia. Per una visione completa ed approfondita dei derivati creditizi si veda Caputo Nasetti F., Carpenzano G., Giordano.G., 2001.

⁸⁾ Si ricorda che lo IAS 32 è lo standard contabile che si occupa delle problematiche di disclosure, ovvero di informazione integrativa al bilancio. Lo IAS 32 non impatta direttamente sui criteri contabili in senso stretto, dato che non ha alcuna implicazione in termini di rilevazione o di valutazione delle poste di bilancio, ma sancisce alcune regole a cui le imprese si devono attenere nella redazione della nota integrativa; si tratta peraltro di regole che, in parte, erano già seguite dalle banche e dalle società di investimento. Lo IAS 32 e lo IAS 39 devono comunque essere visti come "due tasselli di un medesimo mosaico". Maspero D, 2005, pag. 56.

d) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed è un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a ricevere un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità; un derivato che sarà o potrà essere regolato con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. A tal fine, gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti che siano a loro volta contratti per ricevere o consegnare in futuro strumenti rappresentativi di capitale dell'entità.

Una "passività finanziaria", invece, è qualsiasi passività che sia:

- a) un'obbligazione contrattuale: a consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria a un'altra entità; a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra entità alle condizioni che sono potenzialmente sfavorevoli all'entità;
- b) un contratto che sarà o potrà essere estinto tramite strumenti rappresentativi di capitale dell'entità ed é un non derivato per cui l'entità è o può essere obbligata a consegnare un numero variabile di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità; un derivato che sarà o potrà essere estinto con modalità diverse dallo scambio di un importo fisso di disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria contro un numero fisso di strumenti rappresentativi di capitale dell'entità. A tal fine, gli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità non includono strumenti che siano a loro volta contratti per ricevere o consegnare in futuro degli strumenti rappresentativi di capitale dell'entità.

Date le definizioni di cui sopra, occorre da subito sottolineare che i derivati (escludendo per ora quelli espressamente utilizzati per fini di copertura, di cui si dirà oltre) possono trovarsi sia tra le attività sia tra le passività finanziarie a secondo del loro *fair value* corrente. Nella maggior parte dei casi, infatti, i derivati possono essere considerati alla stregua di scommesse (con valore iniziale nullo) su una determinata attività sottostante: a seconda del variare delle condizioni di mercato,

e quindi del valore dell'*underlying asset*, la scommessa assume valore positivo (cioè può essere chiusa incassando un flusso monetario), o valore negativo (cioè può essere chiusa sborsando un flusso monetario), rappresentando quindi alternativamente una attività finanziaria (ossia un credito) o una passività finanziaria (ossia un debito).

La definizione di attività finanziaria include gli strumenti derivati con *fair value* positivo: i principi contabili prevedono inoltre che tutte le attività finanziarie, compresi i derivati, vadano rilevate nello stato patrimoniale e, in sede di valutazione iniziale, siano valutate al *fair value*⁹. Anche per tutte le passività finanziarie è prevista l'iscrizione iniziale a stato patrimoniale al *fair value*¹⁰: i derivati sono passività quando presentano un *fair value* negativo, ovvero quando il loro regolamento obbligherebbe l'impresa ad effettuare un pagamento alla controparte¹¹.

Al fine di meglio apprezzare il differente posizionamento dei derivati tra attività o passività finanziarie, si tenga presente che lo stesso IAS 32 specifica che gli strumenti finanziari derivati generano diritti e obbligazioni che hanno come effetto il trasferimento tra le parti contraenti di uno o più dei rischi finanziari inerenti ad un sottostante strumento finanziario primario. All'inizio del contratto gli strumenti finanziari derivati procurano a una parte un diritto contrattuale a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra parte

⁹⁾ Una impresa dovrà iscrivere una attività finanziaria nel proprio stato patrimoniale solo a partire dal momento in cui essa sottoscrive le disposizioni contrattuali dello strumento. Per i derivati, l'iscrizione iniziale non tiene però conto dei costi di transazione (così come invece avviene per altre tipologie di attività), i quali vanno direttamente imputati a conto economico. Si noti che dopo l'iscrizione iniziale il trattamento contabile delle attività finanziarie nelle valutazioni successive dipende dalla loro classificazione; in generale, tuttavia, la maggioranza delle attività finanziarie deve essere valutata al fair value a ogni data di riferimento del bilancio.

¹⁰⁾ Dopo la rilevazione iniziale, la maggioranza delle passività finanziarie è valutata al costo ammortizzato con il metodo del tasso di interesse effettivo. Fanno eccezione gli strumenti derivati e le passività finanziarie classificate al fair value rilevato a conto economico il cui valore è rideterminato a ogni data di riferimento del bilancio.

¹¹⁾ Si noti che per molti derivati il valore di iscrizione iniziale è pari a zero. Di norma, infatti, un derivato ha un valore di mercato nullo al momento della negoziazione iniziale. A volte, però, vengono stipulati derivati a condizioni fuori mercato, come ad esempio nel caso in cui il flusso iniziale del derivato debba andare a estinguere passività pregresse (cosiddetto upfront). In queste situazioni il valore iniziale è diverso da zero. Nel caso delle opzioni, invece, il valore iniziale è pari al premio incassato o pagato. Vedi Maspero D., 2005, pag. 57 e Circelli E., Volpe S., Zullo A., 2009, pag. 221.

a condizioni potenzialmente favorevoli, o un'<u>obbligazione</u> contrattuale a scambiare attività o passività finanziarie con un'altra parte a condizioni potenzialmente sfavorevoli. Tuttavia, generalmente, non comportano un trasferimento del sottostante strumento finanziario primario all'inizio del contratto, né tale trasferimento avviene necessariamente alla scadenza del contratto. Alcuni strumenti incorporano sia un diritto che un'obbligazione a effettuare uno scambio. Poiché le condizioni dello scambio sono stabilite all'emissione dello strumento derivato, al variare dei prezzi nei mercati finanziari quelle condizioni possono diventare sia favorevoli che sfavorevoli¹².

Una volta compresa la definizione di strumento finanziario ai sensi dello IAS 32, occorre specificare che lo IAS 39 distingue quattro categorie di strumenti finanziari¹³. Secondo tale principio contabile, infatti, si hanno:

- attività o passività finanziarie al *fair value* rilevato a conto economico (FVTPL = *Fair Value Through Profit and Loss*);
- investimenti posseduti sino alla scadenza (HTM = Held to Maturity)¹⁴;

¹²⁾ Ad esempio, un'opzione di acquisto o di vendita a scambiare attività o passività finanziarie (per esempio strumenti finanziari diversi dagli strumenti rappresentativi di capitale dell'emittente) conferisce al possessore il diritto a ottenere benefici economici futuri derivanti dalle variazioni del fair value dello strumento finanziario sottostante il contratto. Viceversa, l'emittente di un'opzione assume un'obbligazione a privarsi di potenziali benefici economici futuri o a sopportare perdite potenziali di benefici economici derivanti dalle variazioni del fair value dello strumento finanziario sottostante. Il diritto contrattuale del possessore e l'obbligazione dell'emittente soddisfano rispettivamente la definizione di attività e di passività finanziaria. Guida applicativa Ias 32, AG 17.

¹³⁾ La classificazione di una attività o di una passività finanziaria in una categoria assume rilevanza ai fini della valutazione. A secondo di come si classifica uno strumento finanziario, infatti, si è poi obbligati a seguire un certo criterio valutativo. Si veda al riguardo Bianchi T., Giussani A., 2005.

¹⁴⁾ Sono attività non derivate con pagamenti fissi o determinabili e scadenza fissa che un'entità ha oggettiva intenzione e capacita di possedere sino alla scadenza ad eccezione di quelli: che l'entità designa al momento della rilevazione iniziale al *fair value* rilevato a conto economico; che l'entità designa come disponibili per la vendita; che soddisfano la definizione di finanziamenti e crediti.

- finanziamenti e crediti (L&R= Loans and Receivables)¹⁵;
- attività disponibili per la vendita (AFS = Available for Sale)¹⁶.

In particolare, ai fini che qui interessano, ci si deve soffermare sulla prima categoria di strumenti finanziari. Una attività o passività finanziaria al *fair value* rilevato a conto economico è una attività o una passività finanziaria che soddisfa le seguenti condizioni:

- è classificata come posseduta per negoziazione (HTF = Held for Trading). Un'attività o una passività finanziaria è classificata come posseduta per negoziazione se è acquisita o sostenuta principalmente al fine di venderla o riacquistarla a breve; è parte di un portafoglio di identificati strumenti finanziari che sono gestiti insieme per i quali esiste evidenza di una recente ed effettiva strategia rivolta all'ottenimento di un profitto nel breve periodo; è un derivato, fatta eccezione per un derivato che sia un designato ed efficace strumento di copertura;
- qualsiasi attività finanziaria che rientri nell'ambito di applicazione del Principio IAS 39 può essere comunque designata al momento della rilevazione iniziale come attività finanziaria al fair value rilevato a conto economico fatta eccezione per gli investimenti in strumenti rappresentativi di capitale che non hanno un prezzo di mercato quotato in un mercato attivo e il cui fair value

¹⁵⁾ Sono attività finanziarie non derivate con pagamenti fissi o determinabili che non sono stati quotati in un mercato attivo ad eccezione di quelli che l'entità intende vendere immediatamente o a breve, che devono essere classificati come posseduti per negoziazione, e quelli: che l'entità al momento della rilevazione iniziale designa al fair value rilevato a conto economico; che l'entità al momento della rilevazione iniziale designa come disponibili per la vendita, per cui il possessore può non recuperare sostanzialmente tutto l'investimento iniziale, non a causa del deterioramento del credito, che devono essere classificati come disponibili per la vendita.

¹⁶⁾ Sono quelle attività finanziarie non derivate che sono designate come disponibili per la vendita o non sono classificate come finanziamenti e crediti, investimenti posseduti sino alla scadenza o attività finanziarie al *fair value* rilevato a conto economico.

non può essere valutato in modo attendibile¹⁷.

In definitiva, gli strumenti derivati, siano essi finanziari o creditizi, rientrano essenzialmente nella categoria delle attività/passività finanziarie del tipo HFT (cioè sono derivati di *trading*), ad eccezione dei derivati designati come efficace strumento di copertura (derivati di copertura): in quest'ultimo caso non si applica lo stesso criterio di valutazione, ma speciali regole di contabilizzazione definite di *hedge accounting*.

Ancora diverse, infine, sono le modalità di contabilizzazione dei cosiddetti derivati incorporati: un derivato incorporato è una componente di uno strumento ibrido (combinato) che è inclusa in un contratto primario (cosiddetto *host contract*) non derivato¹⁸. Poiché tutti i derivati devono essere iscritti al *fair value* con iscrizione delle variazioni di valore in conto economico, le disposizioni relative ai derivati incorporati sono volte ad assicurare che una impresa non possa evitare tale modalità contabile incorporando un derivato in un altro contratto o strumento finanziario non iscritto al *fair value*. Proprio per questo, al ricorrere di determinate condizioni, un derivato incorporato in uno strumento finanziario non valutato al *fair value* dovrà essere separato dal contratto primario e contabilizzato a se stante¹⁹; la separazione non deve invece essere effettuata se il derivato è incorporato in una attività o passività finanziaria iscritta anch'essa al *fair value*, poiché

¹⁷⁾ Le attività o passività finanziarie al *fair value*, dunque, possono essere di due tipi: quelle rientranti nella categoria di negoziazione (HFT = *Held for Trading*); quelle designate al *fair value* al momento della loro iscrizione (*recognition*). Il valore delle attività finanziarie iscritte al *fair value* rilevato in contropartita a conto economico deve essere rideterminato a ciascuna data di riferimento di bilancio fino al momento della loro eliminazione contabile (*derecognition*). I profitti e le perdite originati dalle variazioni di *fair value* sono inclusi nel conto economico dell'esercizio nel quale si verificano e includono gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla cessione delle attività, nonché gli utili e le perdite non realizzati originati da variazioni del *fair value* di attività ancora possedute.

 ¹⁸⁾ Îl contratto primario può essere uno strumento di debito (è il classico caso delle obbligazioni strutturate o delle obbligazioni convertibili) o di patrimonio, un contratto di locazione, un contratto assicurativo o un contratto di vendita o di acquisto. Per una esemplificazione dettagliata dei contratti primari e della contabilizzazione dei derivati incorporati si veda Toselli G., Rota M., 2007, pag. 193 e seguenti.
 19) In questo caso il derivato viene contabilizzato al FVTPL come gli altri derivati, a meno

¹⁹⁾ In questo caso il derivato viene contabilizzato al FVTPL come gli altri derivati, a meno che non sia designabile come strumento di copertura, mentre la valutazione del contratto primario segue le regole contabili del principio di riferimento ad esso applicabile.

le sue variazioni di valore sono comprese nelle variazioni di valore dello strumento combinato e, pertanto, sono già riportate a conto economico.

Nel prosieguo ci soffermeremo sulle problematiche inerenti alla contabilizzazione dei derivati di *trading* e dei derivati di copertura. Prima di procedere, tuttavia, è necessario, in un breve inciso, riferire di alcune novità in materia di classificazione delle attività finanziarie (ma non delle passività finanziarie) che, eventualmente, potrebbero essere introdotte dall'IFRS 9, il nuovo principio contabile studiato per sostituire lo IAS 39 ma ancora in corso di elaborazione. In base all'IFRS 9, infatti, rimarrebbero solo due categorie di attività finanziarie²⁰: quelle iscritte al costo ammortizzato e quelle iscritte al *fair value*. L'idea sottostante sarebbe quella di meglio collegare la classificazione delle attività finanziarie agli obiettivi del modello di business adottato dalla impresa che deve contabilizzare tali attività, e alle caratteristiche contrattuali delle stesse.

Le attività finanziarie iscritte al costo ammortizzato sarebbero quindi quelle per le quali:

- il modello di business adottato dall'impresa prevede una detenzione nel tempo al fine del conseguimento dei relativi *cash flows*;
- i termini contrattuali prevedono che a specifiche date vengano pagati flussi di cassa esclusivamente a titolo di interessi e/o di rimborso del capitale.

Tutte le altre attività finanziarie verrebbero invece contabilizzate al *fair value*²¹. Ulteriore novità riguarderebbe i derivati incorporati in strumenti ibridi: questi ultimi, infatti, verrebbero classificati e misurati nella loro interezza seguendo i criteri di valutazione generali (costo ammortizzato o *fair value*), non procedendosi più allo scorporo del

Verrebbero quindi a sparire le categorie: held to maturity, available for sale, e loans and receivables.

²¹⁾ Senza entrare specificamente nel dibattito in corso sulla bontà dell'IFRS 9, si tenga solamente presente che esso potrebbe portare ad un allargamento dell'utilizzo del fair value quale metodo di contabilizzazione: allargamento che, da più parti, inizia ad essere considerato inopportuno.

derivato incorporato²². Per quanto attiene invece alle regole dell'*hed-ge accounting*, l'elaborazione dell'IFRS 9 è ancora in corso d'opera.

2. La contabilizzazione dei derivati di trading e il concetto di fair value

Le attività finanziarie detenute per la negoziazione, tra cui i derivati, sono inizialmente iscritte al loro *fair value*, che corrisponde essenzialmente al corrispettivo pagato, con esclusione dei costi di transazione che sono immediatamente contabilizzati a conto economico ancorché direttamente attribuibili a tali attività finanziarie. Gli IAS prevedono che una entità iscriva una attività (o una passività) finanziaria solo quando essa diviene parte nelle clausole contrattuali dello strumento: per i derivati, il momento di iscrizione iniziale corrisponde solitamente alla *trade date*.

Come osservato precedentemente (cfr. nota 11), il valore di iscrizione normale di un derivato è pari a zero: all'atto della stipula del contratto, infatti, il valore di mercato di un derivato è solitamente nullo e comincia ad evolversi nel tempo in funzione della dinamica dell'attività sottostante. Nel caso di opzioni, invece, il valore di iscrizione normale è pari al premio incassato o pagato.

Anche successivamente, a ciascuna data di riferimento di bilancio e fino al momento della loro eliminazione (*derecognition*²³), le attività finanziarie detenute per la negoziazione sono valutate al *fair value* e gli effetti dell'applicazione di tale criterio di valutazione sono imputati nel conto economico; in pratica, i profitti e le perdite originati dalle variazioni di *fair value* sono inclusi nel conto economico dell'eserci-

²²⁾ Allo stato attuale di elaborazione del principio IFRS 9 è previsto invece che per il trattamento dei derivati incorporati in strumenti finanziari che sono passività finanziarie continuerebbero a valere le regole previste dallo IAS 39.

²³⁾ Con riferimento alle attività finanziarie, la derecognition è l'eliminazione contabile dallo stato patrimoniale in seguito a vendita, rimborso, rinegoziazione o indadempienza della controparte. Cosa diversa è invece la riclassifica di una attività finanziaria, peraltro inusuale ai sensi dello IAS 39. Per quanto attiene ai derivati, tuttavia, ricordiamo due possibili casi: derivati di trading che diventano parte di una relazione di copertura e sono quindi riclassificati come posseduti per copertura; derivati che smettono di fare parte di una relazione di copertura e sono quindi riclassificati come posseduti per la negoziazione. Toselli A., Rota M., 2007, pag. 35.

zio nel quale si verificano, e includono gli utili e le perdite realizzati derivanti dalla cessione delle attività, nonché gli utili e le perdite non realizzati originati da variazioni di *fair value* di attività ancora possedute.

L'introduzione del *fair value* rappresenta, come noto, uno dei più significativi cambiamenti prodotti dall'adozione degli IAS nella predisposizione del bilancio, nella contabilizzazione delle attività finanziarie e, in particolare, in quella dei derivati: tale metodologia di valutazione ha infatti sostituito il criterio del costo quale principale misura per un numero crescente di poste finanziarie, ovvero il valore nozionale utilizzato per la rilevazione dei derivati. Risulta quindi di imprescindibile rilevanza comprendere appieno cosa sottenda il concetto di *fair value*.

Lo IAS 39 definisce infatti il *fair value* come il corrispettivo al quale una attività potrebbe essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione tra parti consapevoli e indipendenti. La definizione si basa sulla presunzione che l'impresa che deve effettuare la rilevazione contabile sia funzionante, cioè non abbia necessità di effettuare transazioni a condizioni sfavorevoli, ovvero si trovi forzata ad effettuare una vendita o una liquidazione non volontaria.

La determinazione del *fair value* può avvenire secondo diverse modalità²⁴: è facile intuire che l'esistenza di un mercato attivo²⁵ su cui sono

²⁴⁾ La stessa circolare n. 262 della Banca d'Italia, nelle definizioni, introduce il concetto di gerarchia del fair value. Le valutazioni al fair value sono cioè classificate sulla base di una gerarchia di livelli che riflette la significatività degli input utilizzati nelle valutazioni. Si distinguono i seguenti livelli: (a) quotazioni (senza aggiustamenti) rilevate su un mercato attivo per le attività o passività oggetto di valutazione (livello 1); (b) input diversi dai prezzi quotati di cui al punto precedente, che sono osservabili direttamente (prezzi) o indirettamente (derivati dai prezzi) sul mercato (livello 2); (c) input che non sono basati su dati di mercato osservabili (livello 3). In apposita tabella della nota integrativa si deve peraltro dare evidenza della ripartizione per livelli di fair value dei portafogli contabili.

²⁵⁾ Uno strumento finanziario è considerato quotato in un mercato attivo se i prezzi quotati sono prontamente e regolarmente disponibili in un listino, operatore, intermediario, settore industriale, agenzia di determinazione del prezzo, autorità di regolamentazione e tali prezzi rappresentano operazioni di mercato effettive che avvengono regolarmente in normali contrattazioni. Si noti, peraltro, che la definizione di mercato attivo fornita dallo IAS 39 non corrisponde a quella di mercato ufficiale: con ciò si vuole sottolineare che un mercato ufficiale potrebbe non possedere le caratteristiche previste dallo IAS 39 per essere considerato un mercato attivo. Viceversa un mercato non ufficiale potrebbe invece essere considerabile attivo ai sensi dei principi contabili internazionali. Circelli E. et al., 2009, pag 221.

rilevabili dei prezzi²⁶ rappresenta la via più diretta di determinazione del *fair value* di una attività finanziaria. Se il mercato non è attivo, le quotazioni potrebbero invece dover essere sottoposte a rettifica, al fine di giungere ad una valutazione attendibile del *fair value* (cfr. Roscini Vitali F., Vinzia A., 2005).

Se non vi è un mercato attivo, il *fair value* è determinato utilizzando una "tecnica di valutazione", con l'obiettivo di stabilire quale sarebbe stato il prezzo dell'operazione alla data di valutazione in una libera transazione a normali condizioni commerciali. Le tecniche di valutazione includono l'utilizzo di recenti operazioni di mercato normali tra parti consapevoli e disponibili, se a disposizione, il riferimento al *fair value* corrente di un altro strumento che è sostanzialmente lo stesso, analisi tramite flussi finanziari attualizzati e modelli di prezzo delle opzioni²⁷.

Gli IAS specificano, peraltro, che una tecnica di valutazione dovrebbe utilizzare al massimo i fattori di mercato disponibili, e dovrebbe essere in grado di giungere ad una stima realistica del valore equo se riflette ragionevolmente le modalità con cui il mercato stabilisce il prezzo dello strumento e i fattori usati nella tecnica di valutazione rappresentano ragionevolmente le aspettative di mercato e le valutazioni dei fattori di rischio-rendimento inerenti allo strumento finanziario. Le tecniche di valutazione devono inoltre essere soggette a verifiche periodiche in ordine alla loro capacità di rappresentare in maniera attendibile i prezzi.

Normalmente, la miglior stima del *fair value* iniziale di uno strumento finanziario è rappresentata dall'importo pagato o ricevuto; è nelle valutazioni successive, invece, che entrano in gioco le tecniche di valutazione. Per i derivati, spesso trattati *over the counter*, specie

²⁶⁾ I prezzi possono essere desunti dal mercato più favorevole per l'impresa che deve effettuare la rilevazione, anche se questo non coincide necessariamente con il mercato su cui l'impresa stessa effettuerebbe una compravendita. Il prezzo di mercato più appropriato per una attività posseduta o una passività da emettere è il prezzo di offerta (bid price); quello per una attività da acquistare o una passività posseduta è il prezzo di vendita (ask price).

²⁷⁾ Se esiste una tecnica di valutazione utilizzata comunemente da coloro che partecipano al mercato per dare un prezzo allo strumento oggetto di valutazione, e tale tecnica ha dimostrato di fornire stime attendibili dei prezzi praticati in operazioni correnti di mercato, allora si dovrà utilizzare tale tecnica.

nelle loro versioni strutturate/esotiche, l'utilizzo delle tecniche di valutazione diventa di rilevanza fondamentale²⁸: tali tecniche, peraltro, variano a secondo dello strumento derivato, e possono notevolmente differire nelle ipotesi teoriche che le caratterizzano. Cosa diversa, ad esempio, è utilizzare il modello Black-Scholes per la valutazione delle opzioni su azioni di tipo *plain vanilla* rispetto alle simulazioni Montecarlo adoperabili per effettuare il *pricing* di opzioni esotiche²⁹. Inoltre, non fornendo gli IAS un obbligo specifico sulle tecniche di valutazione da utilizzare, è evidente che il *fair value* dello stesso strumento trattato OTC può essere stimato in modo diverso da banca a banca. Al riguardo, tuttavia, si ricorda che ai sensi dello IAS 32, e della circolare n. 262 della Banca d'Italia, devono essere fornite nel bilancio informazioni sulle tecniche di valutazione utilizzate.

3. La contabilizzazione dei derivati di copertura

Uno strumento derivato può essere utilizzato anche a fini di copertura: in questo caso, come sopra osservato, gli IAS prevedono particolari regole di contabilizzazione che passano sotto il nome di *hedge accounting*. Si tratta di regole particolarmente complesse che hanno suscitato critiche da più parti (cfr. Drago D. 2006 e Kawaller I. G., 2004) e che costituiscono una delle problematiche più rilevanti per chi desideri analizzare il fenomeno derivati nell'ambito dell'attività bancaria. È bene quindi effettuare, innanzitutto, alcune considerazioni di carattere generale per meglio inquadrare il concetto, e poi addentrarci nella trattazione delle specifiche regole di contabilizzazione. Le operazioni di copertura, come noto, vengono attuate dalle imprese per neutralizzare le potenziali perdite su una determinata attività/passività o su un gruppo di attività/passività (cosiddetto *hedged item* o

²⁸⁾ L'ammontare dei derivati OTC, misurato in notional ammount outstanding ha raggiunto, secondo le statistiche periodiche della BIRS, 605 trilioni di dollari nel primo semestre del 2009. Essendo la maggior parte degli operatori in questo mercato rappresentata da banche, è facile comprendere la rilevanza delle tecniche di valutazione utilizzate nella contabilizzazione dei derivati OTC.

²⁹⁾ Al riguardo si veda quanto osservato da Circelli E. et al. pag 223-227. Le tecniche di valutazione comunemente utilizzate sono il modello Black-Scholes per le opzioni, le simulazioni Montercarlo, il metodo dei flussi di cassa attualizzati usando la curva zero coupon.

elemento coperto) riferibili a particolari rischi (rischio di tasso, rischio di cambio, ecc..). Ciò può avvenire attraverso l'utilizzo di uno o più strumenti (*hedging instrument*) caratterizzati da un profilo reddituale opposto rispetto al tipo di rischio che si vuole coprire, cosicché le perdite subite sull'*hedge item* vengano compensate dagli utili derivanti dallo strumento di copertura. È il caso tipico degli strumenti derivati che, infatti, vengono considerati dagli IAS (sempre che rispettino determinate condizioni) quali strumento prevalente di copertura³⁰.

L'obiettivo delle regole di *hedge accounting*, in sintesi, è (o meglio sarebbe) quello di dare contemporanea evidenza dei risultati ottenuti sull'elemento coperto e sullo strumento di copertura, in modo che gli opposti effetti economici influiscano sul conto economico nello stesso periodo, così da minimizzare la volatilità degli utili e da fornire un'adeguata rappresentazione dell'operazione di copertura. La contabilizzazione delle operazioni di copertura modifica quindi il normale trattamento contabile applicato a uno strumento di copertura e/o ad un elemento coperto, in modo da rilevare contemporaneamente a conto economico le variazioni opposte dei rispettivi *fair value* o flussi di cassa³¹.

Come ben osservato da Drago (2006), l'applicazione dell'hedge accounting, particolarmente farraginosa e quindi costosa, non è tuttavia un obbligo ma una possibilità: conseguentemente un'impresa, ed in special modo una banca, può effettuare operazioni di copertura senza definirle tali (e trattarle come tali) da un punto di vista contabile, pur esplicitando comunque le stesse la loro funzione da un punto di vista economico. In effetti, nelle note presenti in diversi bilanci bancari si evidenzia come parte dei derivati di negoziazione siano in realtà uti-

³⁰⁾ Ai sensi dello IAS 39, infatti, l'uso di strumenti finanziari non derivati per effettuare operazioni di copertura è consentito solo per il rischio di cambio: per esempio, è possibile designare un finanziamento in valuta estera a copertura del rischio di cambio di un investimento netto in una impresa estera.

³¹⁾ In particolare gli IAS prevedono che la valutazione dell'oggetto coperto è determinata dallo strumento di copertura. Ora, poiché lo strumento di copertura è solitamente un derivato valutato al fair value, l'elemento coperto deve essere a sua valutato al fair value, anche qualora le normali regole di contabilizzazione a quest'ultimo applicabili prevedessero un criterio diverso.

lizzati come derivati di copertura³², pur non rientrando nell'ambito di applicazione dell'*hedge accounting*.

Si tratta di un'osservazione di notevole importanza per chi deve effettuare studi sul comportamento delle imprese bancarie, in quanto differenti scelte sulle modalità di contabilizzazione dei medesimi strumenti rendono difficilmente comparabili i bilanci di più intermediari, ovvero dello stesso intermediario nel corso del tempo. Si pensi, ad esempio, di volere analizzare un campione di banche per determinare le caratteristiche predominanti di quelle istituzioni bancarie che utilizzano gli strumenti derivati prevalentemente a scopo di copertura ovvero a scopo di negoziazione, oppure per indagare l'effetto dell'utilizzo dei derivati di copertura sulla performance e sul rischio di tali istituzioni: se non attentamente trattati, i dati semplici che compaiono in bilancio, relativi al valore dei derivati di negoziazione e di copertura, ed ai risultati reddituali che da essi provengono, potrebbero fornire informazioni fuorvianti.

Si tenga presente, inoltre, che gli intermediari bancari sono in grado di attuare strategie di copertura che non necessitano obbligatoriamente dell'utilizzo di strumenti derivati: si fa qui riferimento alle tecniche di ALM (assets and liabilities management), una ben nota metodologia attraverso la quale è possibile, ad esempio, coprire il rischio di tasso di interesse bilanciando adeguatamente specifiche poste dell'attivo e del passivo di bilancio. Tali tecniche non vengono considerate dall'hedge accounting e non impattano sulla contabilizzazione delle voci di bilancio³³.

Tornando più specificamente alle regole dell'hedge accounting, prendiamo nota, innanzitutto, delle caratteristiche che deve possedere lo

32) Come si dirà oltre, nella nota integrativa del bilancio è difatti possibile trovare informazioni sui derivati di negoziazione connessi alla fair value option, cioè derivati di negoziazione che, in realtà, assolvono a funzioni di copertura.

³³⁾ Inoltre (cfr. Drago D., 2006), in molte banche il rischio di interesse del trading book è gestito autonomamente da quello del banking book. In un certo istante una posizione inserita nel trading book può compensare l'esposizione di un'altra posizione presente nel banking book: se la banca gestisce il rischio in maniera integrata non effettua nessuna copertura esplicita; se invece i responsabili dei due books agiscono in maniera autonoma, uno di essi potrebbe coprire la propria esposizione con un derivato, ampliando però de facto l'esposizione complessiva della banca. In quest'ultima situazione saremmo quindi di fronte ad una operazione di copertura ai fini dello IAS 39, ma non ad una operazione di copertura in senso economico.

strumento derivato di copertura. In termini generali, un derivato si configura come strumento di copertura quando il suo *fair value* o il flusso finanziario ad esso connesso si prevede compensi le variazioni di *fair value* o di flusso finanziario di un designato elemento coperto. Si noti subito, tuttavia, che per essere considerato uno strumento di copertura, un derivato deve essere stipulato con terzi: ciò rende essenzialmente non qualificabili come derivati di copertura quelli stipulati intra-gruppo.

Il principio Ias 39 non pone particolari limiti alle circostanze in cui un derivato può essere designato come strumento di copertura, sempre che siano soddisfatte le condizioni di copertura previste dallo stesso³⁴. Un singolo strumento di copertura (ad esempio un derivato composto da diversi elementi quali un *cross currency interest rate swap*) può peraltro essere designato a copertura di più tipologie di rischio a condizione che i rischi coperti siano chiaramente identificabili e che l'efficacia della copertura possa essere dimostrata.

Per quanto attiene invece alle caratteristiche che l'elemento coperto deve possedere, è chiaro, innanzitutto, che esso deve generare un'esposizione al rischio (di cambio, di interesse, di mercato ecc..) passibile di influire sul conto economico nell'esercizio di riferimento o in esercizi futuri. L'elemento coperto può essere rappresentato da:

³⁴⁾ Unica eccezione è l'ipotesi di alcune opzioni emesse. Il paragrafo AG94 dello IAS 39 evidenzia che la perdita potenziale su una opzione che l'entità emette può essere significativamente maggiore del valore dell'utile potenziale sul correlato elemento coperto. In altre parole, un'opzione emessa non è efficace nella riduzione dell'esposizione dall'utile o dalla perdita dell'elemento coperto. Perciò, un'opzione emessa non soddisfa le condizioni di uno strumento di copertura a meno che sia designata a compensazione di una opzione acquistata, inclusa quella che è incorporata in un altro strumento finanziario, ad esempio una opzione ad acquistare usata per coprire una obbligazione convertibile. Al contrario, una opzione acquistata presenta utili potenziali uguali o maggiori delle perdite dell'elemento coperto e, perciò, ha il potenziale per ridurre l'esposizione economica alle variazioni di fair value o di flussi finanziari. Pertanto, essa può essere qualificata come uno strumento di copertura.

- a) una <u>singola</u> attività o passività³⁵, un impegno irrevocabile (anche se non iscritto in bilancio), una programmata operazione altamente probabile o un investimento netto in gestioni estere;
- b) un gruppo di attività, passività, impegni irrevocabili, programmate operazioni altamente probabili, investimenti netti in gestioni estere con caratteristiche di rischio similari;
- c) esclusivamente in una copertura di un portafoglio dal rischio di tasso di interesse, una <u>parte del portafoglio</u> di attività o passività finanziarie che condividono il rischio coperto (c.d. *macrohed*ging).

Non è qualificabile come elemento coperto l'esposizione a rischi generici connessi all'attività di impresa, poiché tali rischi non possono essere attendibilmente determinati.

Poiché i derivati sono normalmente contabilizzati al *fair value*, con imputazione di utili e perdite a conto economico, mentre gli elementi coperti sono per lo più valutati al costo ammortizzato o al *fair value* con rilevazione delle variazioni di valore a patrimonio netto, la contabilizzazione delle operazioni di copertura mira a correggere tale disallineamento modificando la tempistica di rilevazione di utili o perdite sia per gli elementi coperti sia per lo strumento di copertura, con l'obbiettivo di contenere la volatilità che potrebbe altrimenti risultare dalla rilevazioni di utili o perdite a conto economico secondo

³⁵⁾ Qualsiasi attività o passività finanziaria che genera una esposizione ad un determinato rischio può essere designata come elemento coperto. Esistono però alcune eccezioni tra cui gli investimenti posseduti fino a scadenza che, per loro natura, non possono essere elementi coperti relativamente al rischio di tasso di interesse. Esempi di elementi coperti possono essere: titoli a reddito fisso classificati come disponibili per la vendita per quanto attiene alla copertura del rischio di tasso di interesse o del rischio di credito; operazioni future altamente probabili di vendita o acquisto in valuta estera; finanziamenti originati dall'impresa ecc..

le normali regole contabili³⁶.

Le modalità di iscrizione a bilancio sono però diverse a seconda della tipologia di copertura adottata³⁷. Ai sensi dello IAS 39, infatti, le relazioni di copertura sono, essenzialmente, di tre tipi:

- a) copertura di fair value (FVH = Fair Value Hedge): si tratta di una copertura dell'esposizione alle variazioni di fair value di un'attività o passività rilevata o di un impegno irrevocabile non iscritto, o una parte identificata di tale attività, passività o di un impegno irrevocabile, che è attribuibile ad un rischio particolare e potrebbe influenzare il conto economico³⁸:
- b) copertura di un flusso finanziario (CFH = Cash Flow Hedge): cioè una copertura dell'esposizione alla variabilità dei flussi finanziari che è attribuibile ad un particolare rischio associato a una attività o passività rilevata (quali tutti o solo alcuni pagamenti di interessi futuri su un debito a tasso variabile) o a una programmata operazione altamente probabile, e che potrebbe influire sul conto economico³⁹;
- c) copertura di un investimento netto in una gestione estera come definito nello IAS 21.

Ai fini che qui interessano, sono soprattutto le prime due tipologie di copertura che rilevano; prima di analizzarne la logica e il funzionamento, tuttavia, è necessario ricordare che una relazione di copertura

³⁶⁾ Si noti, tuttavia, che nel caso in cui l'elemento coperto sia rappresentato da strumenti finanziari valutati al FVTPL, l'applicazione dell'hedge accounting sarebbe superflua da un punto di vista economico: infatti, in tale situazione, essendo l'elemento coperto e il derivato già di per sé valutati al fair value, non si avrebbero differenti effetti sul risultato di esercizio utilizzano le normali regole di contabilizzazione al posto dell'hedge accounting (cfr. Drago D, 2006). Ciò è in effetti quello che avviene quando una banca utilizza la cosiddetta fair value option come tecnica contabile alternativa alle modalità di copertura previste dallo IAS 39: scegliendo ad esempio di valutare al fair value una passività, così come permesso dai principi contabili internazionali, la banca può utilizzare un normale derivato di negoziazione per effettuare la copertura.

³⁷⁾ Per avere alcuni esempi concreti di contabilizzazione dei derivati di copertura si veda Roscini Vitali F., Vinzia M., 2005, capitolo 13 e Toselli A, Rota M., 2007 diffusamente.

³⁸⁾ Un esempio di copertura di *fair value* è una copertura dell'esposizione ai cambiamenti di *fair value* di uno strumento di debito a tasso fisso dovuti a variazioni dei tassi di interesse.

³⁹⁾ Un esempio della copertura dei flussi finanziari è l'utilizzo di uno *swap* per trasformare un debito a tasso variabile in un debito a tasso fisso.

si qualifica come tale se, e soltanto se, tutte le seguenti condizioni sono soddisfatte:

- all'inizio della copertura vi deve essere una designazione e una documentazione formale della relazione di copertura, degli obiettivi dell'entità nella gestione del rischio e della strategia nell'effettuare la copertura. Tale documentazione deve includere l'identificazione dello strumento di copertura, l'elemento o l'operazione coperta, la natura del rischio coperto e come l'entità valuterà l'efficacia dello strumento di copertura nel compensare l'esposizione alle variazioni di *fair value* dell'elemento coperto o dei flussi finanziari attribuibili al rischio coperto;
- ci si aspetta che la copertura sia altamente efficace nel realizzare la compensazione delle variazioni di *fair value* o nei flussi finanziari attribuibili al rischio coperto, in modo coerente con la strategia di gestione del rischio originariamente documentata per quella particolare relazione di copertura⁴⁰;
- per le coperture di flussi finanziari, una programmata operazione che è oggetto di copertura deve essere altamente probabile e deve presentare un'esposizione alle variazioni di flussi finanziari che potrebbe infine incidere sul conto economico;
- l'efficacia della copertura può essere attendibilmente valutata, ossia, il *fair value* o i flussi finanziari dell'elemento coperto che sono attribuibili al rischio coperto, e il *fair value* dello strumento di copertura possono essere attendibilmente valutati;
- la copertura è valutata sulla base di un criterio di continuità ed è considerata essere stata altamente efficace per tutti gli esercizi di riferimento per cui la copertura era stata designata. È necessaria quindi una esplicita attività di controllo sull'efficacia della copertura, che deve essere realizzata sia *ex ante*, sia durante la vita dell'operazione.

In particolare, l'efficacia della copertura si realizza se, all'inizio della

⁴⁰⁾ In particolare, occorre indicare ex ante: la metodologia prescelta per valutare l'efficacia prospettica, individuando i fattori che possono determinare una quota di inefficacia della copertura stessa; la metodologia prescelta per valutare l'efficacia retrospettiva, misurata tramite test predefiniti (cfr. Drago D., 2006).

stessa e in periodi successivi, essa è prevista essere altamente efficace nel realizzare una compensazione nelle variazioni di *fair value* o nei flussi finanziari attribuibili al rischio coperto durante il periodo per il quale la copertura è designata. In pratica, con periodicità almeno pari a quella prevista per la redazione del bilancio, si dovranno effettuare dei test di verifica sull'efficacia della copertura. Per essere considerata altamente efficace, una copertura deve generare risultati effettivi che rientrano in un *range* dell'80-125% corrispondente al rapporto tra le oscillazioni del valore dell'elemento (o dei flussi finanziari futuri) e quelle dello strumento di copertura⁴¹. Si noti, peraltro, che lo IAS 39 non specifica un univoco criterio per la valutazione dell'efficacia della copertura: il criterio scelto, infatti, sarà più o meno adeguato a seconda della tipologia di rischio che si vuole coprire. Una impresa può quindi utilizzare diverse tecniche matematiche e statistiche per misurare l'efficacia della copertura⁴².

Il FVH è la tipologia di copertura che consente di compensare la variazione di *fair value* di un elemento coperto con l'opposta variazione di *fair value* dello strumento derivato di copertura. In questo caso, la contabilizzazione della copertura prevede che l'utile o la perdita risultante dalla rimisurazione dello strumento derivato di copertura al *fair value* deve essere rilevato nel conto economico e l'utile o la perdita sull'elemento coperto attribuibile al rischio coperto deve rettificare il valore contabile dell'elemento coperto e deve essere rileva-

⁴¹⁾ Ad esempio, se i risultati effettivi sono tali che la perdita sullo strumento di copertura è 120 e l'utile sugli strumenti liquidi è 100, la compensazione può essere valutata pari a 120/100, ossia 120 per cento, oppure 100/120, ossia 83 per cento. L'efficacia della copertura è valutata, come minimo, al momento in cui l'entità redige il suo bilancio annuale o intermedio. Se si verifica che i criteri di efficacia di una copertura non sono più soddisfatti, si interrompe la contabilizzazione delle operazioni di copertura dall'ultima data in cui è stato dimostrato che la copertura era efficace; tuttavia, se si riesce ad identificare l'evento o il cambiamento delle circostanze che hanno portato la relazione di copertura a non soddisfare i criteri di efficacia e si dimostra che la copertura era efficace prima di tale evento, l'entità interrompe la contabilizzazione delle operazioni di copertura dalla data dell'evento. Si noti, peraltro, che è raro che le operazioni di copertura siano perfettamente efficaci: anche se la copertura continua ad essere considerata efficace nel suo complesso, ogni sua eventuale inefficacia va rilevata a conto economico nell'esercizio di riferimento (cfr. Toselli G., Rota M., 2007, pag. 75).

⁴²⁾ Tra queste il *risk reduction method*, il *dollar off-set approach*, la *regression analysis* (cfr. Roscini Vitali F. Vinzia M, 2005, pag. 276 e seguenti).

to immediatamente nel conto economico⁴³. Una entità deve cessare prospetticamente la contabilizzazione di copertura se lo strumento di copertura giunge a scadenza o è venduto, cessato o esercitato, ovvero se l'elemento coperto è estinto perché venduto, scaduto o rimborsato. Si noti, tuttavia, che la sostituzione di un derivato di copertura con un altro derivato non deve considerarsi una conclusione o una cessazione se tale sostituzione è parte della strategia di copertura stessa. La cessazione della contabilizzazione di copertura avviene altresì se la copertura non soddisfa più i criteri di efficacia previsti ovvero se l'entità revoca la designazione⁴⁴.

Il CFH, invece, è definito come la copertura dell'esposizione alla variabilità dei flussi finanziari che è attribuibile ad un particolare rischio associato ad una attività o passività rilevata. Gli elementi che possono costituire oggetto di copertura (elementi coperti) sono i flussi di cassa futuri derivanti da differenti tipologie di operazioni, quali ad esempio crediti finanziari a tasso variabile e finanziamenti a tasso variabile, o da operazioni programmate⁴⁵. Poiché non si ha uno specifico elemento coperto da poter valutare al *fair value*, la contabilizzazione del CFH prevede che la parte dell'utile o della perdita sullo strumento di copertura considerata una copertura efficace deve essere rilevata direttamente a patrimonio; la parte inefficace dell'utile o della perdi-

⁴³⁾ Questa disposizione si applica anche se l'elemento coperto è altrimenti valutato al costo. In definitiva, le variazioni di fair value dell'elemento coperto attribuibili al rischio oggetto di copertura devono essere contabilizzate a conto economico, compensando in tal modo le variazioni di fair value del derivato, anch'esse rilevate a conto economico. Si noti che, se così non fosse, si avrebbe una incongruenza di valori, in quanto lo IAS 39 prevede differenti modalità di contabilizzazione e valutazione per le quattro categorie di strumenti finanziari. Ad esempio, nel caso in cui una società sottoscrive un finanziamento a tasso fisso, e contestualmente stipula un IRS che trasforma il finanziamento da tasso fisso a tasso variabile, la prima operazione è valutata al costo ammortizzato mentre il derivato al fair value; in assenza delle regole citate, una variazione dei tassi di mercato impatterebbe solamente sul contratto derivato (cfr. Iannucci A., 2007). Sia chiaro peraltro che tramite il FVH non è che si compensano utili con perdite; ambedue passano a conto economico e la compensazione avviene a livello di somma delle componenti positive e negative di reddito.

⁴⁴⁾ A parte il caso in cui lo stesso derivato di copertura viene estinto, la cessazione dell'operazione di copertura comporta la riclassificazione del derivato tra gli strumenti di negoziazione.

⁴⁵⁾ Se l'operazione programmata altamente probabile designata come elemento coperto cessa di essere tale (cioè non più altamente probabile nel suo accadimento) la relativa relazione di copertura cesserà anch'essa.

ta sullo strumento di copertura deve essere invece rilevata nel conto economico. Inoltre, per compensare gli utili o le perdite sul derivato e quelle che si verificheranno sull'elemento coperto (flusso di cassa futuro) le variazioni di fair value inizialmente contabilizzate a patrimonio netto devono essere stornate dal patrimonio netto e rilasciate a conto economico nello stesso periodo in cui i flussi di cassa relativi allo strumento coperto saranno contabilizzati a conto economico. Come appena visto, le modalità di contabilizzazione del FVH e del CFH comportano un differente impatto sul risultato dell'esercizio in cui viene attuata la copertura e su quello degli esercizi futuri: in un caso, gli effetti della copertura (cioè le variazioni di fair value) sono rilevati anno per anno; nell'altro vengono differiti al momento in cui i flussi di cassa coperti vengono effettivamente ad esistenza. Tale situazione non è scevra di complicazioni: una banca, infatti, in talune circostanze potrebbe decidere di coprire un determinato rischio utilizzando (e quindi contabilizzando) il medesimo derivato come strumento di copertura di fair value ovvero come strumento di copertura in una operazione di cash flow hedging⁴⁶. Oppure potrebbe semplicemente contabilizzare lo stesso come derivato di trading, sebbene esso venga usato a fini di copertura. Pur essendo in definitiva uguale il senso economico dell'utilizzo del derivato in questione, è facile comprendere che, a seconda della scelta sulla modalità di contabilizzazione da adottare, gli effetti sull'andamento dei risultati di esercizio e sulla loro rappresentazione in bilancio sarebbero differenti.

4. I derivati nel bilancio della banca

Il bilancio di una banca fornisce un'ampia serie di informazioni inerenti all'attività in derivati: tali informazioni, tuttavia, sono disseminate in più punti dello stesso e, di conseguenza, non sempre risulta immediata la loro lettura e la loro elaborazione a fini di studio. Ana-

⁴⁶⁾ Ad esempio, una banca che eroga mutui a tasso fisso finanziandosi tramite obbligazioni a tasso variabile potrebbe utilizzare uno *swap* (in veste di compratore, quindi pago fisso/ricevo variabile) per coprire perfettamente il proprio margine di interesse. Lo *swap*, tuttavia, potrebbe essere considerato, e quindi contabilizzato dalla banca, sia come strumento di copertura del *fair value* dei mutui, sia come strumento di copertura dei flussi finanziari delle obbligazioni (cfr. Drago D., 2006.).

lizzeremo quindi di seguito quali dati, riferiti agli strumenti derivati di *trading* e di copertura, possono essere estrapolati dallo stato patrimoniale, dal conto economico e, soprattutto, dalla nota integrativa del bilancio di una banca⁴⁷.

Nello stato patrimoniale, innanzitutto, i derivati di *trading* sono inclusi nella voce 20 dell'attivo (attività finanziarie detenute per la negoziazione), ovvero nella corrispondente voce 40 del passivo (passività finanziarie di negoziazione)⁴⁸. La voce 20 dell'attivo incorpora tutte le attività finanziarie allocate nel portafoglio di negoziazione (titoli di debito, titoli di capitale, derivati ecc..), ivi inclusi i derivati scaduti e quelli deteriorati⁴⁹. La voce 20, tuttavia, non fornisce una specifica indicazione dell'ammontare dei derivati: ulteriori dettagli su questa voce devono essere cercati nella nota integrativa, in particolare nella Parte B (Informazioni sullo stato patrimoniale. Attivo), Sezione 2.

In questa sezione una prima tabella (n. 2.1. Attività finanziarie detenute per la negoziazione: composizione merceologica⁵⁰) illustra l'ammontare totale dei derivati finanziari e dei derivati creditizi, distinguendoli in quotati e non quotati: si tratta di una informazione rilevante per iniziare a comprendere quanta parte del business in derivati della banca si svolga OTC⁵¹. I derivati finanziari e creditizi sono poi scomposti nel dettaglio in derivati di negoziazione, derivati connessi con la *fair value option* e altri derivati.

Ai fini dei nostri ragionamenti rivestono un ruolo fondamentale i de-

⁴⁷⁾ Facciamo qui riferimento agli schemi del bilancio dell'impresa previsti dalla circolare n. 262 di Banca d'Italia. Le informazioni sui derivati, ed in particolare sulle logiche del loro utilizzo, possono però in parte differire, da banca a banca, a seconda del grado di dettaglio che viene utilizzato nella nota integrativa e delle specifiche che vengono fornite nella relazione sulla gestione.

⁴⁸⁾ Ricordiamo che i derivati, a secondo dell'andamento del loro *fair value*, possono trasformarsi da attività a passività.

⁴⁹⁾ Nel caso di derivati rientranti in un accordo di compensazione (master netting agreement) che siano oggetto di chiusura anticipata (early termination), il saldo netto accertato dalle parti va rilevato, se positivo, fra i crediti (voce 60 o 70 dell'attivo dello stato patrimoniale) e, se negativo, fra i debiti (voce 10 o 20 del passivo dello stato patrimoniale). Nella voce 20 rientrano inoltre i derivati incorporati in strumenti ibridi aventi le caratteristiche per essere scorporati.

⁵⁰⁾ Una tabella simile è presente anche nella parte dedicata alle passività finanziarie.

⁵¹⁾ Si noti, tuttavia, che a seguito del primo aggiornamento della circolare n. 262 della Banca d'Italia, in questa tabella non si troverà più la distinzione tra strumenti quotati e non quotati, bensì quella tra livello 1, 2 e 3 della gerarchia del *fair value*. Ciò renderà peraltro più complicati i raffronti intertemporali.

rivati connessi con la fair value option: si tratta infatti di derivati, che seppur considerati di negoziazione, vengono utilizzati a scopo di copertura⁵². Di conseguenza, sotto il profilo della rappresentazione a conto economico, questi derivati seguono regole differenti rispetto agli altri derivati di negoziazione: i differenziali o margini positivi e negativi liquidati o maturati sino alla data di riferimento del bilancio sono infatti registrati tra gli interessi attivi e passivi, mentre i profitti e le perdite da valutazione sono rilevate nella voce 110 del conto economico (Risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al fair value) e non nella voce 80 dello stesso (Risultato netto dell'attività di negoziazione), dove invece sono inseriti gli utili e le perdite sulla cessione o sul rimborso, e quelli derivanti da variazioni del fair value, degli altri strumenti derivati di negoziazione. Nella sottovoce "derivati finanziari: altri" figurano i derivati enucleati da strumenti finanziari strutturati i cui strumenti "ospite" sono stati classificati in portafogli diversi da quello di negoziazione. In calce alla tabella occorre fornire, se d'importo rilevante, il dettaglio delle varie tipologie di titoli ("credit linked notes", reverse floater", ecc.) che compongono la sottovoce "titoli di debito: titoli strutturati".

Una successiva tabella (n. 2.2. Attività finanziarie detenute per la negoziazione: composizione per debitori/emittenti) permette di apprezzare quanta parte dei derivati di negoziazione attivi abbia come controparte banche ovvero clientela. Poiché in questa tabella non vengono distinti i derivati finanziari da quelli creditizi, non è però possibile un raffronto diretto con i dati della tabella precedente. Infine la tabella n. 2.3 (Attività finanziarie detenute per la negoziazione: strumenti derivati⁵³) fornisce un buono quadro sinottico delle tipologie di derivati

⁵²⁾ Prendendo ad esempio il bilancio consolidato 2008 di MPS, si scopre che sono classificati nel portafoglio di negoziazione anche i derivati connessi con gli strumenti per i quali è stata adottata la *fair value option*: essi coprono i rischi inerenti la raccolta valutata al *fair value*, derivanti dalle possibili oscillazioni dei tassi di interesse e dalla presenza di componenti opzionali implicite nei titoli strutturati emessi.

⁵³⁾ Si tratta di una tabella che non è però più obbligatoria nella nuova versione della circolare n. 262 della Banca d'Italia.

utilizzati e delle attività sottostanti⁵⁴.

Per quanto attiene ai derivati di copertura, le voci dello stato patrimoniale ad essi relative sono la voce 80 dell'attivo (Derivati di copertura) e la corrispondente voce 60 del passivo (Derivati di copertura). Inoltre, la voce 90 dell'attivo e la voce 70 del passivo indicano rispettivamente l'adeguamento di valore delle attività finanziarie, ovvero delle passività finanziarie, oggetto di copertura generica (c.d. macrohedging) dal rischio di tasso di interesse. Nella nota integrativa si possono poi trovare informazioni di dettaglio sui derivati di copertura: in particolare, nella parte B, attivo, sezione 8, tabella 8.1 troviamo la composizione per tipologia di contratti e attività sottostanti⁵⁵, mentre la tabella 8.2 fornisce un interessante spaccato della composizione dei derivati di copertura per portafogli coperti e per tipologia di copertura. In quest'ultima tabella (e nella corrispondente relativa ai derivati di copertura iscritti nel passivo) si può apprezzare, in definitiva, se e quanto una banca ha utilizzato il FVH ovvero il CFH, su quali rischi (di tasso, di cambio, di credito, di prezzo, o più rischi), e su quali tipologie di operazioni è stata approntata la copertura⁵⁶.

Passando al conto economico (e alla parte C della nota integrativa che ne fornisce i dettagli), è interessante notare subito come alcune informazioni attinenti ai derivati si debbano ricercare nelle voci 10 (interessi attivi e proventi assimilati) e 20 (interessi passivi e proventi assimilati)⁵⁷. Nelle presenti voci, infatti, sono iscritti gli interessi attivi e passivi, i proventi e gli oneri assimilati relativi, rispettivamente, a

⁵⁴⁾ In questa tabella i derivati sono divisi in derivati finanziari e creditizi, con scomposizione di quelli quotati e non quotati. Per quanto attiene alle attività sottostanti vengono prese in considerazione: tassi di interesse, valute e oro, titoli di capitale, crediti e altro (ad esempio derivati su merci e derivati metereologici).

⁵⁵⁾ La tabella scompone i derivati di copertura in finanziari e creditizi e successivamente in quotati e non quotati. Vi è un buon grado di dettaglio in relazione ai sottostanti. Nella nuova versione della circolare n. 262 di Banca d'Italia questa tabella viene però sostituita da una tabella in cui si evidenzia la composizione dei derivati di copertura per tipologia di copertura e per livelli.

⁵⁶⁾ Si tenga presente, peraltro, che nelle informazioni di dettaglio fornite nella nota integrativa relative alle singole tipologie di attività (disponibili per la vendita, attività detenute sino a scadenza, crediti ecc..) vengono evidenziate le quantità oggetto di copertura specifica.

⁵⁷⁾ Si tratta di un passaggio di notevole interesse ai fini della ricerca: se infatti non si tenesse conto di queste voci, ma solo dei dati estraibili dalla voce 80 (Risultato netto dell'attività di negoziazione) e dalla voce 90 (Risultato netto dell'attività di copertura), l'impatto economico dell'attività in derivati non sarebbe pienamente compreso.

disponibilità liquide, attività finanziarie detenute per la negoziazione, attività finanziarie disponibili per la vendita, attività finanziarie detenute sino alla scadenza, crediti, attività finanziarie valutate al *fair value* (cioè le voci 10, 20, 30, 40, 50, 60 e 70 dell'attivo) e a debiti, titoli in circolazione, passività finanziarie di negoziazione, passività finanziarie valutate al *fair value* (cioè le voci 10, 20, 30, 40, 50 del passivo) nonché eventuali altri interessi maturati nell'esercizio. Fra gli interessi attivi e passivi figurano anche i differenziali o i margini, positivi e negativi, maturati sino alla data di riferimento del bilancio relativi a⁵⁸:

- a) contratti derivati finanziari di copertura di attività e passività che generano interessi, inclusi anche i differenziali su tassi di interesse relativi a contratti currency interest rate swap e total rate of return swap⁵⁹;
- b) contratti derivati classificati nello stato patrimoniale nel portafoglio di negoziazione, ma gestionalmente collegati ad attività e/o passività finanziarie valutate al *fair value* (c.d. *fair value option*);
- c) contratti derivati connessi gestionalmente con attività e passività classificate nel portafoglio di negoziazione e che prevedono la liquidazione di differenziali o di margini a più scadenze (c.d. contratti "pluriflusso; ad esempio gli *interest rate swap*).

Il saldo di tutti i differenziali e i margini delle operazioni di cui ai punti a), b) e c) va incluso, secondo il relativo segno algebrico, fra gli interessi attivi o fra quelli passivi. Nella nota integrativa (parte C, sezione 1, tabella 1.1) è poi possibile trovare il dettaglio dei differenziali positivi e negativi relativi a tutte le operazioni di copertura, suddivise per tipologia (copertura FVH di attività e passività, copertura di CFH di attività e passività, copertura generica del rischio di tasso di interesse) e della parte di interessi attivi e passivi relativa a derivati compresi nelle attività di negoziazione.

⁵⁸⁾ I differenziali o i margini vanno calcolati secondo il principio di competenza, tenendo conto di eventuali commissioni ("*up-front fee*") pagate o ricevute in un'unica soluzione in via anticipata.

⁵⁹⁾ Nei contratti di compravendita a termine di valute i differenziali corrispondono ai margini tra cambio a termine e cambio a pronti fissati nei contratti di swap oppure ai margini tra cambio a termine stabilito nei contratti di outright e cambio a pronti corrente al momento della stipula dei contratti stessi.

I risultati ottenuti da derivati di *trading* trovano poi specifica individuazione nella voce 80 del conto economico (Risultato netto dell'attività di negoziazione) e nella corrispondente tabella 4.1 della sezione 4 della parte C della nota integrativa. Nella voce 80 del conto economico figurano per "sbilancio" complessivo, cioè per somma algebrica dei saldi di cui alle successive lettere a) e b):

- a) il saldo tra i profitti e le perdite delle operazioni classificate nelle attività finanziarie detenute per la negoziazione e nelle passività finanziarie di negoziazione, inclusi i risultati delle valutazioni di tali operazioni⁶⁰; sono però esclusi, come altrove osservato, i profitti e le perdite relativi a contratti derivati connessi con la *fair value option*, da ricondurre in parte fra gli interessi (voci 10 e 20) e in parte nel risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al *fair value* (voce 110).
- b) il saldo tra i profitti e le perdite delle operazioni finanziarie, diverse da quelle designate al *fair value* e da quelle di copertura, denominate in valuta, inclusi i risultati delle valutazioni di tali operazioni.

Il saldo di cui alla lettera a) include, quindi, i differenziali e i margini, positivi e negativi, dei contratti derivati classificati nel portafoglio di negoziazione, diversi da quelli relativi a contratti derivati connessi con la *fair value option*, da ricondurre fra gli interessi (voci 10 e 20); i risultati della valutazione dei derivati classificati nel portafoglio di negoziazione, diversi da quelli relativi a contratti derivati connessi con la *fair value option*, da ricondurre alla voce risultato netto delle attività e passività valutate al *fair value* (voce 110)⁶¹.

Il risultato netto dell'attività di copertura è invece indicato nella voce 90 del conto economico. Formano oggetto di rilevazione nella presente voce per "sbilancio" complessivo, cioè per somma algebrica dei

⁶⁰⁾ Nel caso dei derivati i risultati delle valutazioni e delle negoziazioni includono anche le eventuali differenze di cambio.

⁶¹⁾ Il saldo di cui alla lettera a) include anche i "rigiri" a conto economico delle riserve da valutazione delle operazioni di copertura dei flussi finanziari, quando si ritiene che le transazioni attese non siano più probabili ovvero quando le minusvalenze imputate alle riserve stesse non sono più recuperabili.

saldi di cui alle successive lettere a), b), c) e d):

- a) i risultati della valutazione delle operazioni di copertura (sia specifica sia generica) del *fair value* e dei flussi finanziari; relativamente a queste ultime va rilevata convenzionalmente solo la parte "inefficace" della plusvalenza (o minusvalenza) del derivato di copertura;
- b) i risultati della valutazione delle attività e passività finanziarie oggetto di copertura (sia specifica sia generica) del *fair value*;
- c) i differenziali e i margini, positivi e negativi, relativi a contratti derivati di copertura (diversi da quelli da ricondurre tra gli interessi);
- d) i risultati della valutazione delle attività e passività per cassa collegate da una relazione di copertura del rischio di cambio⁶².

Per meglio comprendere l'iscrizione in bilancio delle operazioni di copertura, ricordiamo che si possono distinguere le seguenti situazioni: nel caso di copertura del *fair value* (FVH), la variazione del *fair value* dello strumento di copertura è rilevata a conto economico alla voce 90. "Risultato netto dell'attività di copertura". Le variazioni nel *fair value* dell'elemento coperto, che sono attribuibili al rischio coperto con lo strumento derivato, sono iscritte alla medesima voce di conto economico in contropartita del cambiamento del valore di carico dell'elemento coperto⁶³. Nel caso di copertura di flussi finanziari, la parte dell'utile o della perdita sullo strumento di copertura che è considerata efficace è iscritta inizialmente alla voce 130 del patrimonio netto "Riserve da valutazione". La parte inefficace è invece iscritta a conto economico alla voce 90 "Risultato netto dell'attività

⁶²⁾ I risultati delle valutazioni e i differenziali includono le eventuali differenze di cambio.

⁶³⁾ Se la relazione di copertura termina, per ragioni diverse dalla vendita dell'elemento coperto, la differenza fra il valore di carico dell'elemento coperto nel momento in cui cessa la copertura e quello che sarebbe stato il suo valore di carico se la copertura non fosse mai esistita, è rilevata a conto economico nelle voci interessi attivi o passivi, lungo la vita residua della copertura originaria, nel caso di strumenti finanziari fruttiferi di interessi; se si tratta, invece, di strumenti finanziari non fruttiferi di interessi, la differenza è rilevata immediatamente a conto economico alla voce 90 "Risultato netto dell'attività di copertura". Nel caso in cui l'elemento coperto venga venduto o rimborsato, la quota del fair value non ammortizzata è rilevata immediatamente alla voce 100. "Utili (perdite) da cessione o riacquisto" di conto economico

di copertura"⁶⁴. Nel caso infine di operazioni di copertura generica il saldo, positivo o negativo, delle variazioni di valore, rispettivamente, delle attività e delle passività oggetto di copertura generica è rilevato nelle voci 90 dell'attivo o 70 del passivo, in contropartita della voce 90 "Risultato netto dell'attività di copertura" di conto economico. La quota di inefficacia della copertura, rappresentata dalla differenza fra la variazione del *fair value* degli strumenti di copertura e la variazione del *fair value* dell'importo monetario coperto, è comunque ricompresa nella voce 90. "Risultato netto dell'attività di copertura" di conto economico⁶⁵.

Il dettaglio del Risultato netto dell'attività di copertura è riportato nella tabella 5.1 della parte C della nota integrativa. In questa tabella vengono evidenziati, separatamente, i proventi e gli oneri relativi a: derivati di copertura del *fair value*, attività finanziarie coperte (*fair value*), passività finanziarie coperte (*fair value*), derivati di copertura dei flussi finanziari (parte inefficace della copertura).

Ulteriori informazioni relative ai derivati possono essere infine desunte dalla Parte E della nota integrativa (Informazioni sui rischi e sulle relative politiche di copertura). In questa parte, infatti, sono fornite informazioni riguardanti i differenti profili di rischio (rischio di credito, di mercato, di liquidità e rischi operativi), le relative politiche di gestione e copertura messe in atto dalla banca e, appunto, l'operatività in strumenti finanziari derivati.

Occorre da subito osservare che ai fini della compilazione della Parte E della nota integrativa, si intende: per "portafoglio di negoziazione

⁶⁴⁾ Se la copertura dei flussi finanziari non è più considerata efficace, oppure la relazione di copertura è terminata, l'ammontare complessivo dei profitti o delle perdite su quello strumento di copertura, già rilevato tra le "Riserve da valutazione", vi rimane fino al momento in cui la transazione ha luogo o si ritiene che non vi sarà più la possibilità che la transazione si verifichi; in quest'ultima circostanza i profitti o perdite sono trasferiti dal patrimonio netto alla voce 80 "Risultato netto dell'attività di negoziazione" di conto economico;

⁶⁵⁾ Se la relazione di copertura termina, per ragioni diverse dalla vendita degli elementi coperti, la rivalutazione/svalutazione iscritta nelle presenti voci è rilevata a conto economico tra gli interessi attivi o passivi, lungo la vita residua delle attività o passività finanziarie coperte. Nel caso in cui queste ultime vengano vendute o rimborsate, la quota del *fair value* non ammortizzata è rilevata immediatamente alla voce 100. "Utili (perdite) da cessioni o riacquisto" di conto economico.

di vigilanza" il portafoglio degli strumenti finanziari soggetto ai requisiti patrimoniali per i rischi di mercato, come definito nella disciplina relativa alle segnalazioni di vigilanza⁶⁶; per "portafoglio bancario" il portafoglio degli altri strumenti finanziari soggetto ai requisiti patrimoniali per i rischi di credito (coefficiente di solvibilità). Si tratta della ben nota distinzione tra trading book e banking book, che rileva ai fini di vigilanza ma che spesso, e specie per i derivati, rende difficile il raffronto tra alcuni valori espressi in questa parte della nota integrativa e quelli iscritti nello stato patrimoniale e nel conto economico. La prima sezione della parte E della nota integrativa è relativa al rischio di credito. A parte le informazioni di tipo qualitativo, specie se relative alle politiche di gestione, rilevano ai nostri fini le informazioni di natura quantitativa, cioè tutte quelle tabelle in cui compaiono, tra le altre, anche indicazioni su derivati. Una prima serie di informazioni riguardano la distribuzione delle esposizioni creditizie per portafogli di appartenenza e per qualità creditizia (sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturate, esposizioni scadute, altre attività): qui è possibile discernere la qualità dei derivati di copertura, mentre non si trova il dettaglio dei derivati di trading in quanto inclusi nelle attività di negoziazione. Ben più dettagliata, invece, la classificazione delle esposizioni in base ai rating esterni e ai rating interni (tabelle A.2.1 e A.2.2), in cui compaiono sia i derivati finanziari che i derivati creditizi⁶⁷.

La seconda sezione è invece dedicata ai rischi di mercato: qui vengono trattati distintamente i rischi di tasso di interesse e di prezzo relativi al portafoglio di negoziazione di vigilanza da un lato, e al portafoglio bancario dall'altro. Si possono quindi reperire informazioni sulla distribuzione per durata residua (per data di riprezzamento) dei derivati finanziari compresi nei due portafogli⁶⁸, oltre ad informazioni di natura qualitativa sulla gestione del rischio di tasso interesse, specie per il portafoglio bancario⁶⁹.

⁶⁶⁾ Circolare n. 155 del 18 dicembre 1991 "Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sul patrimonio di vigilanza e sui coefficienti prudenziali" emanata dalla Banca d'Italia

⁶⁷⁾ Si tratta di un informazione rilevante, specie per i derivati creditizi trattati OTC, per comprendere con chi la banca negozia derivati.

⁶⁸⁾ Tuttavia, alcune tabelle di dettaglio previste dalla Banca d'Italia possono essere sostituite da analisi di sensitività al rischio di tasso di interesse.

⁶⁹⁾ Per i soli derivati finanziari, possono essere reperite in questa parte delle nota integrativa anche informazioni inerenti il rischio di cambio ad essi collegato.

Nella seconda sezione della Parte E vi è poi il punto n. 4 dedicato esplicitamente agli strumenti finanziari derivati. Le informazioni qui reperibili sono effettivamente numerose: ad esempio, è possibile avere uno spaccato molto dettagliato delle principali tipologie di derivati utilizzati (IRS, *cross currency swap*, opzioni, future ecc..) e dei relativi sottostanti. Sorgono però problematiche non indifferenti in vista di una elaborazione di queste informazioni.

Innanzitutto, per quanto attiene ai derivati finanziari, i dati inseriti nelle prime due tabelle previste in questo punto sono presentati utilizzando la scomposizione tra portafoglio di negoziazione di vigilanza e portafoglio bancario (di copertura), che non ha un preciso corrispondente nello stato patrimoniale e nel conto economico; viene infatti prevista una ulteriore terza tabella denominata "Portafoglio bancario. Altri derivati" in cui vengono rilevati i derivati finanziari che in bilancio fanno parte del portafoglio di negoziazione ma non sono ritenuti tali ai fini di vigilanza. Quello che poi stride, rispetto alle informazioni di stato patrimoniale, è il fatto che in queste prime tre tabelle venga riportato il valore nozionale di fine periodo e non il *fair value* delle posizioni in essere⁷⁰, rendendo impraticabili le comparazioni con gli altri dati di bilancio.

Nella nuova versione della circolare n. 262 (ma non nei bilanci finora disponibili) il *fair value* viene però recuperato nelle successive tabelle (A3 e A4): in queste tabelle i derivati (distinti ancora in portafoglio di negoziazione di vigilanza, portafoglio bancario di copertura e portafoglio bancario altri derivati) sono ripartiti per prodotti (opzioni, *interest rate swaps*, *futures* ecc..), distinguendo quelli con *fair value* lordo positivo o negativo. Ulteriore novità sono le tabella A5 e A6 in cui, per i derivati finanziari OTC del portafoglio di negoziazione di vigilanza (suddivisi per sottostante), sono forniti i valori nozionali, i *fair value* lordi positivi e negativi, e l'indicazione delle controparti. Le tabelle A7 e A8 ripropongono le stesse informazioni per i derivati del portafoglio bancario.

Per quanto attiene invece ai derivati creditizi, abbiamo innanzitutto

⁷⁰⁾ È però interessante osservare che nelle tabelle previste dalla nuova versione della circolare n. 262 si distingue tra derivati OTC e quelli per cui vi è la presenza di una controparte centrale.

una tabella (B1) che distingue gli acquisti di protezione e le vendite di protezione, e che indica i principali derivati di credito utilizzati (CDS, credit spread products, TROR swap, altri). La tabella, tuttavia, è espressa in valori nozionali ed è basata pur sempre sulla distinzione tra banking book e trading book. Anche qui, però, il fair value è recuperato nelle successive tabelle (B2 e B3) dove sono indicati i derivati creditizi OTC, distinti per prodotti, che hanno fair value lordo positivo o negativo. Un ulteriore tabella (C1), propone infine un quadro d'insieme dei derivati finanziari e creditizi OTC, indicando i fair value netti e le esposizioni future divise per controparti (governi, altri enti pubblici, banche ecc..)⁷¹.

5. Conclusioni

La disamina effettuata nei precedenti paragrafi ha permesso di inquadrare le principali problematiche in tema di contabilizzazione, ed iscrizione, degli strumenti derivati nel bilancio di una banca. Lungi dal voler proporre soluzioni alternative di rilevazione contabile (che lasciamo agli esperti), e dall'entrare nell'acceso dibattito sull'efficacia, l'utilità e le conseguenze dell'introduzione e della revisione dei principi contabili internazionali⁷², ci interessa invece evidenziare, in queste conclusioni, alcune particolari attenzioni da utilizzare nel momento in cui, a fini di ricerca, si vogliano effettuare delle elaborazioni sui dati di bilancio di un campione di banche.

Innanzitutto, come emerso da quanto sopra, le informazioni relative all'attività in derivati di una banca sono sparse in più punti del bilancio e, spesso, non sono di facile ed immediata interpretazione; il primo *caveat*, seppur possa sembrare ovvio, è dunque quello di selezionare in maniera attenta e corretta i dati di cui si necessita, avendo ben presente tutte le voci di bilancio interessate dall'operatività in derivati.

⁷¹⁾ In questa tabella viene peraltro indicato il rischio di controparte netto, calcolato come il saldo algebrico tra il fair value positivo incrementato dell'esposizioni futura e il valore corrente delle garanzie reali ricevute (collateral), ove presenti.

⁷²⁾ In particolare, sul passaggio dalle logiche del tradizionale cost accounting al concetto e all'utilizzo del fair value, specie nelle istituzioni finanziarie, si veda Plantin G., Sapra H., Shin H. S., 2007 e Anagnostopoulos Y., Buckland R., 2005.

È abbastanza semplice, inoltre, comprendere quali difficoltà possano incontrarsi nella reperibilità dei dati stessi; molto spesso, infatti, gli analisti non hanno a disposizione database così dettagliati da potersi "immergere" fino all'ultima tabella della nota integrativa del bilancio di ogni singola banca che stanno esaminando. In carenza di dati, e soprattutto se si tratta di gestire un campione di banche molto ampio, le vie da seguire sono necessariamente due: o si rinuncia alla profondità dell'analisi, rischiando però di perdere informazioni fondamentali e di giungere a conclusioni fuorvianti, oppure si è costretti a procedere ad una rilevazione manuale (chiaramente assai time consuming), estrapolando da ogni singolo bilancio tutti i dati utili. Anche volendo seguire questa seconda e più faticosa via (per aspera ad astra), non sarebbe tuttavia assicurata la piena comparabilità all'interno del campione analizzato: infatti, pur essendo sottoposti agli stessi schemi e regole di compilazione, i bilanci delle banche non sempre presentano lo stesso grado di dettaglio⁷³.

Un altro aspetto da considerare attiene poi al dimensionamento dell'attività in derivati. In gran parte delle analisi quantitative finora effettuate, la *proxy* maggiormente utilizzata per indicare il *quantum* dell'operatività in derivati di una banca risulta essere il rapporto *notional value of derivatives* su *total assets*, eventualmente scomposto in relazione al tipo di prodotto indagato: ad esempio, *notional value of swaps* su *total assets*. L'utilizzo del valore nozionale dei derivati per costruire variabili (dipendenti o indipendenti a seconda dei casi) da inserire in modelli statistici, è stata fino a qualche tempo addietro la scelta obbligata, mancando il dato di *fair value* in bilancio. Ora che però si ha a disposizione il *fair value*, e che i derivati compaiono sia all'attivo che al passivo, occorre chiedersi se sia ancora opportuno utilizzare un rapporto dove a numeratore si considera il *fair value* e a denominatore i *total assets*.

Prendendo a riferimento i derivati di *trading*, ad esempio, il numeratore del rapporto potrebbe essere dato dalla semplice somma algebrica dei *fair values* attivi e passivi, ovvero dalla somma dei loro

⁷³⁾ Ad esempio, come altrove osservato, alcune tabelle della nota integrativa potrebbero non essere presenti. Ed ancora: alcune banche specificano meglio di altre le modalità di utilizzo dei derivati.

valori assoluti. In entrambe le ipotesi sorgerebbero però ovvie problematiche interpretative; nel primo caso, infatti, una banca che iscrive nell'attivo derivati di *trading* per 1.000 e nel passivo derivati di *trading* per 990 sarebbe equiparabile ad una banca che registra 100 di derivati attivi e 90 di derivati passivi; nel secondo caso, una banca che presenta in un dato anno derivati attivi per 1.000 e derivati passivi per 100, e nell'anno successivo derivati attivi per 100 e derivati passivi per 1.000, sembrerebbe avere mantenuto inalterate le sue posizioni. A seconda del tipo di analisi che si vuole effettuare, sarebbe quindi opportuno che gli utilizzatori dell'informazione riflettano attentamente sulla costruzione della variabile in questione e sull'opportunità del suo utilizzo o meno come *proxy* per dimensionare l'attività in derivati⁷⁴.

Un ultimo aspetto su cui soffermarsi attiene all'analisi delle strategie di utilizzo dei derivati da parte delle banche: una research question di notevole e diffuso interesse nella letteratura in materia, infatti, ha riguardato il rapporto tra esposizione ai rischi e derivati. Ci si è chiesti, in definitiva, se le banche (ovvero quali tipologie di banche) sfruttino i derivati (e quali tipologie di derivati) maggiormente a fini speculativi o per copertura dei rischi (e in particolare di quali rischi) e se, in generale, i derivati accrescano o riducano i profitti e la loro volatilità. La rappresentazione dei derivati in bilancio prevista dai principi contabili internazionali sembrerebbe favorire questo genere di approfondimenti: avendo oggi la possibilità di discernere in via diretta, dai dati di bilancio, i derivati di negoziazione e i derivati di copertura, la disamina delle strategie di utilizzo di questi strumenti risulterebbe a prima vista meno ardua. Come si è avuto modo di sottolineare, tuttavia, la complessità delle regole di hedge accounting (peraltro in via di modifica) può spingere le banche a scegliere di registrare in bilancio derivati di negoziazione che, dal punto di vista economico, rivestono invece un ruolo di copertura. Se non attentamente considerati e rimodellati, i dati di bilancio potrebbero quindi portare a considerazioni

⁷⁴⁾ Alternativamente si potrebbero utilizzare i dati di conto economico, costruendo rapporti del tipo ricavi da derivati su margine di intermediazione o su ricavi totali (opportunamente depurati). Anche in questo caso, tuttavia, occorre considerare attentamente quali voci di bilancio sommare per ottenere i ricavi da derivati.

distorte e a raffronti non corretti tra banca e banca. Ipoteticamente, infatti, due banche potrebbero utilizzare secondo una logica e una strategia identica gli stessi strumenti derivati, pur presentandoli in bilancio in modo diverso.

In definitiva è possibile affermare che le regole di contabilizzazione dei derivati (strumenti già di per sé complessi), e l'informativa che su di essi viene fornita dai più recenti bilanci bancari redatti secondo le norme IAS/IFRS, forniscono sicuramente un materiale di base ampio per chi voglia effettuare analisi quantitative. Non sempre, tuttavia, è assicurata una adeguata trasparenza sull'effettivo significato del dato e, in ogni caso, l'elaborazione di talune informazioni può risultare problematica per chi non possiede una profonda conoscenza dei principi contabili.

Riferimenti bibliografici

Anagnostopoulos Y., Buckland R. (2005), Historical cost versus fair value accounting in banking: implications for supervision, provisioning, financial reporting and market discipline, Journal of banking regulation.

Bhamornsiri S., Schroeder R. (2004), *The disclosure of information on derivatives under SFAS No* . 133, Managerial Auditing Journal.

BIANCHI T., GIUSSANI A. (2005), Le nuove norme contabili e gli effetti sulle banche e sulle imprese, Quaderno di ricerca n. 223. ASSBB, Università Cattolica, Milano

Caputo Nasetti F., Carpenzano G., Giordano G. (2001), *Derivati di credito*. *Aspetti civilistici*, *contabili e fiscali*, Giuffrè.

CIRCELLI E., VOLPE S., ZULLO A. (2009), Lo IAS 39: gli strumenti finanziari derivati, in Dell'Atti A. (a cura di), I principi contabili internazionali nell'economia e nei bilanci delle banche, Cacucci Editore, Bari.

Documento IAS ABI BlueBook, n. 67 (2009), *Proposte di revisione dei principi contabili internazionali IAS 39 e IAS 32*, Bancaria Editrice.

Drago D. (2006), IAS 39, hedge accounting e copertura del rischio di

interesse nelle banche, Bancaria, n. 12.

Eckstein C., Mrkelevich A., Reinstein A. (2008), Accounting for derivatives instruments and hedging activities (SFAS N. 133), implication for profitability measures and stock prices, Review of accounting and finance.

IANNUCCI A. (2007), *Ias 39: strumenti finanziari derivati. La contabilizzazione dei derivati di negoziazione (speculativi) e di copertura. Esempi e scritture contabili relative all'interest rate swap*, Guida alla contabilità e bilancio, Il Sole 24 Ore, Milano.

KAWALLER. G. I. (2004), What analysts need to know about accounting for derivatives, Financial Analysts Journal, Mar/Apr.

LINS K. V., SERVAES H., TAMAYO A. (2008), *Does derivatives accounting affect risk management*. International survey evidence.

MAGLIONE V., SABBATICI R. (2009), L'Europa boccia la riforma delle regole contabili, Il Sole 24 ore, 13 Novembre.

MASPERO D. (2000), *L'attività bancaria in derivati*, Bancaria Editrice, Roma.

MASPERO D. (2005), L'impatto degli Ias sull'attività in derivati delle banche, in Mazzeo R., Palombini E., Zorzoli S. (a cura di), IAS-IFRS e imprese bancarie, Bancaria Editrice, Roma.

PLANTIN G., SAPRA H., SHIN H. S. (2008), *Marking to market: panacea or Pandora's box?*, Journal of accounting research, May

RIVAS A., OZUNA T., POLICASTRO F. (2006), *Does The Use Of Derivatives Increase Bank Efficiency? Evidence From Latin American Banks*, International Business & Economics Research Journal.

ROSCINI VITALI F., VINZIA A. (2005), Fair Value per l'applicazione degli IAS, Il Sole 24 Ore, Milano.

Rubini M. (2005), Strumenti finanziari derivati: la contabilizzazione delle operazioni di copertura e di speculazione, Contabilità e bilancio.

TOSELLI G., ROTA M. (2007), a cura di, IFRS, *Principi contabili internazionali. Gli strumenti finanziari*, Egea, Milano..

Yong H., Robert F., Chalmers K. (2007), *Derivatives activities and Asia-Pacific banks' interest rate and exchange rate exposures*, Journal of International Financial Markets, Institutions, & Money, 2007

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia



Angelo Varni, Storia dell'associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio, Rubbettino Editore, 2009

Dopo il volume (Editori Laterza 2005) dedicato alla storia dell'Associazione fra le Casse di Risparmio italiane dal 1951-1990, Angelo Varni – ordinario di storia contemporanea presso l'Università di Bologna - dedica un nuovo volume (2009), questa volta, all'Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio seguendo l'evoluzione di questi Enti.

Nel primo volume, attraverso la documentazione d'archivio, Varni analizza la specifica vicenda associativa dell'Acri, dagli anni Cinquanta agli anni Ottanta, tra apertura alla modernizzazione economica e finanziaria e difesa dei valori tradizionali del sistema delle Casse di Risparmio. Il periodo precedente (1822 -1950) è stato, invece, al centro dell'analisi di Luigi De Rosa confluita in uno studio pubblicato, nel 2002, dalla stessa casa editrice, dal titolo "Storia delle Casse di Risparmio e della loro associazione 1822-1950".

È noto che le Casse di Risparmio hanno svolto un ruolo essenziale nello sviluppo economico italiano: questa collana lo ricostruisce per la prima volta in maniera organica. Al centro di ogni volume la storia di uno specifico istituto di credito viene ripercorsa sia negli aspetti aziendali sia nei rapporti con l'economia locale e nazionale.

Le banche incluse nella collana, pur essendo diverse per funzioni, tradizioni, sfera di attività, sono accomunate dalla scelta di valorizzare il proprio patrimonio di documentazione storica. L'ampiezza della ricerca, il rigore documentario, la profondità dell'analisi fanno di questi volumi un punto di riferimento per chiunque voglia occuparsi di banca nell'economia italiana e costituiscono un archivio della memoria del sistema bancario per le future generazioni.

Con il suo nuovo volume Angelo Varni si dedica alla storia dell'ACRI degli ultimi quindici anni. Con le sue trasformazioni organizzative e le profonde innovazioni operative, testimonia, da un lato, del grande riassetto del sistema bancario nazionale e, dall'altro, dell'affermarsi di una nuova realtà politica e culturale desiderosa di aprire spazi d'azione alle forze presenti nella società. L'obiettivo è quello di rompere il tradizionale soffocamento burocratico e centralizzatore per iniziare a credere - come all'origine delle istituzioni del risparmio po-

polare dei primi decenni dell'Ottocento - nella capacità di perseguire interessi generali attraverso l'autogoverno delle energie presenti nei diversi territori, in grado di affermare la loro autonomia. E' la vicenda, dunque, del percorso dalle Casse alle Fondazioni, con tutto il sovente contraddittorio processo di passaggio dalle tutele pubbliche agli inediti equilibri privatistici. E l'ACRI ne ha accompagnato le diverse fasi, qui ricostruite sulla base della sua ricca documentazione interna, in una prospettiva interpretativa rivolta a offrire un indispensabile punto di partenza per una complessiva ricostruzione di un periodo di così incisivi cambiamenti delle relazioni economiche e politiche del Paese.

Angelo Varni, uno studioso che ha dedicato ai temi di storia sociale e storia economica tra Ottocento e Novecento un'intera vita professionale, ci dà la 'summa' dell'attività di questi Enti in circa duecento pagine che ne raccontano la storia dalle origini ai nostri giorni. I quattro densi capitoli, suddivisi opportunamente in sottocapitoli, sono assai più di una storia dell'ACRI: sono una storia d'Italia vista da questi Enti. I titoli stessi dei capitoli rimandano alla storia generale del Paese e, benché la narrazione sia analitica e particolareggiata con un esame capillare di tutte le tappe seguite da questi Enti nel quadro politico e culturale in cui sono maturate, non manca il filo conduttore che - pur nella diversità dei contesti - segna la continuità del percorso.

La storia dell'ACRI, dall'imporsi dell'Italia industriale e consumistica degli anni Cinquanta fino alle scosse innovative nel sistema bancario provocate dalle convulsioni degli anni Ottanta, è inevitabilmente connessa con lo sviluppo economico, gli spostamenti sociali e le scelte politiche della realtà nazionale. L'Associazione è stata infatti interlocutrice delle esigenze di un'Italia minuta e lontana dai grandi circuiti finanziari, in equilibrio tra la pratica rappresentativa di una 'base' disomogenea e il perseguimento di un'autonomia decisionale nell'intreccio dei poteri 'che contano' sulle scelte economiche del Paese. Ricostruire la sua storia a tutto tondo significa quindi ripercorrere i mutamenti vissuti negli ultimi decenni dalla vita collettiva italiana, al centro come nelle periferie.

Utilizzando la documentazione d'archivio dell'ACRI, il volume di Varni analizza la specifica vicenda di una realtà associativa attenta e aperta alla modernizzazione economica e finanziaria della nazione,

ma anche legata ai valori tradizionalmente espressi dal sistema Casse di Risparmio.

Nel racconto, sempre puntuale, spicca il fatto che l'elemento di connessione tra le Casse di Risparmio non ancora allora ripartite nelle attività, tra la bancaria e quella di natura 'sociale', era l'Associazione che – come ha scritto Angelo Varni – "finiva per essere momento per momento lo specchio – magari frammentato e discontinuo – delle esigenze di quell'Italia minuta e lontana dai grandi circuiti finanziari da sempre conosciuta, assistita, fatta progredire dalle proprie associate. Nella ricerca, dunque, di un difficile equilibrio tra pratica rappresentatività di una 'base' disomogenea nelle dimensioni, da un lato, e, dall'altro, ruolo di autonomo intervento decisionale nell'intreccio spesso inestricabile fra 'i poteri' in grado di contare nelle decisioni economiche".

"Alla luce di una simile valutazione – è sempre Varni a scrivere – ricostruire a tutto tondo la storia dell'ACRI può significare ripercorrere le tante problematiche attraversate, al centro come nelle periferie italiane, dalle modifiche della vita collettiva di questi ultimi decenni, che hanno visto la penisola spingersi verso una modernizzazione accelerata destinata a coinvolgere e a sconvolgere tutti i tradizionali parametri interpretativi".

"Ci è apparso, quindi, opportuno – ha affermato Varni – effettuare una prima ricognizione su quanto poteva offrire, in termini di un approfondimento conoscitivo, il contatto diretto con i documenti dell'archivio romano dell'Associazione, sì da cogliere la linea 'politica' generale così come fu vissuta all'interno delle contingenze delle diverse fasi attraversate dal sistema economico e dai meccanismi del credito, non meno che dal 'clima' ideologico e delle connesse strategie del quadro partitico ...".

"Ciò che alla maggior parte delle associate pareva indispensabile mantenere – ha ricordato ancora Angelo Varni – era il radicamento dell'attività nelle diverse situazioni locali, non solo come eredità positiva del passato, ma anche quale connotato identificativo in grado di favorire la presenza ed il rapporto con il pubblico nel mondo di inediti rapporti con il quale ci si sarebbe dovuti misurare lungo gli anni a venire. Per ognuna di queste fasi è possibile con tutta evidenza approfondire i temi posti in luce confrontando le intuizioni e le scelte

dell'ACRI con quanto accedeva in altri ambiti e fra gli altri soggetti interagenti. E' l'impegno del futuro che potrà ora avvalersi di questo scenario costruito con i tasselli documentari rintracciati 'all'interno' dell'Associazione che mostra in ogni caso per molti tratti non solo un'intensa capacità aggregativa, ma pure l'attitudine ad esprimere una propria autonoma progettualità, frutto di una superiore elaborazione di sintesi di diversi e variegati punti di vista delle singole entità associate".

Come ha scritto, il Presidente dell'ACRI, Giuseppe Guzzetti, nella presentazione al volume di Varni, Casse s.p.a. e Fondazioni continuano a trovare nell'Associazione la loro naturale collocazione. E questo perché in nessun momento si è perso di vista quel legame con lo spirito fondativo di oltre un secolo e mezzo fa, quando si vollero favorire le spinte allo sviluppo anche delle più minute situazioni locali con capitali autonomamente raccolti all'interno di quei medesimi contesti. Una sussidiarietà ante-litteram, in grado di far crescere la società civile al di fuori dei pur necessari interventi dello Stato e delle sue diverse ramificazioni amministrative. Da qui, la parola-chiave che ha accompagnato tutte le vicende narrate nel volume di Angelo Varni: autonomia, un concetto inteso quale responsabilità di custodire risorse liberamente accumulate da una comunità e che a questa devono essere riferite nel modo più proficuo e trasparente.

Certo la storia ripercorsa, così ricca di momenti contraddittori, ma anche di univoche interpretazioni normative sancite dalla Corte costituzionale, potrà essere completata da più vaste analisi socioeconomiche sul ruolo in continua evoluzione avuto via via dalle Casse s.p.a. e dalle Fondazioni, utilizzando altresì la molteplicità di fonti documentarie esistenti sull'argomento. Eppure crediamo che dall'angolo prospettico del cammino associativo, ricostruito nel volume del Varni, si possa cogliere il senso della novità affermatasi in settori di così cruciali significati.

A chiudere idealmente il cerchio della riflessione è ancora Giuseppe Guzzetti che, nel volume, fa notare come le Fondazioni fossero cresciute anche nella 'qualità' dei loro interventi, secondo quanto testimoniava uno studio svolto dal CENSIS sul ruolo di questi Enti per lo sviluppo locale. Ma il dato più positivo messo in luce dalla ricerca stava nell'acquisita dimensione diretta a superare positivamente lo

stesso aspetto, ancora fondamentale, della sussidiarietà, per muoversi come soggetti in grado di 'aggiungere' risorse ad ipotesi di sviluppo già posti in essere dalle varie situazioni locali. E questa sembra, certo, una delle strade più proficue per far muovere le Fondazioni in sintonia con le esigenze della realtà nella quale sono chiamate a svolgere i loro compiti, tanto più ritrovando in tal modo il senso dell'eredità del passato dal quale provengono.

Adriano Prosperi (a cura di), *Livorno 1606-1806. Luogo di incontro tra popoli e culture*, Umberto Allemandi &C., Torino, 2009

Il titolo riprende quello del convegno che si tenne nell'autunno del 2006, in occasione del quarto centenario dell'elevazione di Livorno a rango di città, una concessione del titolo da parte del Granduca di Toscana Ferdinando I. E proprio da quel convegno emerse la ricchezza delle fonti storiografiche, i risultati della analisi sui vari settori quali la politica, l'economia, la società e la cultura, rivelando l'importanza e la necessità di una pubblicazione storica che approfondisse le interessanti origini della città di Livorno. L'obiettivo primario del volume, quindi, è stato quello di valorizzare lo studio e la ricerca della città di Livorno e del suo territorio, sottolineando soprattutto gli aspetti salienti che, tra il XVII e il XVIII secolo, ne hanno caratterizzato la trasformazione da villaggio in città e in porto mediterraneo. Una notevole serie di interventi di studiosi e accademici frutto di ricerche di materiale archivistico e documentazione inedita che raccontano l'affascinante storia della città, crogiuolo di incontri e convivenze di culture, lingue e religioni diversi.

Sostenuta dalla Fondazione Cassa di Risparmi di Livorno, questa iniziativa culturale ben si inserisce nelle consueta attività istituzionale della fondazione livornese di valorizzazione del proprio patrimonio artistico e culturale: "Mi piace pensare -scrive nella presentazione il Presidente Luciano Barsotti- a questo volume come a un momento di condivisione di atti e avvenimenti che appartengono alla cittadinanza livornese e allo stesso tempo come un modo di trasmissione delle sue origini e della sua storia, influenzata da usi e costumi di diverse

popolazioni che, favorite dall'istituzione del porto franco, e dalle cosiddette leggi livornine -emanate tra 1590 e il 1603- si insediano a Livorno creando un luogo cosmopolita animato dalle fogge più varie: iberiche, nordiche, ma anche colonie di italiani, genovesi, veneziani, napoletani".

All'origine dunque del progetto di studi – sia esso il convegno e poi la pubblicazione – lo scopo era quello di indagare la fase iniziale della storia livornese per rintracciarvi le ragioni storiche della convivenza tra quelle culture e religioni diverse che, in un'epoca di guerre incessanti, a Livorno trovavano invece condizioni ottimali per una vita laboriosa e tranquilla. Ciò che emerge negli studi infatti è proprio questo peculiare carattere di originalità di Livorno come luogo cittadino di coesistenza di esperienze e di culture differenti in un momento storico in Italia e in Europa segnato da tensioni e conflitti religiosi e culturali. Adriano Prosperi, curatore della pubblicazione, ci spiega nella premessa come l'iniziativa nasce innanzitutto da un preciso interesse politico e civile: "Al centro di tutto questo c'è una stessa coscienza storiografica e politica che guarda oggi agli incontri di culture come a una ricchezza civile e a un fattore di progresso e cerca di comprenderne le dinamiche al di fuori di ogni superficiale schematismo. Il fiore della tolleranza non è di quelli che si colgono facilmente. Il successo economico dei mercanti sefarditi di stanza a Livorno chiede, per essere compreso, non solo che siano ricostruite le condizioni politiche istituzionali che spalancarono loro le porte della città e li sottrassero alle persecuzioni inquisitoriali, ma anche che si analizzino le ragioni di quella modernissima capacità che essi ebbero di costruire reti di fiducia e di affari in grado di superare le più alte e remote barriere culturali". L'elemento infatti che caratterizza questi studi è che non presentano nulla della restrittiva visione localistica che sottende di solito le indagini storiche legate a una città o a un territorio. "Al contrario: qui si è fatta strada, per vie diverse ma con singolare coincidenza, la scoperta che la differenza culturale è una ricchezza e che finora non ne abbiamo assunto né come storici né come cittadini una coscienza adeguata".

I risultati delle giornate del convegno raccolti nel volume è difficile riassumerli tutti, ma già ad un primo sguardo si intuiscono le linee storiografiche che hanno impostato lo studio di Livorno attraverso

temi specifici seguendo le materie principali della politica, dell'economia e della cultura.

Il rapporto tra "origini" di Livorno e "caratteri originali" della città sono i temi su cui hanno ruotato gli interventi degli studiosi al convegno. L'approfondimento nel volume ha seguito tali direttive approfondendo un nuovo capitolo della storia della città da inserire nella attuale storiografia del settore di cui Livorno è "...l'incarnazione esemplare: un caso del tutto insolito – precisa ancora Prosperi – rispetto alla grande tradizione di storia delle città medioevali. Se teniamo conto della discussione antica sulle tipologie urbane codificate in base alle quali si riconosceva a un agglomerato urbano la dignità di città, Livorno sembra sfuggire a ogni criterio canonico: una formazione relativamente giovane, senza tradizioni antiche o medioevali. Sorta per volontà di un potere sovrano, popolata di genti nuove raccolte o invogliate a recarvisi sulla base di privilegi speciali, priva a lungo di quella sede episcopale che si riteneva essenziale per definire lo status di città, aperta a presenze che altrove erano vietate e condannate".

All'origine dunque del progetto di fondazione di Livorno è stato necessario stilare regole capaci di attrarre abitanti e stimolare traffici nel contesto del Mediterraneo, teatro di lotte tra popoli di diverse culture e religioni. Si trattò di un esperimento importante poiché dimostrò che la tolleranza religiosa e l'apertura a migranti ed esuli erano condizioni indispensabili per stimolare la crescita economica e la vita civile: "Rispetto all'immagine della città cristiana come cittadella assediata dagli eretici che allora dominava la retorica ecclesiastica della paura e del peccato, quell'esperimento dimostrò quanto forte fosse il legame fra tolleranza religiosa e crescita economica e culturale, fra pace religiosa e solidità statale".

Un volume dunque non solo ricco di fonti scientifiche e storiografiche. Un affascinante e stimolante lettura che riesce ad attrarre la curiosità del lettore attraverso le pagine ricche di storia di vita cittadina da cui attingere cultura, regole e comportamenti che possono stimolare e fungere da esempio alla attuale società, che come quella dovrebbe essere più tollerante e civile.

