

IL RISPARMIO REVIEW

3

Anno LX - n. 3 luglio - settembre 2012

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.

IL RISPARMIO

REVIEW

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

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*

3

Anno LX - n. 3 luglio - settembre 2012

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.ilrisparmioereview.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

COSTANTINO FELICE

Fondazione Pescarabruzzo: una storia di sussidiarietà
tra etica, economia e cultura

*Etics, economics and culture: the principle of subsidiarity
in the history of «Fondazione Pescarabruzzo»*

5

MARTINA NARDON - PAOLO PIANCA

Teoria del prospetto e valutazione di opzioni

Prospect theory and option pricing

41

GIOVANNI SABATINI

Nuovi modelli di *governance* e quote rosa

New models of governance and quotas for women

67

CINZIA BALDAN - FRANCESCO ZEN - TOBIA REBONATO

La gestione integrata del rischio di liquidità e del rischio di tasso di interesse
nelle banche: alcune evidenze empiriche

*Managing the liquidity risk and the interest rate risk
on banks: some empirical evidences*

83

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

121

**FONDAZIONE PESCARABRUZZO:
UNA STORIA DI SUSSIDIARIETÀ TRA ETICA,
ECONOMIA E CULTURA**

*ETICS, ECONOMICS AND CULTURE: THE PRINCIPLE
OF SUBSIDIARITY IN THE HISTORY OF «FONDAZIONE
PESCARABRUZZO»*

Costantino Felice

*Dipartimento di Metodi Quantitativi e Teoria Economica
Università di Chieti-Pescara “G. D’Annunzio”*

*Department of Quantitative Methods and Economic Theory
University of Chieti-Pescara “G. D’Annunzio”*

Il saggio fornisce una rapida sintesi di uno studio più ampio e approfondito che l'autore sta conducendo sulla Fondazione Pescaraabruzzo, la più grande per patrimonio dell'Italia meridionale peninsulare fra quelle di origine bancaria. Quella di Pescara, nonostante le difficoltà e i ritardi accentuatissimi per la crisi generale degli ultimi anni, resta una provincia alquanto dinamica dal lato economico e culturale: in particolare il suo capoluogo e il suo hinterland. Quale ruolo, in tale contesto, ha svolto finora, e continua a svolgere, la Fondazione Pescaraabruzzo? Che significato assume il suo operato nella comunità di riferimento? E quali effetti producono le sue molteplici iniziative – sul piano economico, culturale e sociale – nei processi di trasformazione che investono il territorio nel suo insieme? Nei percorsi di ricerca qui sperimentati si tenta di rispondere a questi interrogativi, con il proposito, peraltro, che se ne possano ricavare contributi di conoscenza e motivi di riflessione capaci di rendere il tradizionale quadro analitico e interpretativo sulle tematiche dello sviluppo quanto meno più sfaccettato e complesso.

PAROLE CHIAVE: SUSSIDIARIETÀ • SVILUPPO LOCALE • TERZO SETTORE • CAPITALE UMANO

The paper presents some highlights of a broader research which the author is carrying out on the Fondazione Pescaraabruzzo: the biggest foundation banking originated in Southern Italy (excluding Sicily and Sardinia). Regardless of the difficulties and the slow economic development due to the recent economic and financial crisis, the economy of the province of Pescara is one of the most dynamic in the Abruzzo region both on the economic and cultural side. Given this socio-economic framework, what is the basic role of the Fondazione Pescaraabruzzo? Why is it important for the community of Pescara? What kind of effects have the several cultural ventures on the transformation processes of the whole territory? The present research tries to address these crucial questions and aims to shed new light on the traditional approach to the themes of local development.

KEYWORDS: PRINCIPLE OF SUBSIDIARITY • LOCAL DEVELOPMENT • THIRD SECTOR • HUMAN CAPITAL

1. Premessa

Da almeno tre o quattro anni le scienze economiche e sociali stanno dedicando una particolare attenzione alle Fondazioni di origine bancaria. Al proliferare degli studi – convegni e relativi atti, libri, saggi, articoli di giornale – hanno concorso, e tuttora concorrono, almeno due circostanze: la ricorrenza del loro ventesimo anniversario, da cui sono venute sollecitazioni per tentarne un primo bilancio, e la crisi economico-finanziaria che le ha improvvisamente collocate su un piano di notevole rilievo nel sostegno alle banche di riferimento in difficoltà. Le Fondazioni di origine bancaria sono un fenomeno tipicamente italiano. Attualmente se ne contano 88, diverse tra di loro per dimensione e operatività territoriale, oltre che, talvolta, per le forme di *governance*. Perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico locale. La Fondazione Pescaraabruzzo dal lato patrimoniale è la più consistente del Mezzogiorno peninsulare. Essa inoltre si colloca al primo posto fra tutte quelle classificate dall'associazione di categoria di media grandezza. Ricostruirne le vicende dal suo sorgere nel 1992, a seguito della «legge Amato» di un paio di anni prima (anche se le loro funzioni in quanto tali hanno radici ben più antiche), fino ai giorni nostri, può dunque riuscire di grande utilità per la comprensione della recente storia non soltanto dell'Abruzzo, ma dell'intero Sud Italia essendone il contesto più sviluppato.

L'Abruzzo è una regione che, da «profondo Sud» fino al secondo dopoguerra, è riuscita, negli ultimi decenni del secolo scorso, a posizionarsi nei primissimi posti della crescita economica italiana, con la sua conseguente fuoriuscita – prima in Europa – dall'area del sottosviluppo. E anche in questo esordio del nuovo secolo la sua *performance* economico-sociale, pur facendosi sentire anche qui, ovviamente, gli effetti della crisi esplosa nel 2008 su scala globale (ma particolarmente pesante proprio in Italia e in Europa), continua a manifestare segni di vitalità o comunque di complessiva tenuta. Nel quadro di questa esuberante dinamica regionale, la provincia di Pescara ha mostrato – e tuttora mostra pur tra innegabili ritardi e vischiosità – una sua peculiare vivacità, segnalandosi tutto sommato come esempio di «localismo» virtuoso.

Quale ruolo, in tale contesto, ha svolto finora, e continua a svolgere,

la Fondazione Pescaraabruzzo? Che significato assume il suo operato nella comunità di riferimento? E quali effetti producono le sue molteplici iniziative – sul piano economico, culturale e sociale – nei processi di trasformazione che investono il territorio nel suo insieme? Nel presente studio si tenta di rispondere a questi interrogativi, con il proposito, peraltro, che se ne possano ricavare contributi di conoscenza e motivi di riflessione capaci di rendere il tradizionale quadro analitico e interpretativo sulle tematiche dello sviluppo quanto meno più sfaccettato e complesso.

Già la Banca Caripe (ex Cassa di risparmio di Pescara e di Loreto Aprutino), dalla cui esperienza la Fondazione pescarese deriva, era stata protagonista di primissimo piano nella metamorfosi economico-sociale evidenziata da Pescara e provincia soprattutto dalla costituzione di quest'ultima in periodo fascista. Sorta nei primi anni settanta dell'Ottocento con ovvie connotazioni di beneficenza e pubblica utilità, in un «borgo» tutto sommato di periferia (Loreto Aprutino), ma poi fortemente radicatasi su tutta la «quarta provincia abruzzese», e soprattutto nel capoluogo, essa è arrivata ad avere agli inizi del nuovo millennio riferimenti market-oriented funzionali a scenari più efficienti di crescita e di sviluppo locale. Ma è la Fondazione Pescaraabruzzo che, sia pure in una diversa veste, ne ha ereditato finalità e contenuti originari.

Peraltro il funzionamento di una Fondazione come Pescaraabruzzo, anche solo per le sue dimensioni e la sua stessa *governance*, come già del resto la Cassa di risparmio da cui è residuata, chiama in causa una molteplicità di soggetti economici e sociali: gruppi imprenditoriali, élites politiche e culturali, ceti professionali, municipalità e altri enti di varia natura. Pertanto la sua, oltre ad essere una storia «interna», è anche un storia «esterna»: una storia cioè del contesto provinciale e regionale alla cui evoluzione, da qualunque versante (economico, culturale e civile), essa contribuisce in misura considerevole. A uno sguardo di sintesi ne viene fuori, comunque, un percorso di sussidiarietà certamente virtuoso: un percorso nel quale gli abituali confini tra pubblico e privato, tra comparti tradizionali dell'economia e cosiddetto «terzo settore», diventano molto labili e incerti. In realtà sono le complessive dinamiche dello sviluppo locale che dalle molteplici intraprese della Fondazione Pescaraabruzzo – pur trattandosi

solitamente di «capitale invisibile» (ma considerevoli sono anche le infrastrutture materiali) – vengono non solo lubrificate, ma talvolta anche innescate all’inizio e sostenute poi con apporti determinanti dal lato progettuale, finanziario e logistico.

2. L’esordio: da una a due storie

La radicale mutazione dell’ordinamento bancario inizia, dunque, con la legge Amato. È da lì che viene la spinta decisiva per la trasformazione delle Casse di risparmio, e in generale degli istituti creditizi di diritto pubblico, in società per azioni, con la conseguente nascita, appunto, delle Fondazioni. Il nuovo quadro normativo era chiaro anche sulle procedure da seguire per attuare la riforma: «scorporo» dell’azienda bancaria dagli originari organismi; scissione di questi ultimi in due soggetti, gli «enti conferenti», le Fondazioni, e le «società per azioni conferitarie», le banche, poste nell’ambito del diritto commerciale; «conferimento» dell’azienda bancaria alla società per azioni conferitaria da parte dell’ente conferente, cui veniva affidata la gestione del pacchetto azionario detenuto nella società conferitaria. Alla fine di un percorso non sempre lineare, e tra vicissitudini varie di ordine giuridico e normativo¹, si avevano da una parte le Fondazioni, soggetti di diritto privato con finalità di pubblica utilità (dove però il confine tra pubblico e privato diventa alquanto sfumato), e dall’altra le banche, enti preposti all’attività creditizia e d’impresa, finalmente libere di operare secondo logiche di mercato. Sono queste, comunque, le complicate tappe che, insieme a tutte le Casse di risparmio, percorre anche quella di Pescara e Loreto Aprutino, sebbene arrivi all’appuntamento dopo una storia alquanto tormentata (Felice 2001).

1) Per un inquadramento del coacervo di leggi e decreti (oltre alle «direttive») che ridefiniscono l’ordinamento bancario si veda, per tutti, Patuelli (1999). Ma un chiaro profilo di questo percorso normativo è fornito anche da Corsico-Messa (2011), dove ovviamente di grande interesse è la Introduzione di Carlo Azeglio Ciampi (pp. 7-11). L’uscita di questo volume – significativo già dal titolo (Da Frankenstein a principe azzurro. Le fondazioni bancarie fra passato e futuro) – è stata accompagnata da un ampio dibattito sulle Fondazioni di origine bancaria, del cui momento più importante – l’incontro avutosi a Roma il 5 luglio 2011 con la partecipazione, insieme agli autori, di Giuseppe Mussari (presidente dell’Abi), Giuliano Amato (presidente dell’Enciclopedia Treccani), Giulio Tremonti (ministro dell’Economia e delle finanze), Roberto Napolitano (direttore de «Il Sole - 24 Ore»), l’ex premier Romano Prodi, Giuseppe Guzzetti (presidente dell’Acri) – si trova nota in «Fondazioni», XII, settembre-ottobre 2011.

È del 22 luglio 1992 il Decreto Ministeriale con cui si approva il progetto per dar vita al nuovo soggetto giuridico “Caripe SpA”, mentre è del successivo 30 luglio l’atto notarile di costituzione e contemporaneo “conferimento” dell’azienda bancaria. L’ente che «residuava» da tale operazione – per continuare con la terminologia burocratico-notarile d’uso in materia – era la «Fondazione Cassa di Risparmio di Pescara e di Loreto Aprutino» (Fondazione Caripe), il cui patrimonio netto iniziale ammontava a 134,6 miliardi di lire (69,5 milioni di euro), corrispondente al valore della partecipazione nella banca scorporata (pari cioè al capitale sociale di 80 miliardi e alle riserve per 54,6 miliardi di lire). Il provvedimento venne adottato appena in tempo sulla scadenza di legge. Per quanto l’ente conferente (Fondazione) dovesse destinare le risorse che gli derivavano dall’azionariato nella società conferitaria (banca) a scopi di «interesse pubblico» e «utilità sociale», suo compito principale restava la gestione oculata della partecipazione in quest’ultima, ai fini dell’attuazione completa della riforma, almeno fino a quando esso ne fosse rimasto titolare.

Quanto alla costituzione degli organi amministrativi e gestionali delle due neonate istituzioni, venivano confermati i preesistenti organigrammi. Nella Fondazione lo si stabiliva a norma di statuto: per tre anni i suoi amministratori sarebbero stati gli stessi della Caripe. Il primo Consiglio di amministrazione risultava pertanto composto dai medesimi nove membri in carica nella Cassa di risparmio al momento dello «scorporo». Il problema della incompatibilità tra incarichi nell’ente conferente (Fondazione) e incarichi nella società conferitaria (banca) si sarebbe trascinato a lungo (nei primi due-tre anni lo si incontra di continuo nelle discussioni del Consiglio di amministrazione)², senza che però di fatto si giungesse, sebbene a un certo momento diventi anche norma statutaria, a una conclusione chiaramente definita: fino al giugno 1996 l’avvocato Carlo Sartorelli resta presidente tanto della SpA che della Fondazione, mentre tra i consiglieri rarissimi sono gli

2) La questione riguardava del resto la gran parte delle Casse di risparmio italiane, tanto che l’impugnazione al Tar del Lazio prima e al Consiglio di Stato dopo dei provvedimenti ministeriali che tentavano di imporre il principio della incompatibilità era di solito assunta direttamente dall’Acri, anche dopo il referendum popolare della primavera 1993 con il quale venivano finalmente abrogate le norme del 1938 concernenti le nomine governative dei presidenti e dei vicepresidenti delle Casse.

avvicinamenti.

La Fondazione Caripe possedeva l'80% delle azioni che formavano il capitale sociale della Cassa (aumentato da 80 a 100 miliardi)³, mentre il restante 20% (il cui valore in concreto ammontava a una sessantina di miliardi: 20 per aumento del capitale sociale e 42 per sovrapprezzo delle azioni) era finito alla Cassa di risparmio delle provincie lombarde (Cariplo). Era dunque questo l'istituto creditizio prescelto dalla Caripe come partner per supportare in termini patrimoniali, organizzativi e commerciali, come almeno inizialmente si sperava, il processo di trasformazione strutturale al quale essa stava tentando di sottoporsi. D'altro canto, il medesimo accordo – un'«alleanza strategico-operativa» tesa, nelle intenzioni, a proiettare l'azienda in una moderna ottica concorrenziale (cfr. Caripe 1995, 21) – in Abruzzo l'avevano già stipulato la Cassa di risparmio di Chieti (Carichieti) e la Cassa di risparmio di Teramo (Tercas), mentre quella dell'Aquila (Carispaq) aveva preferito allearsi con la più vicina Banca di Roma, anche se in seguito si sarebbero avuti per tutte e quattro notevoli cambiamenti di rotta.

3. Gli obiettivi mancati: Cassa di risparmio regionale e Mediocredito abruzzese-molisano

Nel corso degli anni seguenti, come già nei precedenti, due obiettivi venivano mancati dal sistema bancario abruzzese (e quindi anche dalle rispettive Fondazioni): il consolidamento di uno specifico istituto per le piccole e medie imprese e la creazione di una Cassa di risparmio regionale attraverso la fusione di quelle provinciali. Il primo venne costituito: Mecam (Mediocredito abruzzese-molisano) si chiamava. Ma come altrove a un certo momento dovette chiudere i battenti. Una Cassa regionale invece, nonostante i ripetuti tentativi, non è mai riuscita a prendere corpo.

È indubbio che il nuovo corso – la «difficile metamorfosi» della finanza italiana – ponesse alle banche locali sfide ineludibili. Una

3) La valutazione economica della banca venne effettuata aggiungendo al patrimonio netto una stima di avviamento calcolata empiricamente sul 9% della raccolta media da clientela negli ultimi 12 mesi (esclusi i certificati di deposito). L'aumento del capitale sociale da 80 a 100 miliardi venne deliberato in un'assemblea straordinaria della Caripe SpA tenutasi il 10 dicembre 1992 (cfr. Caripe 1992, 39).

delle modalità di risposta che da parte delle Casse di risparmio abruzzesi si provò a mettere in campo, per fronteggiare con efficacia la inedita situazione, fu quella dell'aggregazione in organismi più potenti e competitivi. Vari tentativi erano stati compiuti in questo senso nel passato, tutti però risoltisi, come del resto accadeva spesso pure altrove, in un fallimento. Eppure appariva del tutto evidente che, con la globalizzazione, il quadro economico e finanziario non era più quello di un tempo.

I vantaggi che il «localismo» aveva apportato allo sviluppo delle Casse di risparmio, con riflessi a loro volta in genere positivi sull'economia delle zone di competenza, come ha evidenziato tanta letteratura sull'argomento (Cenni 1998, 77-78; Conti-Ferri 1997), erano molteplici: maggiore forza sul mercato dei depositi al dettaglio, informazioni più dirette sui clienti, migliore flessibilità operativa e così via. Ora però tutti questi «privilegi» derivanti dalle piccole dimensioni, che peraltro con l'avanzare dell'informatizzazione già tendevano a venir meno, non bastavano più. Nelle fasi di economia recessiva e ormai mondializzata, come in una certa misura furono i primi anni novanta, la forte compenetrazione nel contesto locale, come accadeva appunto nella fattispecie delle Casse di risparmio, poteva anzi tradursi in ulteriore elemento di fragilità. Non a caso le autorità monetarie spingevano verso le «operazioni di fusione e acquisizione», convinte che per questa via – specie in mercati come quelli meridionali caratterizzati da «elementi di segmentazione e da asimmetrie informative» (Galli-Onado 1990, 36) – si potessero conseguire livelli di maggiore concorrenzialità e quindi di efficienza.

Non si trattava soltanto di recuperare eventuali svantaggi – in termini di costi ed efficienza – attraverso le economie di scala. I problemi erano soprattutto altri: dotarsi di maggiori capacità operative, acquisire nuovi servizi e professionalità più adeguate, avere a disposizione un «pacchetto» di prodotti finanziari più variegato e allettante. Pur procedendo con speditezza in tutta quella serie di iniziative che erano indispensabili per ammodernare le aziende (riorganizzazione degli uffici, applicazione del nuovo statuto, informatizzazione dei servizi, aggiornamento del personale e così via), restava fondamentale il perseguimento di una politica di concentrazione al fine di pervenire a quella dimensione ottimale che potesse consentire più elevati livelli

di stabilità e forza, necessari per operare in un mercato bancario sempre più integrato e concorrenziale. A tale scopo erano ricominciate da qualche tempo le trattative tra le quattro Casse abruzzesi.

Per resistere agli attacchi «esterni», giacché un processo di concentrazione era comunque inevitabile, sarebbe stato necessario aggregare le forze «interne» per farne un soggetto capace di competere autonomamente nella nuova realtà finanziaria nazionale e internazionale. Ma ogni tentativo in questa direzione – nonostante la disponibilità a parole da più parti manifestata (particolarmente a partire da metà anni novanta) – continuava a rivelarsi infruttuoso. Mentre la politica espansiva delle banche nazionali appariva in tutta la sua forza ed evidenza, il sistema creditizio regionale – quello autoctono, se così vogliamo chiamarlo, costituito sostanzialmente dalle quattro Casse di risparmio, i cui vertici aziendali spesso erano espressione più dei partiti che non della realtà produttiva locale – pervicacemente si faceva risucchiare nella sua tradizionale fragilità e inconcludenza, resa a un certo momento ancora più lampante dal venir meno della Federazione regionale delle Casse di risparmio⁴, che talvolta in passato aveva dato quanto meno l'impressione di voler spingere verso il compattamento in un unico polo interprovinciale. E infatti allo stesso destino si sarebbe andati incontro, come accennato, nei restanti anni di fine secolo, quando di nuovo la questione venne testardamente riproposta.

Alla ipotesi di una *holding* regionale lavorò in quel periodo, con particolare impegno e convinzione, il neopresidente della Fondazione Caripe Nicola Mattoscio: già a partire dall'estate 1996, ma poi soprattutto nel corso dell'anno successivo («Il Centro», 27 giugno 1997), allorquando la discussione venne a incentrarsi su un documento preparatorio redatto, sempre dietro incarico delle quattro Fondazioni abruzzesi, da un esperto del settore. A un certo momento, con nota del

4) Con la distinzione, ai sensi della legge Amato (ma poi, con il decreto n. 385 del 1° settembre 1993, ci fu anche il nuovo Testo unico), tra le Fondazioni conferenti e le aziende di credito divenute società per azioni conferitarie, di fatto erano venuti meno i soggetti aventi titolo per partecipare alle Federazioni, di cui pertanto nel corso del 1994 viene dichiarato, con appositi decreti ministeriali, lo «scioglimento» (o la «estinzione»). Ovviamente a tale esito andò incontro anche la Federazione delle Casse di Risparmio degli Abruzzi e del Molise, come ora si chiamava da quando, con lo statuto approvato in base al decreto ministeriale del 5 luglio 1963 («Gazzetta Ufficiale», 20 luglio 1963, n. 193), vi aveva aderito anche la Cassa di risparmio molisana.

24 novembre 1997, egli si premurò di riassumere per i presidenti di ciascuna Fondazione le reciproche posizioni, così come rappresentate in precedenti riunioni. Nella parte riguardante Caripe venivano ulteriormente precisate motivazioni e modalità tecniche per conseguire, nelle condizioni date, lo scopo desiderato. Senonché, a distanza di qualche settimana, veniva a sapersi, solo tramite la stampa, dell'avvio di un processo aggregativo limitatamente alla Tercas e alla Carispaq: tentativo che poi sarebbe finito anch'esso in malo modo, nella primavera del 1999, con l'acquisizione della Carispaq nel controllo della Banca popolare della Emilia-Romagna.

Propositi di aggregazione su scala regionale ovviamente si sarebbero ripetuti anche in seguito, quando peraltro l'impresa sarebbe dovuta risultare più agevole per l'imporsi della globalizzazione e il progressivo venir meno dell'ingerenza dei partiti politici, di cui le Casse di risparmio, nei decenni della «prima Repubblica», fungevano in qualche modo da fortini e talvolta persino da forzieri. Della necessità di una «Banca d'Abruzzo», o comunque di una banca endogena che potesse aspirare a diventare leader nella regione, si è tornati a parlare, per esempio, ancora nel settembre 2011, in occasione di una indiscrezione neppure davvero fondata su un possibile interesse della Tercas di acquistare il 10% di Carichieti (detenuta per l'80% dalla rispettiva Fondazione e per il restante 20% da Banca Intesa). Dopo che l'istituto teramano, già nell'ottobre dell'anno precedente, aveva ottenuto la cessione della partecipazione azionaria (95%, ad un costo pari a 228 milioni di euro) detenuta dal gruppo Banco popolare in Banca Caripe (*Quindicesimo rapporto sulle Fondazioni di origine bancaria* 2010, 30-31), mentre la Fondazione Pescaraabruzzo restava in possesso del restante 5%, in aggiunta al 3,5% di partecipazione direttamente in Banca Tercas acquisita nel frattempo. Nuovamente però, di fronte a questa solo ipotetica «sfida», si assisteva a una levata di scudi da parte dei vertici di Carichieti in difesa delle proprie «identità» e «radici» («Il Centro», 18 settembre 2011; «Il Messaggero», 7 ottobre 2011), lasciando così che nella regione, per la persistente congenita debolez-

za delle molte banche locali spesso in lotta tra loro⁵, inevitabilmente restasse ancora «terreno vietato» anche il poter semplicemente discutere della necessità di dar vita ad una vera banca regionale.

4. Identità e autonomia

La storia della Caripe, tanto della Fondazione che della SpA, è tutta inscritta, nel corso degli anni novanta, entro una strategia di tenace difesa della propria identità e autonomia. Si trattava, peraltro, di perseguire una linea di presenza finanziaria, oltre che etico-civile, che fosse di sostegno allo «sviluppo locale»: non soltanto per il fatto che il «localismo», riconosciuto come valore da tutelare dalla stessa legislazione bancaria (Costi 1986, 405-408; Boccia 1995, 2-9), costituiva il pilastro – le «radici nel borgo» – su cui si era costruita la ultrasecolare vicenda di questa banca, ma anche perché ora sembrava questo – stando a una serie di risultanze empiriche e anche di «teorie» che se ne deducevano (Becattini 1989 e 1998) – il «modello di sviluppo» vincente: un modello che mostrava di trovare proprio in Abruzzo una delle sue aree di più sicuro e promettente attecchimento.

Ma per difendere la propria autonomia occorreva superare alcune intrinseche debolezze di cui soffriva non solo Caripe ma l'intero sistema creditizio abruzzese, e in particolare proprio le quattro Casse di risparmio, che del resto da sole continuavano a coprire circa il 50% dell'intermediazione finanziaria regionale, costituendo in tal modo un punto di riferimento essenziale per l'imprenditoria locale. Progressivamente avveniva lo sganciamento da Cariplo. Liquidate un paio di strutture di partnership con il colosso lombardo e altri istituti creditizi del Centro Italia, vale a dire Fincari e Caricentro, che con il trascorrere del tempo si erano rivelate veicoli di progetti industriali impraticabili, restava la compartecipazione al capitale sociale della Cassa pescarese-aprutina. Come già detto, Cariplo deteneva direttamente il 20% delle azioni, indirettamente disponeva attraverso Fincari del 3,6%, mentre il restante 76,4% stava in mano alla Fondazione.

Presto si giunse a un momento di svolta: Cariplo, di fronte allo scac-

5) Nel giugno 2011, stando alle rilevazioni della Banca d'Italia, esse erano detentrici solo delle seguenti quote del mercato finanziario abruzzese: 35,4% dei prestiti, 41,1% della raccolta e 36,7% dei depositi.

co subito a causa della disdetta dell'accordo commerciale con Caripe basato sulla vessatoria clausola di esclusività che costituiva un "oggettivo" preludio all'acquisizione formale della partecipazione di controllo del capitale, che quindi nella sostanza era già nei fatti, provò a disfarsi della propria quota intavolando per suo conto trattative di cessione con altri istituti creditizi. In effetti concluse un accordo in tal senso con la Banca popolare dell'Emilia Romagna (non a caso divenuta poi azionista di maggioranza della Carispaq). Sennonché a un certo momento la Fondazione Caripe decise di far valere il proprio diritto di prelazione. In una seduta del 2 marzo 2000 il presidente Mattoscio informò il Consiglio di amministrazione della Fondazione di aver inviato il 19 gennaio precedente una lettera in proposito ai presidenti della Cariplo e della Caripe (e per conoscenza al presidente della Banca popolare dell'Emilia Romagna). Ne era seguita una fitta e polemica corrispondenza. Infine, con delibera del 23 maggio 2000 il Consiglio di amministrazione della Fondazione deliberò in via definitiva il provvedimento: si procedette quindi al riacquisto di quel 20% di azioni Caripe detenute da Cariplo, riportando sotto il proprio diretto controllo l'intero capitale azionario della banca pescarese. La Fondazione ridiventava in tal modo proprietaria unica dell'azienda bancaria. Ma solo provvisoriamente, avendo dovuto indebitarsi, mancando di risorse proprie, per un equivalente del costo dell'operazione pari a cento miliardi di lire.

La conclusione dell'alleanza con Cariplo era però parte integrante di un «progetto di sviluppo industriale» che, come già detto, non implicava affatto l'esclusione di altri soci industriali ma anzi li postulava come un'esigenza prioritaria. Si trattava d'altro canto di ottemperare non soltanto alle continue sollecitazioni in questa direzione di Bankitalia, come veniva ribadito anche in rapporti ispettivi, ma anche alle pressanti disposizioni governative – già chiaramente esplicitate dalla prima «direttiva Dini» del 18 novembre 1994, dalla c.d. Legge Ciampi del 1999 e poi dai provvedimenti Tremonti del 2001-02 – che spingevano le Fondazioni, sia pure un po' confusamente, verso le dismissioni delle partecipazioni bancarie di controllo. L'obiettivo dunque di portare la «testa nel mondo», conservando tuttavia la peculiarità delle «radici nel borgo», restava un cardine della strategia perseguita, tanto che negli stessi mesi in cui si risolvevano i rapporti con Cariplo

venivano condotte trattative – destinate a durare l'intero anno 2000 (ma iniziate anche prima) – per un accordo di compartecipazione con un altro istituto che all'epoca appariva sul mercato ed alle autorità di vigilanza di «assoluta garanzia e solidità» («Il Tempo», 19 gennaio 2000; «il Centro», 23 gennaio 2000).

A un certo momento restavano sul tavolo solo due opzioni: Banca popolare di Lodi o Gruppo Imi - San Paolo. Alla fine fu la prima, anche alla luce di un progetto Iccri-Banca federale europea che sembrava in linea con l'evoluzione organizzativa in rete dei servizi finanziari cui era particolarmente interessata la prospettiva della Caripe, ad essere valutata di gran lunga la più completa e conveniente. Anche per essere società cooperativa legata al territorio e non scalabile secondo la pura logica speculativa fu dunque con la Banca popolare di Lodi che, alzando la quota di partecipazione al 30% del capitale azionario di Caripe, si pervenne a un soddisfacente esito positivo. L'atto conclusivo di tutta l'operazione – sottoscrizione dell'«accordo quadro», del «patto parasociale» e di una «ipotesi di modifica dello statuto» – si aveva sul finire dell'anno 2000. Come corrispettivo del 30% di capitale Caripe ceduto a Bipielle la Fondazione incassava circa 260 miliardi, pari a un valore di 86.666 lire per azione, che contribuiva ad incrementare notevolmente il suo patrimonio netto, nel 2001 salito infatti a 144.310.282.751 lire. Cento miliardi del ricavato furono destinati all'estinzione del debito precedentemente contratto per l'esercizio del diritto di prelazione sulla partecipazione Cariplo.

Il progetto industriale che ispirava tale scelta, potenziando il patrimonio di valori accumulati in 130 anni di storia, puntava a fare della Casa pescarese-aprutina un «polo bancario regionale, grazie a una rapida ridefinizione della rete commerciale, tale da coprire l'intero territorio abruzzese e i distretti industriali di regioni limitrofe»⁶. Si trattava di una tappa decisiva di quel «disegno strategico» che puntava ad avere, come si continuava a ripetere, la «testa nel mondo», preservando

6) Così ancora Mattoscio in un'intervista rilasciata a «il Centro», 29 dicembre 2000. Ma un'esposizione dettagliata dei contenuti della nuova partnership e dei percorsi non facili attraverso i quali si era pervenuti all'accordo, nonché dei successivi adempimenti per la sua piena attuazione, Mattoscio la forniva al Consiglio di amministrazione della Caripe SpA nella seduta del 29 dicembre 2000 e successivamente al Comitato di Indirizzo della Fondazione nella sua prima seduta di insediamento il 26 gennaio 2001.

tuttavia la propria identità di protagonista autonomo (le «radici nel borgo»). Si riteneva che ne uscisse in tal modo rafforzata la forza autopropulsiva del contesto locale anche dal lato finanziario, con proiezione su scala regionale e in una certa misura persino interregionale. In tutte queste operazioni siamo tuttavia – lo si vede – ancora in piena *governance* bancaria. E anzi in uno dei suoi passaggi più delicati: la definitiva smobilitazione della *partnership* con la potente Cariplo (ora Gruppo Intesa) e l'avvio di una nuova alleanza che avrebbe dovuto, con maggiore forza ed efficacia, proiettare l'antica Cassa di risparmio pescarese-aprutina sui mercati finanziari d'ambito locale avendo però come orizzonte operativo quelli imposti dalla globalizzazione. La metamorfosi avveniva, forse non a caso, sotto la doppia presidenza (banca e Fondazione) di Mattoscio. Ma di lì a pochissimo il quadro sarebbe cambiato totalmente: il 15 marzo 2001 egli annunciava al Consiglio di amministrazione della Fondazione di aver presentato il giorno precedente, all'analogo consesso della banca, le proprie dimissioni, anticipando di qualche settimana la naturale conclusione del suo mandato.

Pochi giorni dopo, per la precisione nella seduta del 22 marzo, ancora il Consiglio di amministrazione della Fondazione varava un «Regolamento per le erogazioni», approvato in via definitiva nella seduta del successivo 27 aprile (il Comitato di indirizzo lo avrebbe a sua volta ratificato il 17 maggio), con il quale si definivano criteri di maggiore rigore in questo specifico settore di attività. Con l'entrata in vigore di questo strumento la Fondazione – come spesso si sarebbe ribadito in seguito (Fondazione Caripe 2004, 14) – compiva un «salto di qualità» nella sua operatività istituzionale: quel regolamento era infatti il primo degli «strumenti integrati» che consentivano di affinare le proprie strategie di progettazione e di erogazione, in adempimento del nuovo Statuto redatto ai sensi della Legge Ciampi del 1999 e approvato nel luglio 2000 dal Ministero del Tesoro. Grazie alle precise regole che con esso venivano introdotte nella selezione degli interventi, di fatto si favoriva la crescita qualitativa delle forme associative, facendo in modo che la distribuzione delle risorse potesse risultare al tempo stesso – come spesso si ripeteva nelle relazioni di bilancio – «oculata, virtuosa e trasparente».

Dopo la cessione della prima *tranche* del 30%, altri due decisivi mo-

menti si sarebbero succeduti per le sorti della partecipazione in Caripe: uno nel 2003, con la vendita del 21% a Bipielle investimenti, e l'altro nel 2006-07, con la cessione di un ulteriore 44% alla Banca Popolare Italiana⁷ che nel frattempo aveva rilevato il controllo di BPL. Del capitale di Caripe a questo punto resta in dotazione di Pescaraabruzzo il 5%, segnando il progressivo distacco dalla banca d'origine, con la quale ovviamente si attenuano anche i legami organizzativi. Non a caso nello statuto del 2004 (art. 1) viene sancita la nuova denominazione di «Fondazione Pescaraabruzzo».

Il 2007 per Pescaraabruzzo è un anno di svolta. Tutti gli indicatori dell'andamento finanziario segnano uno scatto in alto. Ma soprattutto si rafforza il patrimonio della Fondazione, che poi continua a consolidarsi anche negli anni seguenti, nonostante la crisi economica e finanziaria esplosa a livello mondiale produca pure qui una contrazione degli introiti, soprattutto per il calo dei dividendi dalle residue partecipazioni bancarie. A questo punto, comunque, Pescaraabruzzo risulta collocarsi saldamente al vertice di tutte le consorelle del Meridione (oltre ovviamente che dell'Abruzzo)⁸, fatta eccezione delle isole. E anche tra quelle di dimensione media, dopo essere stata per anni nei primissimi posti, a partire dal 2008 (quando le Fondazioni medie sono 18), superando ampiamente i 206 milioni di patrimonio (la media meridionale era allora di 204 milioni di euro e quella nazionale di 562 milioni), svetta ormai al primo posto, essendosi approssimato nel 2011 alla soglia dei 210 milioni. Non va trascurato, inoltre, che la Fondazione nel corso del tempo e a vario titolo ha accumulato fondi di riserva per circa 35 milioni di euro che, di fatto, accrescono significativamente la consistenza "reale" dello stesso patrimonio netto.

Un'altra importante tappa, cui peraltro già s'è fatto cenno, avrebbe compiuto Banca Caripe nella propria ultrasecolare vicenda storica:

-
- 7) Ai fini della contabilità aziendale una buona sintesi di queste diverse tappe si trova anche nel Bilancio sociale del 2007 (pp. 20-1) e in quello del 2008 (pp. 20-1). Ma le informazioni e i dati riportati nel testo, relativamente alla smobilizzazione del capitale azionario di Banca Caripe, dirottandolo sul gruppo bancario di Lodi, sono ripresi, comprese le citazioni, soprattutto dal Bilancio consuntivo dell'esercizio 2002 (pp. 12-3) e da quello del 2003 (pp. 9-10).
 - 8) Si vedano in particolare le tabelle 3.9 e 2.8 rispettivamente del Dodicesimo rapporto sulle fondazioni di origine bancaria (2008, 76-8) e del Quindicesimo rapporto sulle fondazioni di origine bancaria (2010, 23 e 66-8), nonché Fondazione Pescaraabruzzo (2009b, 20).

sul finire del 2010, a conclusione di trattative in corso da tempo («Il Messaggero», 18 marzo 2010; «il Centro», 19 marzo 2010), il suo intero capitale detenuto dal Banco popolare (a eccezione del 5% in dotazione di Pescaraabruzzo) finiva in proprietà della Tercas, l'ex Cassa di risparmio della provincia di Teramo, che per tale operazione sborsava 228 milioni di euro. Da «grande collettore di risparmio» per le strategie del potente gruppo nordico – questo il convincimento manifestato allora dai vertici della banca teramana (e ora anche pescarese) («Il Messaggero», 7 ottobre 2011) – Caripe veniva in tal modo ricondotta nell'alveo della sua territorialità provinciale e regionale, con la possibilità di ritrovare e irrobustire la propria autonomia, consolidando nell'insieme (Caripe e Tercas, compreso un 15% della toscana Binter) una «rete» che nell'autunno del 2010 poteva vantare 153 sportelli disseminati in ben cinque regioni. In diverse circostanze, come anticipato, questo importantissimo passo della Tercas avrebbe dato l'impressione di voler essere – e del resto così talvolta lo si è rappresentato – solo una prima tappa verso la creazione di quella «Banca d'Abruzzo» che dal secondo dopoguerra (e di tanto in tanto fin da prima) ha alimentato le aspirazioni degli ambienti più colti e illuminati della politica e dell'economia regionale. Ma per ora, sempre a causa dei soliti localismi, oltre quella «tappa», che pure dava luogo al più importante polo creditizio abruzzese, non si sarebbe andati. Al 31 dicembre 2011, la Fondazione Carichieti continuava a controllare l'80% della sua antica banca conferitaria (il 20% appartiene a Banca Intesa), mentre la Fondazione Carispaq detiene solo il 5% della non meno antica Cassa di risparmio aquilana (Colapietra 1973; Conte-Sabatini 2009), il cui azionista di maggioranza, la Banca popolare dell'Emilia Romagna, contiene dentro la sua «pancia» anche la Banca popolare di Lanciano e Sulmona (Bl), la quale rimane pur sempre uno degli istituti maggiormente presenti in ambito abruzzese.

Ma non era certo di scarso rilievo il fatto che, sempre nel 2010, la Fondazione Pescaraabruzzo, dopo che due anni prima aveva investito oltre 15 milioni e mezzo proprio in Tercas, abbia poi acquistato ulteriori sue azioni per quasi 1,655 milioni di euro, portando il totale del capitale detenuto in quella banca a oltre 17 milioni (quota del 3,5%) (Fondazione Pescaraabruzzo 2011, 34-5), vale a dire la partecipazione di gran lunga più alta fra tutte quelle allora in possesso di Pescara-

bruzzo. Il tema delle partecipazioni verrà analizzato meglio tra breve; ma si può già anticipare che dal pacchetto azionario della Tercas veniva la maggiore quota di dividendi.

Dopo il 2007, grazie alla sostanziosa plusvalenza incassata dalla vendita del pacchetto azionario di Caripe al Banco popolare, il raggio delle partecipazioni in altri enti e istituti bancari poteva ampliarsi notevolmente. L'operazione più importante sarebbe stata senz'altro l'investimento in Tercas dell'anno dopo. Di rilievo dovevano però risultare anche l'accesso, sempre nel 2008, al capitale della Banca popolare di Lanciano e Sulmona, con un investimento vicino ai tre milioni di euro (quota dell'1%), e il successivo incremento del pacchetto azionario detenuto in Banca Serfina, salito dall'1,07% all'attuale 9,9%⁹. Abbiamo, in altri termini, un tentativo finalizzato al ritorno di capitali da istituti creditizi del Centro-nord, verso istituti tipicamente abruzzesi, provando così anche ad influire per far fare loro rete, con ovvie ricadute positive sul territorio regionale.

Avendo dunque presente la serie di passaggi che portano Pescaraabruzzo al distacco dalla sua originaria banca conferitaria, diventa meglio comprensibile anche la sua struttura di bilancio. La conservazione e l'incremento del patrimonio, dal quale ovviamente dipende la capacità operativa della Fondazione, nel corso del tempo sono assicurati, oltre che dai contenuti dividendi dei pacchetti azionari detenuti nelle banche (inizialmente nella sola Caripe ma poi anche in altre), soprattutto dai risultati degli investimenti finanziari rappresentati dai flussi cedolari dei titoli prescelti. Nei primi anni di vita della Fondazione Caripe la gestione di questi ultimi veniva affidata al Servizio finanziario della partecipata Caripe, dalla quale veniva non a caso anche il più sostanzioso afflusso dei dividendi. Era un segnale, anche questo, del «legame organico» allora esistente tra i due enti. Ma procedendo mano a mano il processo di sganciamento dall'istituto di credito conferitario, anche la destinazione dei capitali cominciava a prendere strade diverse, che negli ultimi anni, di fronte all'aggravarsi della crisi, hanno in una certa misura preservato Pescaraabruzzo dal «ruolo

9) Con Cna Abruzzo e Bsl, Pescaraabruzzo era a questo punto il terzo azionista di Serfina, una banca con aspirazioni d'ambito regionale («Il Centro» e «Il Messaggero», 15 luglio 2009).

perverso» giocato in genere dalle Fondazioni nella ricapitalizzazione delle banche (Boeri-Guiso 2012; Riva-Piana 2012). Anche sulla Fondazione pescarese, di fronte ai rischi di tenuta delle «nozze» tra Tercas e Caripe, da influenti ambienti del mondo economico regionale venivano pressioni per un maggiore impegno nelle partecipazioni delle due banche, accampando magari – come ha scritto qualche giornale (Mastri 2011) – ragioni di «coerenza con la mission di tutela degli interessi del territorio». E tuttavia la diversificazione degli investimenti resta una scelta strategica. Viene ad attuarsi quello che da un certo momento si ribadisce in quasi ogni relazione di bilancio: amministrare il patrimonio osservando «criteri prudenziali nell’assunzione dei rischi» attraverso un’oculata «diversificazione degli *assets* in varie forme tecniche di investimento» (Fondazione Pescaraabruzzo 2010a, 4).

5. *Operating e community foundation*

Già lo statuto del 2000, ma poi soprattutto quello del 2004, rispondevano alla logica del «buon governo» conseguito attraverso il coinvolgimento degli interlocutori sociali e territoriali (dopo le sentenze 300 e 301 della Corte costituzionale contro la cosiddetta «legge Tremonti»), con la novità in quello del 2004 – per la verità non da poco – che le istituzioni della società civile aventi diritto a designare a turno propri componenti nel Comitato di indirizzo venivano ridotte da sei a tre: Accademia d’Abruzzo, Associazione scuola, cultura ed arte, Fondazione per la promozione della cultura professionale e dello sviluppo economico, che però hanno avuto riconosciuta la facoltà di designazione in via continuativa. In analogia con le grandi Fondazioni private di diversa provenienza, anche per quelle di origine bancaria come la ormai Fondazione Pescaraabruzzo si usciva, comunque, dalla «vecchia logica di ente selezionatore di richieste di intervento finanziario per andare verso quella di realizzatore di programmi, propri e di terzi, anche in *partnership* con le realtà più dinamiche del territorio, pubbliche e private, e in sintonia con le esigenze concrete della collettività di riferimento» (Fondazione Pescaraabruzzo 2006, 8). Il successivo statuto del 2006, come quello più recente del 2009, avrebbero sostanzialmente confermato tale impianto.

Anche i settori in cui la Fondazione persegue i suoi «scopi di utilità

sociale» (art. 2) venivano dai nuovi statuti ulteriormente ribaditi e precisati: ricerca scientifica; istruzione e formazione; arte, conservazione del patrimonio artistico, valorizzazione delle attività e dei beni culturali e ambientali; salute pubblica. Ma l'obiettivo di maggiore novità – specie se si tiene conto delle difficoltà e delle incertezze che persistevano (nonostante la legge Ciampi) circa le funzioni e gli assetti organizzativi delle Fondazioni di origine bancaria (Ristuccia 2000; Barbetta 2000; Corsico-Messa 2011; Rossi 2011) – era forse la «promozione dello sviluppo economico», nel cui ambito veniva compreso anche il cosiddetto «terzo settore». La formulazione degli statuti al riguardo recepiva del resto il dispositivo della riforma (decreto legge n. 153 del 1999, art. 2, 1° comma) secondo cui le Fondazioni «perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico secondo quanto previsto dai rispettivi statuti [...] in rapporto prevalente con il territorio».

A questo punto, comunque, Pescaraabruzzo non soltanto confermava la sua tradizionale identità di essere *grant-making foundation* (ente erogatore di contributi per finanziare progetti realizzati da terzi) e *operating foundation* (soggetto realizzatore di progetti propri), ma assumeva anche una funzione da *community foundation* (per stare ancora alla tassonomia anglosassone), cioè di ente che poteva esso stesso raccogliere fondi (lasciti, donazioni, finanziamenti, ecc.) da destinare esplicitamente, attraverso adeguati investimenti, all'accrescimento del proprio patrimonio o della propria attività istituzionale (erogazioni o realizzazione di progetti): diventava insomma – per dirla con le parole del presidente Mattoscio – un «soggetto aperto alle istanze innovative della società civile e [...] soggetto esso stesso di innovazione per e nella società civile, mantenendo un autorevole ruolo specifico ed autonomo, ma sinergico con l'intera comunità della sua provincia» (Mattoscio 2000).

La redditività del patrimonio in tale ottica viene certo a configurarsi come una «variabile strategica» della complessiva attività di Pescaraabruzzo, ma essa andrebbe valutata – si ribadisce spesso nelle relazioni di bilancio – non soltanto sulla base dei freddi indicatori economico-finanziari, bensì anche – per quanto i parametri da considerare possano risultare di difficile misurazione e definizione – in rapporto alla generale crescita della società: una crescita di cui la Fondazio-

ne Pescaraabruzzo, come vuole il modello *operating*, punta ad essere «motore» e «catalizzatore» (termini frequentemente adoperati nella documentazione di prammatica).

Nell'attivo di bilancio, oltre alle normali operazioni finanziarie, a un certo momento cominciano a rientrare anche i beni materiali e immateriali di cui Pescaraabruzzo entra mano a mano in possesso. Si parte con l'acquisizione di importanti opere d'arte nel corso del 2000: *Gregge al pascolo* di Michetti, *Gli Etrusci* di Schifano, ecc. Si pensi che nel periodo da ottobre 1999 a tutto il 2000 si spesero per questo settore quasi 298 milioni di lire, «anche in previsione di un futuro allestimento di una pinacoteca aperta al pubblico» (Fondazione Pescaraabruzzo 2001, 12). Nell'esercizio 2002 alla voce «Beni mobili d'arte» veniva fatta corrispondere la somma di 153.749 euro, che l'anno dopo salgono a 157.149 e poi nel 2004 a quasi 264.150 euro. Ma alla fine del 2003 tra le «immobilizzazioni materiali» troviamo anche due importantissimi beni immobili: l'edificio di corso Umberto I che è sede della Fondazione, del valore di oltre sette milioni e mezzo di euro, e il cinema-teatro Massimo, del valore di quasi cinque milioni di euro (Fondazione Pescaraabruzzo 2004, 37). Negli anni seguenti tanto il patrimonio immobiliare che quello artistico si arricchiscono ulteriormente. A proposito di immobili vale la pena ricordare che sul finire del 2007 la Fondazione si dota, per una loro più adeguata gestione, di un proprio ente strumentale, l'Immobiliare Corso Umberto, totalmente controllato da Gestioni culturali (Fondazione Pescaraabruzzo 2010b, 47 e 62), l'altra sua società preposta alla promozione delle attività artistico-culturali. Tramite la Immobiliare nel 2007 Pescaraabruzzo acquista nuovi locali adiacenti alla propria sede per ampliare gli spazi della *Maison des arts* e svolgervi le attività formative dell'Istituto superiore per le industrie artistiche (Isia), e poi nel 2009, con 600.000 euro, acquista anche lo stabile dove Eurobic (altro ente strumentale) già disponeva di suoi uffici, a Chieti Scalo, pure destinato in prevalenza ad attività di qualificazione del capitale umano abruzzese nonché all'offerta di servizi reali alle imprese e agli enti territoriali. Nella gestione oculata del patrimonio finanziario, sempre seguendo i principi del modello *operating*, rientrano ovviamente i progetti complessi di ampio respiro pensati e realizzati in proprio, o anche in compartecipazione con altri soggetti adeguatamente coinvolti. La loro

formulazione e selezione avvenivano – ieri come oggi – in base a tre principi ribaditi in ogni relazione di esercizio: ricadute sul territorio, durata pluriennale, iniziative consolidate. Nella valutazione della redditività patrimoniale si dovrebbe tenere conto, dunque, pure dell’impatto che iniziative di questo genere producono – persino in termini di valore aggiunto – sul territorio di riferimento. Anche su tale versante, al di là dei meri dati numerici, il vertice della Pescaraabruzzo può vantare alla fine cospicui risultati; ad esempio, il Campus dell’accoglienza, la *Maison des arts* con le sue molteplici manifestazioni di arte e cultura, il *network* Pescara Cityplex con i suoi prestigiosi cineteatri e iniziative, come peraltro la scuola di alta formazione accademica Isia, sono senz’altro operazioni in grado di creare il cosiddetto «indotto» nella società circostante: non soltanto in termini propriamente di benefici derivanti dall’attività erogativa ma anche – il che forse è ancora più importante – di qualificazione del cosiddetto «capitale umano» e del significativo valore aggiunto diffuso nelle dinamiche territoriali per la produzione di nuova ricchezza.

6. Elargizioni e *network* infrastrutturale

Allorquando Pescara punta a diventare una «città d’arte e cultura», la Fondazione Pescaraabruzzo viene ad esserne un fondamentale pilastro, non soltanto per la serie di manifestazioni artistiche e culturali che essa, direttamente o indirettamente, ogni anno riesce ad organizzare, quanto soprattutto – come a un certo momento le riconoscono gli stessi amministratori comunali¹⁰ – per le infrastrutture materiali che a tale scopo può mettere a disposizione. A parte i locali della propria sede di corso Umberto (Sala dei convegni, *Maison des arts*, ecc.), l’acquisto e la riqualificazione dei cineteatri Massimo e Circus ai quali si aggiunge la gestione del Sant’Andrea, come pure la sostanziosa *partnership* offerta alla municipalità per l’acquisizione e il rilancio del teatro Michetti (soprattutto la riqualificazione architettonica della facciata per un importo complessivo di 250.000 euro), consentono non soltanto di preservare la fisionomia urbana di Pescara come storicamente è ve-

10) Si veda in proposito la rappresentazione che viene fornita dal Quaderno Comune Pescara 2006, *Il Sole 24 Ore* - Comune di Pescara, Pescara 2006, pp. 22-4, dove si trova anche un’illuminante intervista all’allora assessore alla Cultura Adelchi De Collibus.

nuta definendosi nei suoi tratti fondamentali, ma anche di potenziare, con il restauro architettonico e la fruibilità pubblica di questi antichi e pregiati edifici pubblici, il patrimonio della rete infrastrutturale che – appunto sul piano dell’arte e della cultura – la città dannunziana può orgogliosamente offrire ai suoi abitanti e ai suoi turisti. Con il tempo questo ruolo della Fondazione quale supporto logistico e materiale, oltre che «mecenate di qualità» per le manifestazioni artistico-culturali di ogni genere, a Pescara soprattutto ma anche in altri centri della provincia, come vedremo, si consolida ulteriormente.

Le procedure per l’assegnazione delle risorse sono sottoposte a precisi criteri, molto ben definiti, dal *Regolamento per le erogazioni*, adottato dal Comitato d’indirizzo nelle sedute del 17 maggio 2001 e del 30 gennaio 2006. Vi si prevede che possano essere promossi e finanziati due tipi di progetti: quelli propri (anche se in collaborazione con terzi), definiti e selezionati in base a tre orientamenti richiamati in ogni relazione di esercizio riconducibili a linee di azione sistemiche nell’ambito degli obiettivi programmatici dell’Istituto (ricadute sul territorio, durata pluriennale, iniziative consolidate), e quelli proposti da terzi. In genere sono i primi a prevalere, soprattutto per ammontare delle spese. I progetti propri arrivano a coprire tra il 70 e il 90 per cento circa delle erogazioni complessive (nel 2009 erano il 90%, nel 2010 il 69% e nel 2011 l’81%), dopo che mano a mano erano andati crescendo anche negli anni precedenti (42% nel 2007 e 57% nel 2008) (Fondazione Pescarabruzzo 2011b, 47). Sul finire del decennio scorso, tra la quarantina di progetti propri che si stavano portando avanti, nei bilanci sociali ne venivano segnalati almeno cinque-sei più importanti: microcredito e promozione dell’artigianato locale; Ponte del mare (fino al 2009); restauro dell’abbazia di San Clemente a Casauria (dopo il terremoto aquilano); corso triennale di primo livello Alta formazione artistica e musicale (Afam) in disegno industriale; Campus dell’accoglienza in collaborazione con la Caritas pescarese; distretto sull’economia della conoscenza; nuove infrastrutture culturali. Naturalmente nell’attività erogativa vengono privilegiate le associazioni no-profit.

Quanto specificamente ai contributi elargiti a terzi, una volta messi a punto i programmi (tanto quelli triennali che annuali), vengono emanati gli avvisi pubblici per l’erogazione delle risorse nei vari set-

tori. Le domande che arrivano, in larga prevalenza sono concernenti sempre il settore «Arte, attività e beni culturali», solitamente seguito da «Educazione, istruzione e formazione». Anche il numero delle richieste, oltre che crescente di anno in anno, risulta di solito esorbitante rispetto alle concrete possibilità di soddisfarle. Diventa inevitabile alla fine, per un motivo o per un altro, doverne respingere diverse. Di fronte a questa pressoché abituale eccedenza delle istanze, tanto per numero che per volume di denaro, spesso anche in misura considerevole, rispetto ai plafond di spesa prefissati, spetta poi a due apposite commissioni svolgere un primo lavoro di cernita e selezione dei «meritevoli». Mentre la verifica in particolare dei requisiti di ammissibilità e della rispondenza ai criteri di valutazione viene fatta dallo staff tecnico, coordinato dal delegato al procedimento. Dopo la *fase preliminare* (raccolta delle richieste avanzate da terzi), questa è la cosiddetta *fase istruttoria*. Per quanto le domande accolte aumentassero di anno in anno, una certa quantità di esse, come già detto, finisce inevitabilmente con l'essere respinta. Di solito, infine, il Consiglio di amministrazione (*fase deliberativa*) fa proprie le risultanze cui le due commissioni pervengono, passando poi le «pratiche» all'area amministrativa addetta alle attività istituzionali, che suole gestirle fino alla liquidazione¹¹.

Dal lato del patrimonio artistico, comprensivo più in generale della conservazione e valorizzazione dei beni culturali e ambientali, il comparto cui si suole destinare, come già detto, la quota più elevata delle erogazioni (talvolta anche oltre la metà del totale), continuano a segnalarsi per valore e consistenza le attività editoriali, tanto quelle promosse come «progetti propri», quanto quelle realizzate in collaborazione con altri soggetti (Ferraro, 1997 e 1998). A parte le collane «Giovani scrittori» e «Giovani poeti», fin dall'ottobre del 2000, ad esempio, si poteva esibire un nutrito elenco di opere. Ma poi si è assistito a un continuo crescendo di pubblicazioni, soprattutto con le prestigiose collane “Orizzonti” e “Arte e Cultura”.

L'ente strumentale «Gestioni Culturali Unipersonale» (questa la sua denominazione completa) è stato creato nel febbraio 2004. E ha comin-

11) La illustrazione più esauriente del processo di selezione e di erogazione dei contributi è fornita dai bilanci sociali del 2008 (pp. 30-1) e del 2009 (pp. 31-2).

ciato subito ad operare. Il 1° marzo esso ha stipulato con la Fondazione, suo unico socio, il contratto di locazione del cineteatro Massimo per l'esercizio dell'attività musicale, teatrale e cinematografica, oltre che di qualunque altro evento culturale o manifestazione di pubblico interesse. La società Gestioni culturali ha assunto inoltre un ruolo di supporto e integrazione dei progetti Pescara Cityplex e Spazioinformagiovani, che pure sono stati attivati in quel lasso di tempo. Con il primo la Fondazione si proponeva di riaprire al pubblico e rivitalizzare le più importanti sale di spettacolo presenti nei centri storici del Pescaraese, in modo da realizzare un inedito circuito cinematografico e teatrale che coinvolgesse l'intero perimetro provinciale. Il punto di partenza, come già detto, era stato l'acquisto, l'anno precedente, del cineteatro Massimo, ma poi si stava proseguendo con la riapertura e la gestione del cineteatro Sant'Andrea di Pescara, come pure del cinema comunale di Popoli. Nel 2005 si sarebbe aggiunto il cineteatro Circus, con conseguente notevole incremento della dotazione immobiliare in capo a Pescaraabruzzo. In tale periodo, sempre tramite l'ente strumentale Gestioni culturali, la Fondazione riusciva a beneficiare, per la riqualificazione di questo ormai imponente *network* infrastrutturale (Fondazione Pescaraabruzzo 2008, 34), di un contributo di 330.000 euro da parte del ministero dei Beni e delle attività culturali.

8. La prospettiva distrettuale: arte diffusa e mecenatismo di qualità

Il principio ispiratore delle scelte compiute da Pescaraabruzzo nel corso degli ultimi anni resta quello del «catalizzatore» di processi sinergici mediante il coinvolgimento di più soggetti attivi nella società civile senza scopo di lucro. Un impegno particolarmente sostanzioso e convinto è stato profuso in tal senso nel campo dei musei di vario genere, trattandosi appunto di organismi potenzialmente stabili e permanenti: componente essenziale – anche in questo caso – di ciò che gli economisti chiamano «capitale sociale fisso». Il presidente Mattoscio, coltivando del resto in materia (economia della conoscenza, distretti culturali, *new economy*) una spiccata predilezione anche come studioso, già in un Consiglio di amministrazione del 26 ottobre 2000, illustrando il sostegno alle iniziative promosse dal Museo nazionale del cinema e degli audiovisivi e dalla Fondazione d'arte moderna,

sosteneva che nel complessivo sistema museale l'allora Fondazione Caripe avrebbe dovuto assumere un «ruolo strategico» non solo in termini di erogazioni ma anche di *governance*. Si stava discutendo dei progetti avanzati sempre da enti museali (alcuni stavano cercando anch'essi di costituirsi in Fondazioni): Museo Castello di Nocciano, Casa di Dante di Torre de' Passeri, Museo d'arte moderna Vittoria Colonna, Fondazione mediamuseum, Fondazione museo genti d'Abruzzo. L'argomento, a giudizio di Mattoscio, richiedeva «attenta riflessione», anche con riferimento ad altre analoghe istituzioni: Fondazione musei civici di Loreto Aprutino, Fondazione Museo delle tradizioni ed arti contadine (Mutac) di Picciano, Museo Cascella, Museo diocesano di Penne, Museo Paparella Treccia di Pescara. Operando sinergicamente tra le varie istituzioni del settore (che fossero o meno già Fondazioni aveva poca importanza), si trattava di puntare a fare di queste strutture degli «snodi» di un possibile «distretto culturale», del resto già indicato – come peraltro si andava facendo da parte di altre Fondazioni ben più quotate («Fondazioni» 2011, 4) – quale obiettivo da perseguire nel *Piano programmatico pluriennale*, finalizzato alla «valorizzazione anche economica della provincia». Era un tentativo di mettere in pratica il principio della cosiddetta «sussidiarietà orizzontale», che pure da più parti in quel periodo si andava teorizzando per innescare dinamiche virtuose di crescita civile ed economica insieme: un principio al quale i vertici della futura Pescaraabruzzo si sarebbero attenuti – peraltro ribadendolo anche in dichiarazioni pubbliche (Di Miero 2010, 2) – pure negli anni seguenti. Il modello distrettuale, insomma, dall'universo dei processi di industrializzazione, dove in quello scorcio di anni sembrava conseguire i massimi successi, veniva trasposto sul piano della produzione e fruizione culturale. In tutta la provincia di Pescara, e forse nell'intero Abruzzo, la Fondazione Pescaraabruzzo rimane la istituzione no-profit distintasi maggiormente nel recupero di tutta una serie di spazi culturali, simboli storici della modernizzazione novecentesca, che nell'impatto con le ulteriori innovazioni nel campo dell'arte e dello spettacolo, specialmente le multisale dell'area metropolitana, avrebbero rischiato di andare definitivamente perduti. Il «salvataggio» di importanti strutture immobiliari come i cineteatri Massimo, Circus, Sant'Andrea e Michetti («Il Centro», 14 marzo 2010), componenti essenziali e altamen-

te rappresentativi della nuova «città dannunziana», che nel mondo della postmodernità potevano finire trasformati in garage o supermercati, ha il merito non soltanto di riconsegnare alla fruizione pubblica edifici prestigiosi che a tale scopo erano stati costruiti, ma anche di preservare, in tal modo, l'identità urbanistica e funzionale della Pescara storicamente edificatasi nel tempo. Avviato nel 2003 con l'acquisizione del Massimo, è andato costruendosi negli anni, grazie al progetto Pescara Cityplex e alla sua gestione attraverso la società strumentale Gestioni culturali, un sostanzioso *network* di infrastrutture culturali che può legittimamente configurarsi come vero e proprio «distretto culturale» (Fondazione Pescarabruzzo 2009b, 48-49), in grado di offrire circa 3.500 posti a sedere e un'accoglienza riscontrata in media nel triennio 2008-2011, tra i vari spettacoli ed eventi, in circa 350.000 ospiti annui. In effetti, l'idea di promuovere un vero e proprio «distretto culturale» nella provincia di Pescara è stata una scelta consapevole ed approfondita della Fondazione, maturata peraltro in tempi davvero pionieristici. Allo scopo si è fatto realizzare nel 2004 alla società Goodwill uno studio coordinato da Pierluigi Sacco (allora professore dello IUAV), che rimane tuttora un prototipo di riferimento nella letteratura sulla materia (www.fondazionepescarabruzzo.it). Un altro studio è stato specificamente dedicato alla rete museale ed alle altre istituzioni artistiche e culturali della città di Pescara (Rocchi 2004).

Analogo discorso vale per il recupero dei monumenti e delle opere d'arte non soltanto a Pescara ma nell'intera sua provincia (e non solo). Una dimostrazione dell'enorme mole di lavoro svolto dalla Fondazione in tale ambito, sempre con la supervisione della Soprintendenza ai beni culturali, è fornita dal volume *L'arte svelata*, che ricostruisce le vicende, con il supporto di schede critiche e tecniche, di ben sette sculture e di quasi una cinquantina di dipinti restaurati, oltre che di nove opere che si fanno rientrare, alquanto impropriamente, nelle «arti minori». E dopo l'uscita di questo prezioso libro (siamo nel 2007) altri interventi dello stesso tipo sarebbero stati portati a termine nell'ambito di progetti spesso pluriennali. Si consideri che dal 1992 al 2011 risultano ammontare a un centinaio le opere complessivamente restaurate su iniziativa di Pescarabruzzo: per la precisione si contano 56 dipinti su tela e su tavola, 11 affreschi e 23 sculture (statue, altari,

manufatti in argento e terracotta, portali, facciate, ecc.) (Fondazione Pescarabruzzo 2011, 50). Si tratta di un patrimonio d'inestimabile valore non soltanto dal lato artistico-culturale, ma anche ai fini dell'autoriconoscimento identitario per le comunità di riferimento. La vastissima attività, in termini di mezzi e risorse, dispiegata dalla Fondazione per il suo recupero e la sua valorizzazione, ha riguardato ovviamente soprattutto la città di Pescara. Ma ne sono stati investiti quasi tutti i comuni della provincia.

Sempre nell'ottica di scovare e valorizzare, in tale prospettiva, ulteriori elementi di identità abruzzese, anche attraverso la percezione che hanno mostrato di averne gli artisti stranieri, Pescarabruzzo all'inizio del 2009 decideva di sostenere la mostra «Il lungo viaggio dal Nord», con relativo prezioso catalogo curato dall'associazione Culture Tracks. Poi sarebbero venuti il volume delle lettere di Zahrtmann e la successiva mostra sull'Abruzzo del grande pittore e diarista olandese Escher, sempre con annesso catalogo. Sono ulteriori tasselli – questi «Abruzzi» così intensamente vissuti e rappresentati da artisti stranieri nei loro tratti geograficamente e antropologicamente più suggestivi – che si aggiungono al mosaico, appunto, di una certa identità regionale. Da queste iniziative ha origine il progetto pluriennale finalizzato a dotare la Fondazione di una importante collezione di dipinti di autori nordici dedicati all'Abruzzo, che ha raggiunto già ben 30 opere. Al momento si ipotizza che le stesse potrebbero essere esposte in via permanente in un costituendo museo da ospitare nella storica sede dell'ex Banco di Napoli, nel frattempo diventata un ulteriore gioiello di architettura nella proprietà della Fondazione.

Ma tornando alle molteplici operazioni di restauro, l'intervento più importante e sostanzioso, all'indomani del terremoto aquilano, doveva riguardare San Clemente a Casauria, un'antica abbazia cistercense della Val Pescara di altissimo valore storico, architettonico e artistico, edificata nei secoli IX-XII (soggetta a ricorrenti saccheggi e conseguenti rifacimenti), autentico capolavoro fra i più amati e antichi della terra d'Abruzzo, sicuramente il «bene immobile» di maggior pregio di tutta quell'area e fra quelli culturali di tutta la regione. Il sisma del 6 aprile 2009 l'aveva danneggiato tanto nelle strutture portanti (fessure e sbilanciamenti nelle murature di archi, colonne e pilastri, parete di timpano e abside compromesse, ecc.) che nelle sue decora-

zioni interne (ambone e candelabro). Il progetto di recupero, frutto di una collaborazione tecnica tra Soprintendenza regionale per i beni culturali e un'équipe dell'Università Roma Tre (ma anche della stessa Pescaraabruzzo), illustrato alla stampa nazionale e internazionale già il 1° luglio 2009, è stato il primo, tra i 45 edifici storici d'importanza nazionale da salvare dopo il sisma, a presentare una sua fattibilità immediatamente esecutiva, con una precisa definizione delle modalità e dei tempi di realizzazione. Il 1° ottobre 2009 veniva sottoscritta, presso il ministero dei Beni culturali, una *partnership* tra il presidente della regione Abruzzo quale commissario per la ricostruzione, il vice-commissario delegato per la salvaguardia del patrimonio culturale, il presidente di Pescaraabruzzo Nicola Mattoscio e il presidente europeo del World monuments fund (Wmf) Bertrand du Vignaud, il quale peraltro riconosceva pubblicamente di trovare nella Fondazione pescarese «un partner ideale». La copertura dei costi (1,4 milioni di euro) era ripartita tra queste due istituzioni: 750.000 euro per Pescaraabruzzo e 940.000 dollari per il Wmf.

Affidati alla impresa costruttrice il 25 gennaio 2010 con conseguente immediata apertura del cantiere, i lavori nell'aprile dell'anno dopo, nel pieno rispetto dei tempi prefissati («Il Centro», 24 dicembre 2010), risultavano già terminati. Il giorno 6 di quel mese, con una solenne cerimonia pubblica, veniva sancita la riconsegna del prezioso complesso monumentale alla sua integrità originaria e alla piena fruibilità pubblica. L'evento appariva così straordinario – nel marasma della ricostruzione post-terremoto contrassegnata da inadempienze, illegalità, ritardi e vischiosità d'ogni genere (Erban 2010) – da meritarsi l'attenzione non solo della stampa nazionale, e ovviamente regionale, ma financo di quella internazionale¹².

Le identità locali, se vissute come nostalgico ripiegamento sulle proprie tradizioni e sul proprio passato, possono anche trasformarsi in trappole mistificatorie e frenanti (Felice 2010, 97-119), con il rischio

12) Ne ha scritto, per esempio, il «New York Times», 4 maggio 2011, con un articolo di Elisabetta Pavoleo, ripreso poi dall'«Internazionale», 13/19 maggio 2011, oltre che da giornali e televisioni regionali, tra cui «il Centro» (6 maggio 2011), che dell'argomento si erano già diffusamente occupati. All'avvenimento dedicava metà della prima e l'intera seconda pagina anche «Fondazioni» (XII, n. 3, maggio-giugno 2011), il periodico delle Fondazioni di origine bancaria.

di spingere le aree interessate verso la stagnazione e il declino. Qui invece, legandosi a un rinnovato sforzo d'innovazione organizzativa e di fruizione pubblica, effettivamente diventano fattori di sviluppo. Peraltro in tale ambito la Fondazione Pescaraabruzzo, come abbiamo visto, funge da catalizzatore, soggetto propulsivo, non soltanto per il recupero di beni artistici e la rivitalizzazione di manufatti di pregio già esistenti, ma anche per crearne altri ex novo, cercando di operare secondo logiche che consentano di trasformare le identità territoriali in radici del proprio futuro. Questo «mecenatismo di qualità», come viene di frequente sottolineato nella documentazione di *accountability*, produce risultati non soltanto in termini strettamente culturali, ma anche dal lato economico, nel senso che la valorizzazione del patrimonio artistico-culturale, specie se perseguita nell'ottica distrettuale di cui si diceva, finisce inevitabilmente con l'attrarre altre risorse finanziarie, oltre che provocare un ritorno di immagine, come si dice, che può esaltare le qualità e il prestigio del territorio ben oltre l'ambito cittadino e provinciale. Anche per questa via si promuove, in altri termini, lo sviluppo economico e turistico locale.

9. Identità e sviluppo

Per le comunità, grandi o piccole che siano, come per i singoli individui, l'identità non è soltanto quella che si eredita dal passato, bensì anche quella che – come insegnano le scienze sociali e umane – si costruisce nel presente con lo sguardo rivolto al futuro. L'opera maggiormente rappresentativa di questa «identità costruita», magari rivisitando criticamente anche le sedimentazioni del passato, è senz'altro il cosiddetto «Ponte del mare». Il contratto per la sua realizzazione, con una certa eco ovviamente anche sulla stampa («Il Messaggero» e «Il Tempo», 22 gennaio 2008), viene sottoscritto agli inizi del 2008, sulla base di un costo di previsione pari a sei milioni di euro (oltre agli oneri fiscali). L'apporto finanziario di Pescaraabruzzo era fissato in cinque milioni (80% del totale). Il vertice della Fondazione aveva cominciato ad occuparsene con preliminari di idee progettuali fin dal 2002/2003, anche tramite interlocuzioni attivate con esponenti autorevoli della locale Facoltà di Architettura, che si esplicitano finanche in un'ipotesi formale di collaborazione del dicembre dello stesso 2003. Poi l'argomento era stato inserito nel *Piano programmatico*

pluriennale 2005-2007 e successivamente ripreso nei documenti di programmazione per gli esercizi 2005 e 2007.

L'opera, nelle intenzioni dei suoi sostenitori maggiormente convinti e determinati, oltre a risultare strategicamente funzionale alla mobilità ciclopedonale dei pescaresi grazie alla congiunzione delle due sponde fluviali, contribuendo notevolmente a migliorare la qualità della vita nel contesto urbano, per le sue ardite qualità architettoniche era anche destinata a diventare il simbolo più importante della città. Il vertice di Pescaraabruzzo ne era pienamente consapevole. Nel documento di programmazione per il 2007 il concetto era già chiaramente esplicitato: il giudizio sarebbe stato poi ripreso, anche virgolettato, nel consuntivo di quell'anno e nel *Bilancio sociale* del successivo. Per la valenza intersettoriale dell'opera (arte, sviluppo economico, qualità ambientale), il notevole contributo finanziario della Fondazione poteva essere modulato su più voci: «arte e cultura» per un importo di due milioni di euro, «sviluppo economico locale» per un importo di altri due milioni, «salute pubblica» per il restante milione. Ne sarebbe venuto fuori un manufatto davvero ardito e suggestivo tanto per le sue qualità estetiche che per le sue soluzioni tecniche: un lungo ponte panoramico (462 metri di lunghezza, con un'altezza di 16,5 nel suo punto massimo) poggiato su un unico pilone centrale e diramato in due impalcati che paiono sospesi nel vuoto, ciascuno con una particolare curvatura. Il tutto in acciaio e cemento. Una serie di pennoni illuminati (quello centrale alto una cinquantina di metri), come l'intera sua sagoma longilinea, rendono l'infrastruttura ancora più fascinosa. Dal lato funzionale esso si compone di una rampa ciclabile (quattro metri di larghezza e 148 di lunghezza) e di un'altra rampa pedonale (tre metri di larghezza e 167 di lunghezza), in caso di necessità attraversabili eccezionalmente anche da autoambulanze.

Ma importante è anche il valore simbolico dell'opera. In effetti «l'ardita ed elegante passerella ciclopedonabile» che congiunge le due rive a nord e a sud del fiume – quarto attraversamento dentro l'area urbana – trasmette un'immagine molto efficace di Pescara (dal 2010 vi si è associato un premio nazionale di pittura intitolato «Segni e colori dal Ponte del mare»), una città da sempre, e ora forse ancora di più, caratterizzata da «una forte tensione verso il futuro e il progresso». Con la sua elegante sagoma leggera e serpeggiante il ponte sug-

gerisce senz'altro un'idea di snellezza e movimento: proprio quella immagine che, in coerenza con il suo frenetico attivismo, si voleva trasmettere di questo importante centro dell'Adriatico, le cui ambizioni metropolitane sono da più parti dichiaratamente manifestate. In effetti la città di Pescara, priva di una forte identità storica essendosi costruita soprattutto in tempi recenti, con il Ponte del mare arricchisce il proprio arredo urbano di un'opera che invece può esaltarne l'identità presente e futura: un'opera che, una volta giunta a compimento e consegnata alla fruizione pubblica, pur tra persistenti polemiche (ma da un certo momento soprattutto per attribuirsi paternità e meriti)¹³, sarebbe stata da tutti (compresi coloro che per qualche tempo si erano mostrati perplessi o del tutto contrari) apprezzata per l'ardimento, come si diceva, delle sue qualità estetiche, funzionali e tecniche.

Nell'ottica di questa concezione tesa a proiettare Pescara, con un suo specifico ruolo, su scala globale, Pescaraabruzzo cerca di operare in modo esplicito, del resto, anche su altri piani. Una importante iniziativa in tal senso è, per esempio, il *Premio Internazionale NordSud di Letteratura e Scienze*, lanciato nel 2009 «per favorire il dialogo tra il Nord e il Sud del mondo» (Fondazione Pescaraabruzzo 2010, 56). Dalla sua prima edizione, ogni volta con una cerimonia di premiazione nella Sala convegni di corso Umberto, e sempre con grande risalto su giornali e televisioni («il Centro», 20 ottobre 2011; «Quotidiano d'Abruzzo», 22 ottobre 2011), esso ha visto la partecipazione di eminenti personalità del mondo accademico e culturale, tanto italiane che straniere, distintesi con le loro opere, a giudizio di una giuria di tutto rispetto, sulle tematiche oggetto della rassegna.

Anche lo sforzo di conferire a Pescara un profilo metropolitano, dotandola di confacenti infrastrutture culturali, risponde in fondo a un'esigenza di progettualità tutta tesa verso il futuro. L'idea di costruire un nuovo «Teatro metropolitano» pure è frutto di questa visione. Ov-

13) Per farsene un'idea basterebbe leggere i principali quotidiani regionali – «il Centro», «Il Messaggero» e «Il Tempo» – del 28 gennaio 2010. Ma utile è anche un'intervista del presidente di Pescaraabruzzo rilasciata al periodico «Abruzzo Impresa» (marzo 2010, pp. 56-9), significativa già nel suo titolo: Mattoscio sul Ponte del Mare: «Questo è un progetto originariamente concepito in via esclusiva dalla nostra Fondazione». Le contrapposizioni sarebbero perdurate a lungo: si veda, per esempio, «il Centro», 9 dicembre 2010, che fornisce la cronaca del primo anniversario della inaugurazione del «monumento simbolo del rilancio e della modernità pescarese».

viamente si tratta di un progetto pluriennale il cui costo di previsione si fa aggirare sui 25 milioni di euro, da coprire con un apposito fondo incrementato di anno in anno. Già nel 2004 la Fondazione rendeva disponibile uno studio preliminare con le prime idee-progetto sul nuovo teatro (www.fondazionepescarabruzzo.it). Negli anni successivi si coltivano contatti con la municipalità pescarese per dare loro corpo in termini di concreta fattibilità ed esecuzione. E' ben chiaro che quest'opera dovrà segnare il futuro della città dal punto di vista artistico e culturale, «calamitando – si legge nel *Bilancio sociale 2009* (Fondazione Pescaraabruzzo 2010b, 47) – spettacoli di rilevanza internazionale e lanciando così la costa abruzzese nei grandi circuiti internazionali».

Questa idea di un grande teatro come «fabbrica di cultura» collocata al centro dell'Adriatico, con capacità di proiettarsi su scala globale, a tutt'oggi resta però solo in fase di elaborazione progettuale essendo esclusive le competenze amministrative della municipalità cittadina. Mentre il distretto culturale e dell'«Economia della conoscenza», sul quale si discute e si prendono iniziative da ancora più tempo, come abbiamo visto, per quanto di competenza della Fondazione di fatto si sta realizzando concretamente, sia pure con gradualità. In questo caso «un organico e approfondito studio conoscitivo e progettuale» per la verità, come si è visto, esiste sin dal 2004 (www.fondazionepescarabruzzo.it). Ma già in precedenza vi erano stati vari approfondimenti sul significato che avrebbe potuto rivestire un tale «distretto» per l'economia locale e sul ruolo strategico che avrebbe potuto svolgere la Fondazione nel promuoverlo e governarne i processi (cfr. Mattoscio 2002). Nello stesso *Bilancio sociale 2011*, nel quale lo si ripresenta, se ne parla come un impegno pluriennale i cui principali contenuti appaiono ormai ben chiari e documentati soprattutto attraverso i progetti Pescara Cityplex, il sistema museale provinciale unificato, l'attività di formazione del “capitale umano” con percorsi formativi aziendali e con accesso alle competenze professionali innovative di base, superiori e accademiche, su cui ci siamo soffermati. È del tutto evidente tuttavia che, trattandosi di progetti complessi ed evoluti condotti di necessità in *partnership* con altre istituzioni, la loro piena realizzazione non dipende solo dalla volontà e dai mezzi di Pescaraabruzzo. La direzione di marcia è comunque stabilmente segnata.

Riferimenti bibliografici

- Barbetta G. P. (2000): *Il settore non-profit italiano*, il Mulino, Bologna.
- Becattini G. (1989): *Modelli locali di sviluppo*, il Mulino, Bologna.
- Becattini G. (1998): *Distretti industriali e made in Italy. Le basi socio-culturali del nostro sviluppo economico*, Bollati Boringhieri, Torino.
- Boccia E., *Strumento di crescita per l'economia locale*, in «Sistemacasse», IV (1995), n. 4, pp. 2-9.
- Cenni S. (1998): *L'impatto del localismo sulla gestione dei prestiti bancari*, in G. Fiorentini (a cura di), *Assetti istituzionali e mercato del credito: il ruolo delle fondazioni e delle casse di risparmio*, il Mulino, Bologna.
- Colapietra R. (1973): *Un secolo di vita di un istituto creditizio meridionale: la Cassa di Risparmio di Aquila. 1859-1960*, Libreria Scientifica Editrice, Napoli.
- Conte L., Sabatini G. (2009): *La Cassa di risparmio della Provincia dell'Aquila. 1859-2009. Risparmio, ceti dirigenti, sviluppo economico*, Laterza, Roma-Bari.
- Conti G., Ferri G. (1997): *Banche locali e sviluppo economico decentrato*, in F. Barca (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Donzelli, Roma.
- Corsico F. e Messa P. (2011): *Da Frankenstein a principe azzurro. Le fondazioni bancarie fra passato e futuro*, Marsilio, Venezia.
- Costi R. (1986): *L'ordinamento bancario*, il Mulino, Bologna.
- Di Miero F. (2010): *Sviluppo economico, cultura e azione sociale*, in Rivista «Informabruzzo», n. 2.
- Dodicesimo rapporto sulle fondazioni di origine bancaria* (suppl. al «Il Risparmio», LVI, 2008, n. 1, pp. 76-8)
- Erbani F. (2012): *Il disastro. L'Aquila dopo il terremoto: le scelte e le colpe*, Laterza, Roma-Bari.
- Felice C. (2001): *Dal borgo al mondo. La Banca Caripe 1870-2000*, Laterza, Roma-Bari.
- Felice C. (2010): *Le trappole dell'identità. L'Abruzzo, le catastrofi, l'Italia di oggi*, Donzelli, Roma.
- Ferraro I., *Pescara: arte e città fra '800 e '900* (1997, n. 9, pp. 20-1), *Le cartoline di Basilio Cascella* (1998, n. 3, pp. 27 -9), *Le rime di Vittoria Colonna* (1998, n. 7-8, pp. 38-41), in Rivista «Sistemacasse».

- «Fondazioni» - periodico delle Fondazioni di origine bancaria, XII, n. 3, maggio-giugno 2011
- Galli G., Onado M. (1990): *Dualismo territoriale e sistema finanziario*, in Banca d'Italia, *Il sistema finanziario nel Mezzogiorno*, a cura di G. Galli, in «Contributi all'analisi economica».
- Goodwill (2004): *Studio fattibilità distretto culturale provincia di Pescara* (www.fondazionepescarabruzzo.it).
- Mattoscio N. (2000): *La riforma dello Statuto della Fondazione*, in «Fondazione Caripe News», suppl. a «Global & Local Economic Review», n. 1.
- Mattoscio N. (2002), a cura di: *Distretti Turistico-Culturali e nuove opportunità di sviluppo locale*, Edizioni Tracce-Fondazione Caripe.
- Patuelli A., *Le Casse di Risparmio e le Fondazioni bancarie fra autonomia e dirigismo nella storia del diritto italiano*, in «Fondazioni», suppl. alla rivista «Il Risparmio», XLVII (1999), n. 3-4.
- Quindicesimo rapporto sulle fondazioni di origine bancaria* (suppl. al «Il Risparmio», LVIII, 2010, n. 3).
- Ristuccia S. (2000): *Il capitale altruistico. Fondazioni di origine bancaria e cultura delle fondazioni*, Marsilio, Venezia.
- Rocchi G. (2004): *Le istituzioni artistiche e culturali a Pescara*, Edizioni Tracce – Fondazione Pescaraabruzzo.

Fonti primarie

- Caripe SpA (1992-95): *Relazioni e bilanci di Esercizio*, Edizioni Carisa, Pescara.
- Fondazione Caripe (1992-04): *Bilanci consuntivi*.
- Fondazione Pescaraabruzzo (2005-11a): *Bilanci consuntivi*.
- Fondazione Pescaraabruzzo (2007-11b): *Bilanci sociali*.

Fonti secondarie

- Boeri T., Guiso L., *Quell'abbraccio mortale fra fondazioni e banche* in Rivista Lavoce.info, 13 gennaio 2012, (www.lavoce.info).
- Quaderno Comune Pescara 2006*, Il Sole 24 Ore - Comune di Pescara, Pescara 2006.
- «*Quotidiano d'Abruzzo*», 22 ottobre 2011.
- «*Quotidiano Il Centro*»:
27 giugno 1997, *Caripe, accordi in vista. Mattoscio: nei piani l'intesa*

tra Casse abruzzesi; 23 gennaio 2000, 240 miliardi per Caripe. Cresce la spesa della popolare per il 30%; 29 dicembre 2000; 22 gennaio 2008; 15 luglio 2009; 28 gennaio 2010; 14 marzo 2010; 19 marzo 2010; 9 dicembre 2010; 24 dicembre 2010, San Clemente: rispettati i tempi; 6 maggio 2011; 18 settembre 2011; 20 ottobre 2011.

Quotidiano «Il Messaggero»:

7 ottobre 2011; 22 agosto 1992; 22 gennaio 2008; 18 marzo 2010; 7 ottobre 2011; 15 luglio 2009; 28 gennaio 2010; 28 dicembre 2011, P. Mastri, *Tercas-Caripe, nubi sulle nozze. Riparte il tifo per Pescara-bruzzo.*

Quotidiano «Il Sole 24 Ore», G. Rossi, *Capitalismo familiare e fondazioni bancarie*, 5 giugno 2011.

Quotidiano «Il Tempo»:

19 gennaio 2000, *Caripe, arriva la Popolare di Lodi*; 22 gennaio 2008; 28 gennaio 2010.

Riva M., *Fondazioni col fiato corto*; L. Piana, *C'era una volta il modello Siena*, in «L'Espresso», LVIII, n. 2, 12 gennaio 2012.

Rivista «Abruzzo Impresa» (marzo 2010, pp. 56-9) *Mattoscio sul Ponte del Mare: «Questo è un progetto originariamente concepito in via esclusiva dalla nostra Fondazione».*

«The New York Times», 4 maggio 2011.

**TEORIA DEL PROSPETTO
E VALUTAZIONE DI OPZIONI**

PROSPECT THEORY AND OPTION PRICING

Martina Nardon e Paolo Pianca

*Dipartimento di Economia, Centro di Economia Quantitativa,
Università Ca' Foscari Venezia*

*Department of Economics, Centre for Quantitative Economics,
University Ca' Foscari of Venice*

mnardon@unive.it – pianca@unive.it

Empiricamente si riscontrano sistematiche differenze fra i prezzi di mercato delle opzioni finanziarie e i corrispondenti prezzi teorici calcolati con il celeberrimo modello di Black e Scholes. Di norma si cerca di migliorare la performance dei modelli considerando dinamiche più complesse per i prezzi dei titoli sottostanti, ma lasciando invariate le preferenze del decisore nei confronti del rischio. Un approccio alternativo consiste nel prezzare le opzioni considerando aspetti comportamentali degli operatori. Seguendo tale direzione, in questo contributo si propone per il prezzo delle opzioni europee una stima intervallare ottenuta considerando la posizione dell'holder e del writer del contratto e applicando la teoria del prospetto nella versione cumulativa e in ambito continuo. La sperimentazione numerica suggerisce che la teoria del prospetto può dare apprezzabili risultati anche quando viene applicata al pricing di contratti d'opzione.

PAROLE CHIAVE: FINANZA COMPORTAMENTALE; TEORIA DEL PROSPETTO; VALUTAZIONE DI OPZIONI EUROPEE

Empirically one observes systematic differences between the market prices of financial options and the corresponding theoretical prices calculated with the Black and Scholes model. Normally one tries to improve the performance of models considering more complex dynamics for the prices of the underlying assets but leaving unchanged decision maker's preferences toward risk. An alternative technique is to price options considering behavioral aspects of the operators. Following this direction, we apply the cumulative prospect theory in the continuous case in order to evaluate financial options and to obtain an interval estimation considering the positions of the holder and the writer. Numerical experiments suggest that the prospect theory can yield appreciable results when applied to the pricing of option contracts.

KEYWORDS: BEHAVIORAL FINANCE; PROSPECT THEORY; EUROPEAN OPTION PRICING

1. Introduzione

Il processo tradizionale per la valutazione dei titoli finanziari si fonda sull'ipotesi di investitori razionali che aggiornano le loro opinioni man mano che recepiscono nuove informazioni e che effettuano le loro scelte secondo il paradigma di massimizzazione dell'utilità attesa. Negli ultimi decenni, tuttavia, la letteratura ha evidenziato un numero considerevole di situazioni in cui le scelte operate nei mercati finanziari evidenziano importanti anomalie comportamentali rispetto a quanto suggerito dalla teoria classica dell'utilità.

La maggior parte degli studi di finanza comportamentale riguardano il mercato azionario e cercano di dare spiegazioni a fenomeni quali la sottostima e la sovrastima delle quotazioni, le situazioni di euforia e di panico, il premio collegato con il maggior rendimento dei titoli rischiosi rispetto ai titoli privi di rischio, la preferenza per il pagamento dei dividendi rispetto al reinvestimento degli utili, la tendenza a privilegiare nelle vendite i titoli azionari con performance positiva e di conservare il possesso dei titoli che registrano delle perdite rispetto al prezzo d'acquisto¹.

Per quanto concerne le opzioni finanziarie, nell'ambito delle tecniche tradizionali di valutazione, il modello largamente più utilizzato è quello di Black e Scholes (1973) che si basa sulla costruzione di un portafoglio istantaneamente immunizzato dal rischio di prezzo ed è formato da un'opportuna combinazione di titoli azionari e di opzioni *call* su tali titoli. Empiricamente, tuttavia, si riscontrano differenze sistematiche fra i prezzi di mercato e i prezzi calcolati con la teoria sviluppata da Black e Scholes. Numerose sono le cause che producono tali differenze e la loro analisi è ampiamente documentata in letteratura.

Una prima giustificazione che aiuta a spiegare tali differenze va ricercata nelle ipotesi sottostanti il modello di valutazione che trovano solo in parte un riscontro nella pratica dei mercati. Un secondo motivo si basa sul fatto che il portafoglio suggerito dalla

1) Per una dettagliata rassegna di tali situazioni si veda, ad esempio, quanto riportato in Barberis e Thaler (2003).

teoria non è privo di rischio e quindi il comportamento e le decisioni del potenziale investitore in opzioni interferiscono in modo determinante con il processo di valutazione.

A livello empirico si è visto che è possibile migliorare la performance del modello di Black e Scholes utilizzando modelli più sofisticati, quali i modelli di tipo GARCH o quelli a volatilità stocastica. Questi tentativi migliorano la performance del modello teorico ma lasciano invariate le preferenze dell'investitore in relazione al rischio.

In questo lavoro l'attenzione è rivolta alla seconda giustificazione e pertanto si assume che le differenze fra i prezzi di mercato e i prezzi teorici siano dovute essenzialmente ad aspetti comportamentali dell'investitore.

In tale ambito la letteratura è limitata a pochi contributi scientifici. La prima "spiegazione comportamentale" relativa alla valutazione delle opzioni finanziarie è dovuta a Shefrin e Statman (1993) che concentrano la loro analisi su una ben nota e largamente diffusa strategia che consiste nel vendere opzioni call emesse su titoli azionari posseduti in portafoglio (*covered call writing*). I prezzi vengono calcolati da tali autori in un contesto mono periodale di tipo binomiale. La conclusione principale riguarda la significativa influenza della scelta dei parametri della funzione valore sulla strategia da seguire e quindi sulle scelte dell'investitore. Nella loro analisi Shefrin e Statman non prendono in considerazione la funzione peso che, come è stato largamente evidenziato da Shiller (1999), costituisce un fattore determinante nella giustificazione del *mispricing* dei contratti di opzione.

In uno studio sperimentale successivo, anch'esso basato sull'applicazione del modello binomiale, Abbink e Rockenbach (2006) riscontrano una notevole differenza nel processo comportamentale di valutazione delle opzioni adottato dagli operatori professionisti e dagli studenti.

In un contributo successivo Breuer e Perst (2007) includono la funzione peso per calcolare, con le regole della teoria del prospetto, il valore di un particolare titolo finanziario strutturato, noto come

discount reverse convertible e che può essere interpretato come una combinazione di titoli privi di rischio e opzioni put in posizione corta. Per la loro analisi Breuer e Perst utilizzano come valori dei parametri quelli suggeriti nei contributi Kahneman e Tversky (1979) e Tversky e Kahneman (1992), che riportano rispettivamente i fondamenti della teoria del prospetto nella versione originaria e nella versione delle probabilità cumulate. I risultati ottenuti da Breuer e Perst vengono confrontati con quelli del modello di Black e Scholes in un contesto multiperiodale.

Recentemente Wolff *et al.* (2010) hanno proposto un modello di valutazione per le opzioni call europee basato sulla teoria del prospetto nella versione cumulativa. Nel loro contributo viene presentata anche un'interessante analisi empirica che ha come riferimento l'indice *S&P 500*, in cui la performance del modello proposto viene confrontata con il modello a volatilità stocastica di Heston (1993).

Questo contributo è strutturato come segue. Nel paragrafo 2 si descrivono gli aspetti fondamentali della teoria del prospetto cercando di mettere in luce le analogie e le differenze fra la teoria del prospetto originaria e quella basata sulle probabilità cumulate. Il paragrafo 3 analizza le caratteristiche fondamentali della funzione valore e della funzione peso delle probabilità. Nel paragrafo 4 si introducono alcuni concetti tipici della teoria del prospetto e particolarmente rilevanti nel processo di valutazione delle opzioni finanziarie. Nel paragrafo 5 si presenta il modello di valutazione di un'opzione call europea basato sulla teoria del prospetto nella versione cumulativa e considerata in ambito continuo; in particolare si analizzano separatamente le posizioni dell'acquirente e del venditore di un'opzione europea e si propongono dei modelli di valutazione che danno luogo a degli intervalli di prezzo. Il paragrafo 6 illustra un'applicazione numerica della procedura di valutazione proposta. Infine, si riportano alcune considerazioni conclusive.

2. La teoria del prospetto

Nel 1979 Kahneman e Tversky propongono la teoria del prospetto che diviene presto il modello comportamentale trainante fra le diverse alternative alla teoria della massimizzazione dell'utilità attesa. Tali autori, basandosi su numerose sperimentazioni, giungono alla conclusione che il decisore ha un comportamento avverso al rischio nelle situazioni di guadagno e propenso al rischio nelle situazioni di perdita. Le numerose sperimentazioni effettuate e riportate in Kahneman e Tversky (1979) indicano che i decisori sono più sensibili nei confronti delle perdite rispetto ai guadagni (fenomeno di avversione alle perdite). Un altro importante aspetto della teoria del prospetto riguarda il fatto che i decisori si basano su probabilità soggettive che sono tipicamente differenti dalle probabilità oggettive. Inoltre, la storia recente dei flussi di cassa ottenuti può influenzare sia l'attitudine al rischio e il livello di avversione alle perdite, che le probabilità associate alle varie situazioni.

Indichiamo con

$$X = (x_1, p_1; x_2, p_2; \dots; x_n, p_n) \quad (1)$$

il prospetto che assegna l'importo monetario x_j con probabilità p_j (con $j = 1, 2, \dots, n$). Nel seguito si suppone che il prospetto sia organizzato in modo da avere $x_1 \leq x_2 \leq \dots \leq x_n$. Secondo la teoria del prospetto le propensioni al rischio dipendono sia dalle attitudini verso i risultati, valutate mediante una funzione valore v , sia dalle probabilità, valutate attraverso una funzione peso w .

In tale teoria è presente una fase di *editing* in cui i prospetti vengono organizzati e se necessario riformulati. Con riferimento alla relazione (1), ciò significa che il decisore è portato a fondere i risultati identici. Ad esempio, il prospetto $(y, 0.3; y, 0.2; z, 0.5)$ viene reinterpretato come $(y, 0.5; z, 0.5)$. Pertanto, nella presentazione della teoria si può supporre che sia $x_1 < x_2 < \dots < x_n$.

La versione originaria della teoria del prospetto (OPT) considera solo prospetti con al più due risultati diversi dall'importo monetario

nullo. L'estensione² al caso di più risultati è immediata, come suggeriscono gli stessi Kahneman e Tversky (1979). Assegnato un prospetto con importi sia positivi che negativi, il suo valore in base alla OPT è

$$V_{OPT} = \pi_1 v(x_1) + \pi_2 v(x_2) + \dots + \pi_n v(x_n), \quad (2)$$

dove la funzione valore v descrive per ciascun risultato la valutazione soggettiva dell'importo associato. Di norma si pone $v(0) = 0$. Mentre $\pi_i = w(p_i)$ indicano le probabilità soggettive e la funzione peso w descrive l'attitudine del decisore nei riguardi della probabilità. Kahneman e Tversky sperimentalmente riscontrano che la funzione valore ha un andamento a "S" che riflette il principio di sensitività decrescente per la valutazione dei risultati. Ad esempio, il decisore discrimina meno tra 80 e 100 che tra 0 e 20 e questo sia nel caso dei guadagni sia in quello delle perdite.

La teoria del prospetto nella versione cumulativa (CPT) viene proposta in Tversky e Kahneman (1992) e suggerisce esplicitamente sia la forma funzionale della funzione valore v sia quella della funzione peso w . La differenza più rilevante risiede nel fatto che la funzione peso delle probabilità viene applicata alla distribuzione cumulata di probabilità. Nella CPT il peso di un risultato non dipende solo dalla sua probabilità, ma anche dalla posizione relativa nella graduatoria rispetto agli altri risultati. Questa caratteristica consente di evitare alcune situazioni critiche presenti nella OPT. Si noti anche che la funzione peso può assumere una forma analitica diversa nel caso delle perdite e dei guadagni.

Al fine di introdurre formalmente la teoria del prospetto nella versione cumulativa, si consideri un prospetto $(x, p; y, q)$ con due

2) Sia la OPT nel caso di più risultati sia le sue generalizzazioni presentano non poche criticità, quali ad esempio il fatto che per certe funzioni peso la somma dei pesi di decisione risulta superiore a 1, il fatto che la somma certa equivalente di un prospetto può superare il risultato più elevato del prospetto stesso, la violazione della dominanza stocastica, la presenza di situazioni in cui non vale la proprietà transitiva delle preferenze.

risultati diversi da zero (*status quo*)³. Si considerino le funzioni di peso w^+ e w^- rispettivamente per i guadagni e per le perdite. Se il prospetto è misto, $x < 0 < y$, allora il valore è dato da

$$V(x, p; y, q) = w^-(p)v(x) + w^+(q)v(y); \quad (3)$$

se il prospetto è di puro guadagno, $0 \leq x < y$, il valore è dato da

$$V(x, p; y, q) = [w^+(p+q) - w^+(q)]v(x) + w^+(q)v(y); \quad (4)$$

se il prospetto è di pura perdita, $y < x \leq 0$, il valore è dato da

$$V(x, p; y, q) = [w^-(p+q) - w^-(q)]v(x) + w^-(q)v(y). \quad (5)$$

Si osservi che, se si suppone $w^+ = w^-$ e si considerano prospetti con due soli risultati (uno nullo e uno diverso da zero), allora la OPT e la CPT danno le stesse valutazioni. Identiche valutazioni si hanno anche nel caso di un prospetto con tre risultati di cui uno nullo, uno negativo e uno positivo (prospetto misto). Molto spesso si utilizza un prospetto del tipo del tipo (x, p, y) con due soli risultati, entrambi positivi, che offre la somma x con probabilità p e in alternativa offre la somma y (con probabilità $1 - p$) con $y < x$. Il valore di tale prospetto in base alla CPT è

$$V(x, p, y) = [1 - w(p)]v(y) + w(p)v(x). \quad (6)$$

Se tale prospetto viene valutato con la OPT, i decisori sono portati a considerare un'operazione di segregazione che porta a ritenere come certa la somma minore y e a riformulare il prospetto come un importo addizionale di ammontare $x - y$ che può essere introitato con probabilità p , cioè

$$V(x, p, y) = v(y) + w(p)[v(x) - v(y)]; \quad (7)$$

con semplici passaggi algebrici è immediato verificare l'uguaglianza fra le relazioni (6) e (7).

Si verifica, inoltre, facilmente che se $y = 0$, allora

$$V(x, p) = w(p)v(x); \quad (8)$$

le valutazioni anche in tal caso coincidono.

La CPT può essere applicata a qualunque tipo di prospetto; formalmente, assegnato il prospetto

3) Si osservi che tale prospetto offre 0 con probabilità $1 - p - q$; ovviamente se $p + q = 1$, allora il risultato zero ha probabilità nulla.

$$X = (x_{-m}, p_{-m}; \dots; x_{-1}, p_{-1}; x_0, p_0; x_1, p_1; \dots; x_n, p_n), \quad (9)$$

dove $x_i < x_j$ per $i < j$ e $x_0 = 0$, nella versione cumulativa il decisore assegna al prospetto il valore

$$V_{CPT}(x_{-m}, p_{-m}; \dots; x_{-1}, p_{-1}; x_0, p_0; x_1, p_1; \dots; x_n, p_n) = \sum_{i=-m}^n \pi_i v(x_i), \quad (10)$$

dove:

$$\pi_i = \begin{cases} w^-(p_{-m}) & i = -m \\ w^-(\sum_{j=-m}^i p_j) - w^-(\sum_{j=-m}^{i-1} p_j) & i = -m + 1, \dots, -1 \\ w^+(\sum_{j=1}^n p_j) - w^+(\sum_{j=i+1}^n p_j) & i = 0, \dots, n-1 \\ w^+(p_n) & i = n \end{cases} \quad (11)$$

essendo rispettivamente w^+ e w^- le funzioni peso delle probabilità per i guadagni e per le perdite. Le funzioni peso sono strettamente crescenti e trasformano l'intervallo $[0,1]$ in $[0,1]$ con $w^+(0) = w^-(0) = 0$ e $w^+(1) = w^-(1) = 1$.

Per maggiore chiarezza consideriamo il seguente esempio adattato da Tversky e Kahneman (1992).

Esempio. Si consideri il gioco che consiste nel lanciare una volta un dado regolare e nell'osservare il risultato $x = 1, \dots, 6$. Se x è pari si ricevono x euro, se è dispari se ne pagano altrettanti. Il gioco può essere visto come un prospetto del tipo $(-5, 1/6; -3, 1/6; -1, 1/6; 0, 0; 2, 1/6; 4, 1/6; 6, 1/6)$. Il valore del prospetto in base alla OPT è

$$V_{OPT} = w^-(1/6)v(-5) + w^-(1/6)v(-3) + w^-(1/6)v(-1) + w^+(1/6)v(2) + w^+(1/6)v(4) + w^+(1/6)v(6).$$

Il valore del prospetto in base alla CPT è

$$V_{CPT} = w^-(1/6)v(-5) + [w^-(1/3) - w^-(1/6)]v(-3) + [w^-(1/2) - w^-(1/3)]v(-1) + [w^+(1/2) - w^+(1/3)]v(2) + [w^+(1/3) - w^+(1/6)]v(4) + w^+(1/6)v(6).$$

Chiaramente i due valori differiscono e l'entità di tale differenza dipende dal tipo di funzione valore e peso adottate.

3. La funzione valore e la funzione peso

Nella teoria del prospetto l'aspetto comportamentale del decisore è regolato da due funzioni: la funzione valore che controlla l'attitudine al rischio e l'avversione alle perdite e la funzione peso che controlla la percezione delle singole probabilità. Tversky e Kahneman (1992) propongono le seguenti forme funzionali, rispettivamente per la funzione valore e per le funzioni peso:

$$v(x) = \begin{cases} x^a & x \geq 0 \\ -\lambda(-x^b) & x < 0. \end{cases} \quad (12)$$

e

$$w^+(p) = \frac{p^\gamma}{(p^\gamma + (1-p)^\gamma)^{1/\gamma}}, \quad w^-(p) = \frac{p^\delta}{(p^\delta + (1-p)^\delta)^{1/\delta}}, \quad (13)$$

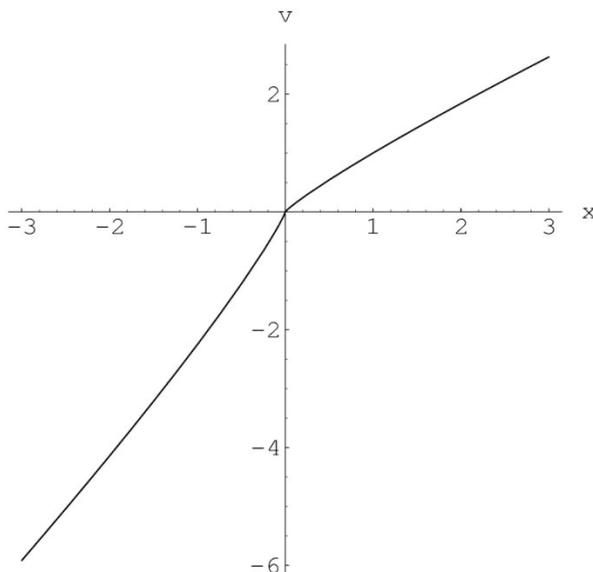
con⁴ $a, b, \gamma, \delta \in (0,1)$ e $\lambda > 1$.

I parametri stimati da Tversky e Kahneman nelle loro sperimentazioni sono: $a = b = 0.88$, $\gamma = 0.61$, $\delta = 0.69$ e $\lambda = 2.25$.

Per $a, b \in (0,1)$ e $\lambda > 1$ la funzione valore definita in (12) presenta le caratteristiche enunciate in precedenza: è concava nel caso dei guadagni, convessa per le perdite ed evidenzia una maggior sensibilità per le perdite rispetto ai guadagni (si veda la Fig. 1). Il grado di sensibilità alle perdite è determinato dal parametro λ , il coefficiente di avversione alle perdite. Per $\gamma, \delta \in (0,1)$ le funzioni peso w^+ e w^- definite in (13) sovrappesano le probabilità non elevate: per valori positivi e non elevati di p si ha $w^-(p) > p$ e $w^+(p) > p$ (si veda la Fig. 2).

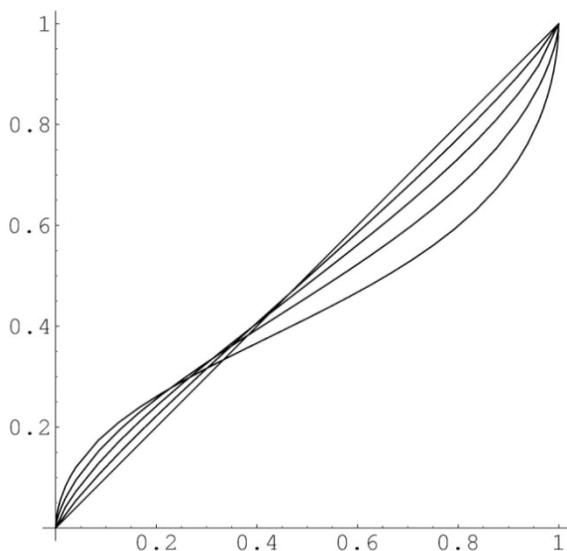
Ovviamente, la proposta di Tversky e Kahneman non è l'unica scelta possibile per rappresentare le numerose proprietà che caratterizzano la teoria comportamentale del prospetto. Una sintesi delle funzioni proposte in letteratura è indicata nelle Tab. 1 e 2.

4) Si osservi che i pesi decisionali si esprimono attraverso delle differenze prime e risultano positivi per tutti i possibili prospetti solo se la funzione peso è strettamente crescente; si dimostra (si veda Ingersoll, 2008) che tale condizione è garantita per $\gamma = 0.279204$.

Fig. 1 - Grafico della funzione (12) per $a = b = 0.88$ e $\lambda = 2.25$ 

Con riferimento alla Tab. 1, si noti che le funzioni valore sono tutte crescenti per $x \geq 0$; inoltre, alcuni parametri richiedono delle limitazioni. Ovviamente le tabelle non riportano tutte le possibili funzioni valore⁵ e nemmeno tutte le possibili funzioni peso⁶.

-
- 5) Tra le funzioni valore non riportate in tabella ci sono: la funzione $v(x) = e^{kb} - 1$; la funzione log-quadratica $v(x) = \ln(x+1) + a[\ln(x+1)]^2$, la somma di esponenziali $v(x) = ae^{bx} + ce^{dx}$ e la funzione $v(x) = (ax+b)e^{cx}$.
- 6) Tra le funzioni peso non riportate ci sono: la funzione esponenziale-potenza $w(p) = \exp[-y/\theta(1-p^\theta)]$ e la funzione logaritmo-iperbolica $w(x) = (1-y \ln p)^{-y/\theta}$.

Fig. 2 - Grafico della funzione (13) per $\gamma = 0.6, 0.7, 0.8, 0.9$ 

Il grafico evidenzia un andamento di tipo “S inverso” e cioè la tendenza a sovrappesare le basse probabilità e a sottostimare le probabilità medie e alte; le funzioni peso sono concave per le probabilità basse, sono convesse per le probabilità medie ed elevate e intersecano la funzione identità per probabilità inferiori a 0.5.

Di fronte alle numerose funzioni valore e peso sorge il problema di scegliere la combinazione e, all'interno delle singole combinazioni, determinare il valore dei parametri che meglio si adattano alla sperimentazione in esame. A tal proposito non mancano in letteratura dei contributi scientifici che ovviamente non riportano sempre risultati concordanti e che mettono in risalto la notevole differenza di performance manifestata fra le diverse scelte delle numerose combinazioni possibili.

Per quanto riguarda la funzione valore vi è un consenso quasi unanime nell'indicare la funzione potenza (12) come quella che

meglio si presta a rappresentare le caratteristiche della teoria del prospetto. Per quanto riguarda la funzione peso, oltre alla funzione (13) utilizzata in Tversky e Kahneman (1992), sembra particolarmente promettente l'impiego della funzione Prl-I (si veda Stott, 2006) rappresentata nella Fig. 3.

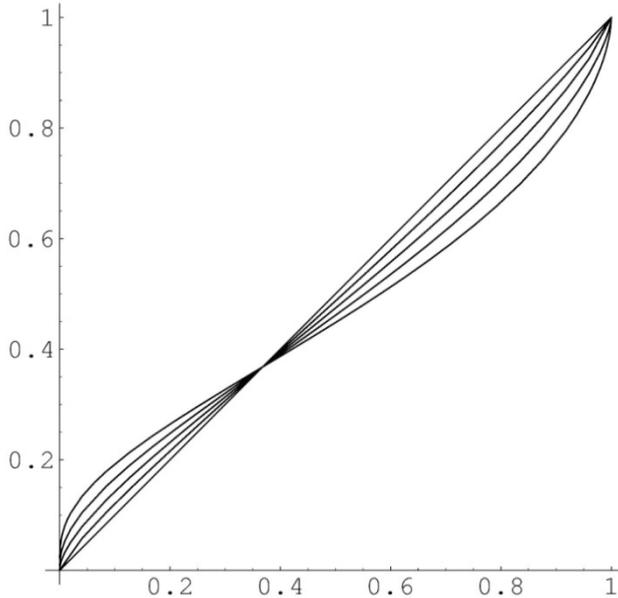
Si osservi che la relazione (11) evidenzia che nella teoria cumulativa del prospetto la funzione peso è applicata alla distribuzione di probabilità cumulata.

Tab. 1 - Sintesi delle forme funzionali della funzione valore

Nome	Abbreviazione	Espressione
Lineare	Lin	$v(x) = x$
Logaritmica	Log	$v(x) = \ln(a + x)$
Potenza	Pwr	$v(x) = x^a$
Quadratica	Quad	$v(x) = ax - x^2$
Esponenziale	Exp	$v(x) = 1 - e^{-ax}$
Bell	Bell	$v(x) = bx - e^{-ax}$
Hara	Hara	$v(x) = -(b + x)^a$

Tab. 2 - Sintesi delle forme funzionali della funzione peso

Nome	Abbreviazione	Espressione
Lineare	Lin	$w(p) = p$
Potenza	Pwr	$w(p) = p^\gamma$
Goldstein-Einhorn	GE	$w(p) = \frac{\theta p^\gamma}{\theta p^\gamma + (1-p)^\gamma}$
Tversky-Kahneman	TK	$w(p) = \frac{p^\gamma}{(p^\gamma + (1-p)^\gamma)^{1/\gamma}}$
Wu-Gonzales	WG	$w(p) = \frac{p^\gamma}{(p^\gamma + (1-p)^\gamma)^\theta}$
Prelec-I	Prl-I	$w(p) = e^{-(-\ln p)^\gamma}$
Prelec-II	Prl-II	$w(p) = e^{-\theta(-\ln p)^\gamma}$

Fig. 3 - Grafico della funzione di Prelec per $\gamma = 0.6, 0.7, 0.8, 0.9$ 

Il grafico evidenzia un andamento di tipo “S inverso”; le funzioni peso sono concave per le probabilità basse, sono convesse per le probabilità medie ed elevate e intersecano la funzione identità sempre in corrispondenza del punto di flesso $p = 1/e \approx 0.367879$.

L'effetto di applicare la funzione peso alla funzione di probabilità cumulata è di far in modo che il decisore sovrappesi le code della distribuzione. Nelle relazioni (10) e (11) ai valori estremi x_{-m} e x_n vengono assegnati i pesi di probabilità $w^-(p_{-m})$ e $w^+(p_n)$. Se p_{-m} e p_n sono “piccole” allora si ha $w^-(p_{-m}) > p_{-m}$ e $w^+(p_n) > p_n$ e quindi le code sono sovrappesate.

4. Aspetti comportamentali nelle valutazioni finanziarie

Analizziamo brevemente alcune caratteristiche della teoria della finanza comportamentale scegliendo tra quelle che hanno maggior rilevanza nel processo di valutazione delle opzioni finanziarie.

4.1 Framing

Un concetto particolarmente importante relativo alla teoria del prospetto è quello di *framing*, che si riferisce al modo in cui un problema o un insieme di proposizioni vengono proposti alle persone che debbono prendere delle decisioni. La teoria dell'utilità attesa e la maggior parte dei modelli di decisione in condizioni di rischio presuppongono che il decisore sia indifferente rispetto alle modalità con cui vengono presentate le varie alternative. La teoria del prospetto, invece, riconosce esplicitamente che le scelte sono influenzate dal modo in cui le alternative vengono descritte e presentate.

Chi presenta un problema ha la possibilità di scegliere la modalità per enunciarlo. Soggetti diversi possono presentare lo stesso problema proponendo le varie alternative in modo tale da far ritenere che queste si riferiscono a situazioni anche molto differenti. Con riferimento alla valutazione soggettiva di un'opzione, nelle sperimentazioni di laboratorio spesso i prospetti sono presentati in modo dicotomico e mono periodale; questa modalità di presentazione, tuttavia, ha lo svantaggio di dar luogo a semplificazioni eccessive e di essere interpretata come una lotteria piuttosto che come il risultato della effettiva dinamica del mercato dei beni sottostanti delle opzioni finanziarie.

4.2 Mental accounting

Il *mental accounting* ha lo scopo di descrivere il processo con cui i decisori codificano, classificano e valutano i risultati del processo decisionale. La teoria del mental accounting prevede che il decisore raggruppi i propri beni in "scatole" (compartimenti) mentali. Il mental accounting è un processo soggettivo di interpretazione delle proposizioni economiche da parte degli individui che tendono a

semplificare i vari aspetti dei problemi reali. In maniera sintetica possiamo dire che il mental accounting rappresenta il modo in cui il problema viene soggettivamente interpretato.

Per ogni problema che viene formulato ci possono essere varie scatole mentali per rappresentarlo, in dipendenza soprattutto dal modo in cui il problema viene presentato. Ovviamente, un problema complesso viene affrontato utilizzando una modalità diversa di mental accounting rispetto a un problema semplice. Ad esempio, se una proposizione relativa alla valutazione delle opzioni viene presentata in ambito continuo, allora il processo di creazione di un mental accounting è molto più complicato rispetto allo stesso problema presentato mediante una proposizione dicotomica di tipo monoperiodale.

Le esperienze passate sono importanti nel processo di valutazione dei problemi relativi alle opzioni. I decisori che hanno familiarità con la teoria di Black e Scholes utilizzano tale modello per valutare le opzioni, mentre i decisori che sono a digiuno di conoscenze teoriche sulle opzioni utilizzano altri processi di calcolo, spesso di natura euristica, basandosi ad esempio sulla funzione di densità del prezzo finale del bene sottostante o sui potenziali flussi di cassa futuri.

4.3 Integrazione e separazione dei risultati congiunti

Assegnato il risultato congiunto (x, y) il decisore può valutarlo congiuntamente come $v(x + y)$ (caso integrato) o separatamente come $v(x) + v(y)$ (caso segregato). Ci si può chiedere se sia preferibile l'integrazione o la separazione dei risultati congiunti. A tal proposito si debbono considerare quattro combinazioni possibili di seguito descritte.

1. Se si hanno solo guadagni $x > 0$ e $y > 0$, dato che in tal caso la funzione v è concava si ha

$$v(x + y) < v(x) + v(y);$$

pertanto è preferibile la segregazione.

2. Se si considerano solo perdite $-x$ e $-y$ (con x e y positivi), la funzione v è convessa e si ha

$$v(-x) + v(-y) < v(-x - y);$$

pertanto in tal caso è preferibile l'integrazione.

3. Si consideri il risultato $(x, -y)$ con $x > y$ (guadagno misto), che comporta un guadagno netto. Si ha quindi

$$v(x) + v(-y) < v(x - y);$$

anche in questo caso è preferibile l'integrazione.

4. Si consideri il risultato $(x, -y)$ con $x < y$ (perdita mista). In tal caso, senza ulteriori informazioni non siamo in grado di stabilire il verso della disuguaglianza tra i valori $v(x) + v(-y)$ e $v(x - y)$. Naturalmente, la segregazione risulta preferibile se $v(x) > v(x - y) - v(-y)$.

4.4 Trasformazione e semplificazione delle alternative

Posto di fronte a un insieme di alternative, il decisore è portato a effettuare numerose trasformazioni e semplificazioni; fra queste si segnalano i seguenti processi:

combinazione: i decisori tendono a semplificare i prospetti combinando i risultati comuni; ad esempio, il prospetto che offre $(10,0.1; 10,0.1)$ viene interpretato mentalmente come $(10,0.2)$;

separazione: i decisori tendono a isolare i risultati nella rappresentazione di prospetto; ad esempio, il prospetto $(20,0.5; 30,0.5)$ viene rappresentato come la somma certa 20 più il prospetto $(10,0.5)$;

cancellazione: vi è la tendenza a cancellare componenti comuni a più prospetti; ad esempio, la scelta tra il prospetto $(10,0.1; 50,0.1)$ e il prospetto $(10,0.1; 20,0.2)$ viene mentalmente rappresentata come una scelta fra $(50,0.1)$ e $(20,0.2)$;

arrotondamento: il decisore è portato a semplificare i prospetti arrotondando i numeri o scartando risultati estremamente improbabili; ad esempio, il prospetto $(99,0.51; 5,0.0001)$ viene interpretato come $(100,0.5)$;

rifiuto di alternative dominate: i decisori tendono a rifiutare senza una adeguata valutazione le alternative che appaiono come

manifestamente dominate; ad esempio, di fronte alla scelta tra (18,0.1; 19,0.1; 20,0.1) e (20,0.3), il decisore traslascia la prima alternativa in quanto dominata stocasticamente dalla seconda.

5. La valutazione di opzioni europee

La teoria del prospetto nella versione cumulativa si presta bene per valutare lotterie o esperimenti con risultati discreti, ma non consente di prezzare (senza modifiche) gli strumenti finanziari il cui valore dipende da risultati che variano con continuità. Per poter impiegare la teoria del prospetto in situazioni continue si deve procedere a un adeguamento delle relazioni analizzate in precedenza. Davies e Satchell (2007) indicano come rappresentare il valore di un prospetto nel caso in cui i risultati variano con continuità. La valutazione è data da

$$V = \int_{-\infty}^0 \Psi^- [F(x)] f(x) v^-(x) dx + \int_0^{+\infty} \Psi^+ [1 - F(x)] f(x) v^+(x) dx; \quad (14)$$

dove con $\Psi = \frac{dw(p)}{dp}$ si è indicata la derivata della funzione peso rispetto alla probabilità; f è la funzione di densità dei risultati x ed F è la funzione di probabilità cumulata. Le funzioni v^- e v^+ rappresentano la funzione valore rispettivamente per le perdite e per i guadagni.

Si osservi che il prezzo di un'opzione dipende dagli infiniti prezzi possibili che il bene sottostante l'opzione può assumere. Il processo di valutazione di un'opzione call europea richiede, pertanto, un adattamento della relazione (14) al caso in esame. In riferimento alle varie epoche temporali in cui ci sono delle entrate e delle uscite in denaro, si possono distinguere flussi di cassa segregati e aggregati.

Si considera inizialmente il caso di un operatore che vende un'opzione call europea. All'epoca di stipulazione, tale operatore (*writer*) se riesce a vendere l'opzione incassa il premio e alla scadenza all'epoca T ha un esborso di entità $\max[0, S_T - K]$, dove S_T rappresenta il prezzo alla scadenza del bene sottostante l'opzione e K il prezzo d'esercizio, cioè il prezzo al quale il bene può essere acquistato. Se i flussi di cassa vengono considerati in modo segregato, l'incasso in $t = 0$ e l'eventuale esborso alla scadenza

($t = T$) si considerano come valori separati. In caso di aggregazione, invece, tutti i flussi di cassa vengono mentalmente combinati in un unico prospetto.

Indicato con c il premio unitario incassato al momento della stipulazione del contratto, alla scadenza l'operatore dispone della somma certa ce^{rT} (se il premio viene impiegato al tasso istantaneo privo di rischio r) e deve pagare l'importo $\max[0, S_T - K]$. In base alla relazione (14), assumendo zero come punto di riferimento, il valore segregato del prospetto per l'operatore che propone la vendita di un'opzione call è⁷

$$V_s = v^+(ce^{rT}) + \int_K^{+\infty} \Psi^-(1 - F(S_T))f(S_T)v^-(K - S_T)dS_T; \quad (15)$$

Tenendo in considerazione la linearità a tratti della funzione payoff, il valore aggregato del prospetto per il writer è

$$\begin{aligned} V_a = & w^+(F(K))v^+(ce^{rT}) + \\ & + \int_K^{K+ce^{rT}} \Psi^+(F(S_T))f(S_T)v^+(ce^{rT} - (S_T - K))dS_T + \\ & + \int_{K+ce^{rT}}^{+\infty} \Psi^-(1 - F(S_T))f(S_T)v^-(ce^{rT} - (S_T - K))dS_T. \end{aligned} \quad (16)$$

In condizioni di equilibrio sia il valore segregato che il valore aggregato si debbono annullare. Pertanto, mediante una procedura numerica, si può determinare il prezzo dell'opzione considerato dal punto di vista del writer. Nel caso segregato tale prezzo si può facilmente esprimere in forma chiusa. Se si adotta la funzione v definita dalla (12), si ottiene il seguente risultato:

$$c_s = e^{-rT} \left(\lambda \int_K^{+\infty} \Psi^-(1 - F(S_T))f(S_T)(K - S_T)^b dS_T \right)^{1/a}, \quad (17)$$

che richiede l'approssimazione numerica di un integrale.

Si analizzi ora la posizione dell'operatore che acquista l'opzione: all'epoca $t = 0$ pagando il premio c l'*holder* si assicura il diritto di incassare alla scadenza la somma $\max[0, S_T - K]$. Nel caso segregato il valore del prospetto per l'*holder* è dato da

$$V_s^h = v^-(-ce^{rT}) + \int_K^{+\infty} \Psi^+(1 - F(S_T))f(S_T)v^+(S_T - K)dS_T; \quad (18)$$

mentre nel caso aggregato diviene

7) Si veda Wolf *et al.* (2010).

$$\begin{aligned}
V_a^h &= w^-(F(K))v^{-ce^{rT}} + \\
&+ \int_K^{K+ce^{rT}} \Psi^-(F(S_T))f(S_T)v^-((S_T - K) - ce^{rT})dS_T + (19) \\
&+ \int_{K+ce^{rT}}^{+\infty} \Psi^+(1 - F(S_T))f(S_T)v^+((S_T - K) - ce^{rT})dS_T.
\end{aligned}$$

Anche in tal caso, eguagliando a zero le espressioni (18) e (19) e risolvendo per via numerica rispetto a c si ottiene il prezzo dell'opzione valutato dall'holder.

Nel caso segregato di ottiene il risultato:

$$c_s^h = e^{-rT} \left(\frac{1}{\lambda} \int_K^{+\infty} \Psi^-(1 - F(S_T))f(S_T)(K - S_T)^a dS_T \right)^{1/b}. \quad (20)$$

Con riferimento alle opzioni put europee, poiché non possiamo applicare direttamente argomentazioni basate sulla relazione di parità put-call, si devono riscrivere le espressioni del valore del prospetto sia nel caso segregato che in quello aggregato. Considerando la posizione del writer, indicato con p il premio incassato all'epoca $t = 0$, il valore del prospetto è dato da

$$V_s = v^+(pe^{rT}) + \int_0^K \Psi^-(F(S_T))f(S_T)v^-(S_T - K)dS_T \quad (21)$$

nel caso segregato, e da

$$\begin{aligned}
V_a &= w^+(1 - F(K))v^+(pe^{rT}) + \\
&+ \int_{K-pe^{rT}}^K \Psi^+(1 - F(S_T))f(S_T)v^+(pe^{rT} - (K - S_T))dS_T + (22) \\
&+ \int_K^{+\infty} \Psi^-(F(S_T))f(S_T)v^-(pe^{rT} - (K - S_T))dS_T.
\end{aligned}$$

nel caso aggregato. Eguagliando a zero si ottengono le equazioni che (implicitamente, nel caso aggregato) definiscono il valore dell'opzione put.

Analogamente si possono ottenere le espressioni del valore del prospetto dal punto di vista dell'holder di un'opzione put europea.

6. Un'applicazione numerica

Ci proponiamo di analizzare un'applicazione numerica dei modelli riportati nel paragrafo precedente. Supponiamo che la funzione valore e la funzione peso siano espresse dalle relazioni (12) e (13); la derivata della funzione peso diviene

$$\Psi = \frac{dw}{dp} = \gamma p^{\gamma-1} [p^\gamma (1-p)^\gamma]^{-1/\gamma} - p^\gamma [p^{\gamma-1} - (1-p)^{\gamma-1}] [p^\gamma + (1-p)^\gamma]^{-(\gamma+1)/\gamma}. \quad (23)$$

Supponiamo, inoltre, che la dinamica del prezzo S del bene sottostante l'opzione sia regolata da un moto browniano geometrico:

$$dS_t = S_t \mu dt + S_t \sigma dW_t \quad S_0 > 0, \quad (24)$$

dove μ e $\sigma > 0$ sono rispettivamente il rendimento atteso e la volatilità del prezzo e $W = (W_t)_{t \geq 0}$ è un processo di Wiener standard. Con quest'ultima ipotesi la funzione di densità del prezzo del bene sottostante l'opzione alla scadenza T è data da

$$f(S_T) = \frac{1}{S_T \sigma \sqrt{2\pi T}} \exp \left[\frac{-(\ln(S_T/S_0) - (\mu - \sigma^2/2)T)^2}{2\sigma^2 T} \right]. \quad (25)$$

La funzione di distribuzione del prezzo alla scadenza è

$$F(S_T) = \Phi \left(\frac{\ln(S_T/S_0) - (\mu - \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}} \right), \quad (26)$$

dove Φ è la funzione di ripartizione di una variabile casuale gaussiana standard.

Consideriamo i seguenti valori per i parametri: $S_0 = 100$, $\sigma = 0.2$, $\mu = r = 0.1$, $T = 1$, con prezzi di esercizio variabili fra 80 e 120. Con lo scopo di illustrare l'effetto prodotto da funzioni di utilità non concave, dall'avversione alle perdite e dalla probabilità percepita sul prezzo di un'opzione, consideriamo tre livelli di *sentiment* del prospetto:

- sentiment del prospetto nulla (funzione valore lineare, nessuna avversione alle perdite, nessuna sovrastima o sottostima delle probabilità piccole o grandi) che corrisponde ai seguenti parametri del prospetto: $a = b = 1$, $\lambda = 1$, $\gamma = \delta = 1$ (si noti che in tal caso i valori dell'opzione sono uguali a quelli ottenuti applicando la formula di Black e Scholes);
- sentiment del prospetto "normale", basata su quanto suggerito dai fondatori della teoria del prospetto: gli investitori sono avversi al rischio nel caso dei guadagni e propensi al rischio nel caso delle perdite, sovrastimano le probabilità basse e sottostimano quelle grandi. I parametri del prospetto sono quelli proposti da Tversky e Kahneman: $a = b = 0.88$, $\lambda = 2.25$, $\gamma = 0.61$ e $\delta = 0.69$;

- sentiment del prospetto “moderata” (si veda Wolff *et al.*, 2010), in quanto sia la funzione valore che la funzione peso presentano dei valori dei parametri che riflettono solo parzialmente il sentiment precedente: $a = b = 0.988$, $\lambda = 1.125$, $\gamma = 0.961$ e $\delta = 0.969$.

I risultati relativi alla valutazione di opzioni call europee al variare dei prezzi di esercizio e del sentiment sono riportati nella Tab. 3. Le colonne 3–6 contengono due dati e rappresentano i valori delle opzioni ottenuti considerando il punto di vista dell’holder e del writer; tali valori danno luogo a delle stime intervallari; l’ampiezza di tali intervalli dipende da molti fattori, quali la scelta delle funzioni valore e peso, dai parametri di tali funzioni, ma soprattutto dalla moneyness dell’opzione. Con riferimento ai dati riportati in tabella si osservi che l’ampiezza relativa delle stime intervallari, definita da

$$\frac{c_{writer} - c_{holder}}{c_{holder}}, \quad (27)$$

nel caso del sentiment moderato risulta particolarmente ridotta. Inoltre, in tutti e due gli scenari e per tutti i prezzi di esercizio gli intervalli di stima associati al prospetto aggregato sono contenuti nei corrispondenti intervalli segregati. Si osservi, infine, che il prezzo di Black e Scholes è sempre situato all’interno degli intervalli di stima e tende a posizionarsi “vicino” all’estremo inferiore dei singoli intervalli.

7. Conclusioni

Nonostante le numerose e spesso non totalmente fondate critiche ricevute, il modello di Black e Scholes rimane il punto di riferimento per la valutazione delle opzioni europee *plain vanilla*. È con tale modello che ogni tecnica di valutazione deve confrontarsi prima ancora di analizzare la bontà di adattamento con i prezzi di mercato.

In questo contributo si descrive una procedura di valutazione delle opzioni europee basata sulla teoria comportamentale del prospetto

nella versione cumulativa e in ambito continuo. Considerando sia la posizione dell'holder sia quella del writer, si ottengono dei valori che danno luogo a delle stime intervallari per i prezzi di opzioni call e put europee. L'ampiezza di tali intervalli di indeterminazione dei prezzi varia, ovviamente, con il tipo di funzione valore e peso, con i valori dei parametri, in particolare con il prezzo d'esercizio. In ogni caso, la sperimentazione eseguita suggerisce che la teoria del prospetto può candidarsi come una interessante alternativa ai numerosi modelli proposti in letteratura per la valutazione teorica di opzioni europee.

Tab. 3 - Prezzi delle opzioni call europee (modello di Black e Scholes) e stima intervallare (posizione dell'holder e del writer) con $S_0 = 100$, $\sigma = 0.2$, $\mu = r = 0.1$, $T = 1$

K	Black Scholes	Sentiment T-K		Sentiment moderato	
		Prospetto segregato	Prospetto aggregato	Prospetto segregato	Prospetto aggregato
80	27.99	10.20-66.76	21.78-40-35	24.91-31.58	27.24-29.04
90	19.99	7.67-49.20	15.27-32.62	17.86-22.61	19.34-21.04
100	13.27	5.66-35.14	10.30-25.62	11.95-15.10	12.78-14.27
110	8.18	4.11-24.30	6.72-19.40	7.47-9.40	7.87-9.03
120	4.71	2.90-16.22	4.27-14.06	4.38-5.48	4.54-5.34

Per Black e Scholes si ha $a = b = 1$, $\lambda = 1$, $\gamma = \delta = 1$; per il modello Tversky e Kahneman si ha $a = b = 0.88$, $\lambda = 2.25$, $\gamma = 0.61$, $\delta = 0.69$; per il modello con sentiment moderato si ha $a = b = 0.988$, $\lambda = 1.125$, $\gamma = 0.961$ e $\delta = 0.969$

Bibliografia

- Abbink K. e Rockenbach B. (2006) *Option pricing by students and professional traders: a behavioral investigation*, *Managerial and Decision Economics*, 27 (6), 497–510.
- Barberis N. e Thaler R. (2003) *A survey of behavioral finance*. In: Constantinides G.M., Harris M., Stulz R. (eds) *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science, Vol. 1B, 1052–1121.
- Black F. e Scholes M. (1973) *The pricing of options and corporate liabilities*, *Journal of Political Economy*, 81 (3), 637–654.
- Breuer W. e Perst A. (2007) *Retail banking and behavioral financial engineering: the case of structured products*, *Journal of Banking and Finance*, 31 (3), 827–844.
- Davies G.B. e Satchell S.E. (2007) *The behavioural components of risk aversion*, *Journal of Mathematical Psychology*, 51 (1), 1–13.
- Heston S.L. (1993) *A closed-form solution for options with stochastic volatility with applications to bond and currency options*, *The Review of Financial Studies*, 6 (2), 327–343.
- Ingersoll J. (2008) *Non-monotonicity of the Tversky-Kahneman probability-weighting function: a cautionary note*, *European Financial Management*, 14 (3), 385–390.
- Kahneman D. e Tversky A. (1979) *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 47, 263–291.
- Stott H.P. (2006) *Cumulative prospect theory's functional menagerie*, *Journal of Risk and Uncertainty*, 22 (2), 101–130.
- Shefrin H. e Statman M. (1993) *Behavioral aspects of the design and marketing of financial products*, *Financial Management*, 22 (2), 123–134.
- Shiller R.J. (1999) *Human behavior and the efficiency of the financial system*. In: Taylor J.B., Woodford, M. (eds) *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier Amsterdam, Vol. 1C, 1305–1340.
- Tversky A. e Kahneman D. (1992) *Advances in prospect theory: cumulative representation of the uncertainty*, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297–323.
- Wolff C., Lehnert P. e Verlius C. (2010) *Cumulative prospect theory*

approach to option pricing, Working Papers of CREFI-LSF (Centre of Research in Finance - Luxembourg School).

NUOVI MODELLI DI GOVERNANCE E QUOTE ROSA

NEW MODELS OF GOVERNANCE AND QUOTAS FOR WOMEN

Giovanni Sabatini

Direttore Generale dell'Associazione Bancaria Italiana

General Director of the Italian Banking Association

Il Consiglio di Amministrazione di una società per azioni è un organo di massima importanza e responsabilità, in cui vengono prese collegialmente le decisioni per il funzionamento, il controllo e la gestione diretta di una società. È indispensabile che le decisioni assunte provengano da ampie discussioni consiliari, in cui tutti i portatori di interesse siano opportunamente rappresentati, sulla base di un dialogo costruttivo. La presenza delle donne in tale ambito rappresenta quindi una significativa opportunità per favorire un maggiore confronto ed un miglioramento qualitativo del processo decisionale.

La sottorappresentazione femminile nei luoghi di responsabilità rappresenta ancora oggi un forte limite all'adeguatezza ed alla completezza dei processi di sviluppo, non consentendo di sfruttare in modo efficiente il livello di capitale umano potenzialmente disponibile nel sistema. Per queste motivazioni le istituzioni nazionali e sovranazionali incoraggiano, anche tramite apposita normativa, il coinvolgimento attivo delle donne in tutti gli ambiti e specificamente nelle posizioni dirigenziali.

In Italia la situazione sta cambiando negli ultimi anni, anche indipendentemente dagli obblighi di legge, come nel settore del credito e nelle imprese di maggiori dimensioni, laddove, essendo particolarmente richieste competenze ed esperienze professionali, esistono donne in grado di approfondire un impegno di tale livello.

PAROLE CHIAVE: SISTEMA BANCARIO • CORPORATE GOVERNANCE

The Board of Directors of a corporation is an organ of maximum importance and responsibility, in which decisions for the operation, control and management are taken collegially. It is essential that decisions come from broad discussions in which all stakeholders are adequately represented, on the basis of a constructive dialogue. The presence of women in this context represents a significant opportunity to promote greater comparison and qualitative improvement of the decision-making process.

The under-representation of women in places of responsibility is still a strong limit to the adequacy and completeness of the development process, not allowing to exploit efficiently the level of human capital potentially available in the system. For these reasons, the national and supranational institutions encourage, including through appropriate legislation, the active involvement of women in all areas and especially in

management positions.

In Italy the situation is changing in recent years, regardless of the legal requirements, as in the banking sector and in larger firms, where, being particularly required skills and experience, exist women able to provide a commitment to that level.

KEYWORDS: BANKING SYSTEM • CORPORATE GOVERNANCE

Premessa

Una riflessione sul tema delle “quote rosa” non può che partire da quella più generale sul capitale umano e sulla sua centralità nella vita di qualunque impresa.

Se è vero che un buon sistema di governo economico (di una impresa, ma anche di un Paese nel suo complesso) deve favorire soprattutto il formarsi di un ambiente decisionale nel quale possano maturare strategie e politiche aziendali di qualità, questo sistema non può non avere fra gli attori fondamentali le donne.

In questo senso, quindi, va inteso il titolo del mio intervento: “Nuovi modelli di governance” non già come ulteriori forme giuridiche di organizzazione dell’impresa, ma come la declinazione – “nuova” perché mai, sinora, effettivamente sperimentata – del principio della “diversità di genere” nei CdA e negli altri organi societari.

1. Il concetto di Corporate Governance

Il dibattito sulla corporate governance, sviluppatosi nel corso degli anni novanta, viene portato alla luce da diversi fattori. In primo luogo, a partire dalla seconda metà degli anni ottanta, assumono rilievo crescente fenomeni che mettono in discussione il modello anglosassone nella sua versione più ortodossa: l’ondata di ristrutturazioni, l’uso aggressivo della leva finanziaria, la crescente spregiudicatezza delle strategie aziendali con conseguenti clamorosi fallimenti, l’attivismo degli investitori istituzionali.

Il concetto di corporate governance ha varie definizioni in letteratura e nella pratica aziendale, non essendovi ancora un significato univoco accettato dalla dottrina a livello internazionale.

In tal senso, la corporate governance può essere definita come “il si-

stema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti della amministrazione di un'impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholder, ovvero l'insieme di meccanismi che esercitano un'influenza rilevante sull'allocazione del potere di direzione e di governo in un'impresa". Più in generale, il termine può essere inteso per indicare l'insieme di relazioni esistenti all'interno del sistema azienda fra l'Alta direzione, gli azionisti, i dipendenti, i creditori, i fornitori ed i clienti.

2. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione ha un ruolo centrale nella governance delle società per azioni: ad esso spetta la formulazione delle strategie ed eventualmente la gestione diretta dell'azienda.

L'importanza di un efficiente funzionamento del CdA è affermata costantemente nel dibattito teorico e di policy e ha ricevuto nuova linfa dopo l'emersione dei recenti casi di corporate malpractice (Enron e simili). Esso costituisce uno dei punti focali – si sarebbe quasi tentati di dire “il” punto focale – di ogni codice di best practice e di ogni progetto di riforma del diritto societario.

Semplificando, le principali responsabilità di un membro del consiglio di amministrazione sono:

- dare indirizzo e supervisione al management nello sviluppo e valutazione della strategia, approvando il piano strategico;
- valutare la performance del management nell'implementazione della strategia e nell'execution, definendo obiettivi e verificando i risultati;
- assicurare che il sistema dei controlli e di gestione del rischio siano affidabili e funzionanti;
- controllare la veridicità e l'adeguatezza delle informazioni finanziarie e approvare il bilancio;
- garantire il buon governo societario dell'impresa, nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e di principi etici.

Il consiglio di amministrazione si caratterizza per un ruolo autonomo ed esclusivo che combina, come abbiamo visto, il potere gestorio e il dovere di valutazione e monitoraggio della gestione sociale, entrambi esercitati mediante meccaniche decisionali collegiali, maggioritarie e

democratiche.

L'impulso all'attività sociale, dunque, discende da deliberazioni consiliari che non sono espressione di una determinazione individuale, ma di un processo collettivo che, per funzionare correttamente, deve essere improntato al dialogo e al confronto: due ingredienti imprescindibili per la creazione di valore e per il progresso economico.

Presupposto fondamentale di efficienza ed efficacia delle politiche gestionali e di conseguenza dell'intera organizzazione aziendale è, quindi, un corretto processo di formazione della volontà del consiglio di amministrazione, nel quale vanno impressi i contributi di tutti i suoi membri e le voci delle loro competenze ed esperienze.

Per ottenere tale risultato, da un lato, compete ai consigli di amministrazione la reazione di un'atmosfera idonea a incoraggiare una discussione positiva, favorendo scambi criticamente costruttivi da parte dei suoi membri, ma, dall'altro lato, incombe sui soci il dovere di dotare i consigli di amministrazione di competenze complementari e adeguate rispetto alle caratteristiche della società. Affinché la società costituisca un veicolo di valore, è necessario munirla di un "centro propulsore" (il consiglio, appunto) composto da eccellenze manageriali – autonome nel giudizio e dotate di spirito di gruppo – ritagliate sulla propria natura, caratteristiche e dimensioni.

Il sillogismo che deriva da questa impostazione è che la quantità e qualità dei singoli contributi alla discussione consiliare favorisce una maggiore ponderazione decisionale e una più incisiva considerazione degli interessi delle varie anime proprietarie che compongono l'azionariato. In questa logica, la diversità di genere può portare un contributo essenziale a migliorare la qualità del processo decisionale dei Board.

3. Occupazione "per genere" nel settore del credito italiano

L'equilibrio tra uomini e donne nei processi decisionali è un obiettivo dichiarato dell'Unione europea, e le maggiori istituzioni dell'UE hanno formulato raccomandazioni affinché siano introdotte normative e misure di incentivazione per rimediare alla sottorappresentanza delle donne nel mondo del lavoro, a tutti i livelli.

Il dato generale è che nel 2010 le donne rappresentavano il 45,5% dell'occupazione totale nella UE a 15; l'incidenza sale al 47,6% in

Francia e si colloca al 40,5% in Italia, per una differenza complessiva di 7 punti percentuali.

Il nostro Paese è quindi ancora molto indietro in termini di occupazione femminile, sebbene la politica occupazionale dell'ultimo decennio abbia cercato di favorire l'inserimento delle donne nel mondo del lavoro.

Con riguardo al settore del credito, tradizionalmente considerato un comparto prettamente maschile, i dati direttamente raccolti dall'ABI evidenziano invece una presenza delle donne superiore a quella media nazionale: al 31 dicembre 2010 le lavoratrici bancarie rappresentano il 43,0% dell'occupazione complessiva.

In un solo anno le bancarie sono aumentate di circa mezzo punto percentuale e, dal 1997, la loro presenza è cresciuta di 12 punti, confermando il processo di femminilizzazione delle imprese di credito italiane.

La differenza occupazionale per genere continua a ridursi e, in termini prospettici, considerate le politiche gestionali aziendali adottate in termini di assunzioni – pressoché indifferenziate per genere – è ragionevole concludere per un sostanziale equilibrio di uomini e donne nelle banche del nostro Paese.

Anche con riguardo alle posizioni di vertice nelle banche italiane, la presenza femminile, sebbene ancora contenuta, è in aumento.

Nel 2010, a fronte di una presenza media di dirigenti del 2,2%, gli uomini rappresentano il 3,5% della forza lavoro maschile, rispetto allo 0,5% delle colleghe. Gli uomini con qualifica di quadro direttivo rappresentano il 46,9% del personale maschile complessivo, mentre per le donne la stessa percentuale si attesta al 27,5%, con una presenza negli ultimi due livelli della categoria pari, rispettivamente, al 22,9% e al 7,8%.

Dal 1997 a oggi la presenza delle dirigenti è aumentata di 9 volte e quella delle donne collocate nei quadri direttivi è più che raddoppiata. Nello stesso periodo anche la presenza di uomini in tali categorie è aumentata ma in misura più contenuta (la percentuale di dirigenti è aumentata di 2,5 volte mentre per i quadri direttivi il peso è passato dal 34,5% al 46,9%).

Del complesso delle assunzioni avvenute nel 2010 circa la metà (49%) riguarda personale femminile. In uscita, invece, le cessazioni

riguardano il 64% degli uomini e il 36% delle donne, comportando una ulteriore “femminilizzazione” del settore.

4. Dall’occupazione alle “quote rosa” negli organi delle società bancarie

Da questa breve introduzione emerge da un lato che il settore del credito risulta avanzato sotto il profilo dell’utilizzo del capitale umano femminile, seppure con margini di miglioramento.

Dall’altro lato, come dicevo, il “contesto” permette di accostarsi al tema “quote rosa” con la giusta prospettiva: si tratta, infatti, di un primo tassello verso un percorso molto complesso e tutto da percorrere. In un recente Quaderno (Women on Boards in Italy) la Consob ha analizzato la composizione di genere degli organi di amministrazione delle società quotate italiane. I dati raccolti, riferiti alle 278 aziende quotate e aggiornati al 2009, hanno mostrato che sono complessivamente 173 le donne nei CDA e il loro peso sul totale dei membri del CDA è pari al 6,3%.

Secondo i dati più aggiornati dell’Università Bocconi, la presenza complessiva femminile nei board di società italiane quotate era pari al 7,3% nel 2011, all’8,1% nel 2012 e potrebbe raggiungere il 9% alla fine di quest’anno. Tale incremento è il più significativo da decenni.

5. Gli effetti dell’approvazione della legge sulle quote rosa

Questi dati, con l’introduzione delle “quote rosa” (avvenuta con legge n. 120/2011) sono destinati a cambiare.

Il testo di legge prevede infatti che, al primo rinnovo degli organi sociali successivo al luglio 2012 (cioè un anno dopo l’entrata in vigore della legge), un quinto dei posti dei board e dei collegi sindacali saranno riservati al genere meno rappresentato.

Al secondo e al terzo rinnovo, invece, la quota dovrà salire ad un terzo dei membri dei consigli. La norma è a tempo e si applica per tre mandati (su questo tema tornerò oltre).

Ci si può domandare se una legge era proprio necessaria, o se non fosse stata sufficiente un po’ di autoregolamentazione e “moral suasion”. In realtà in tutti i Paesi analizzati, una regolamentazione imperativa sembra essere l’unica soluzione efficace per indurre un cambiamento - costante e significativo - della presenza delle donne nei board.

Soft law, autoregolamentazione degli emittenti o autonomia statutaria da sole non sono sufficienti: occorre un mix.

L'esperienza dimostra che l'attuazione di iniziative legislative è più efficace se accompagnata o preceduta da iniziative assunte su base volontaria che perseguono l'obiettivo di accrescere la consapevolezza del mercato sulla questione e di offrire la possibilità di trovare le migliori risorse possibili.

Seppure i tempi di applicazione saranno ancora un po' lunghi - la attuale tornata di assemblee della primavera 2012, infatti, non è stata ancora toccata dalla nuova normativa, se non per scelta volontaria dell'emittente (v. mie elaborazioni, citare grazie), poiché la legge entrerà a regime a partire dai rinnovi successivi al 12 agosto 2012 - entro 9 anni avremo 700 donne in più nei board e 200 nei collegi sindacali. Nonostante questo, a riprova di quanto dicevo sopra, la legge sta già producendo degli effetti volontari: la legge 12 luglio 2011, n. 120 cd. impropriamente Legge sulle quote rosa è in vigore dallo scorso 12 agosto 2011 ma non è ancora operativa. Siamo quindi in grado di osservare la "reazione spontanea" delle società quotate all'introduzione delle "quote rosa".

Quello che stiamo osservando - in quest'ultima tornata di nomine prima della definitiva introduzione dell'obbligo (12 agosto 2012) - è un aumento spontaneo della presenza femminile nei board.

Il 60% dei CdA che sono stati rinnovati nella primavera del 2012 ha almeno un consigliere donna. La percentuale aumenterà dopo questa stagione assembleare sino all'85%, inoltre si stima che la presenza femminile in tutti i board salirà dal 7,2% al 9%, circostanza che costituisce indubbiamente un successo senza precedenti.

Una recente ricerca di una società specializzata in materia di Governance, è stato analizzato il comportamento dei 31 Consigli di Amministrazione "tutti al maschile" che dovevano essere rinnovati nella stagione assembleare che si è appena conclusa:

In 18 su 31 è stata nominata almeno una donna, e la percentuale complessiva delle donne è aumentata da zero all'8,5%.

Le evidenze riferite al complesso delle imprese quotate mostrano inoltre come la presenza delle donne nei CDA sia associata ad alcune caratteristiche delle società e delle amministratrici stesse, in particolare all'esistenza di legami di natura familiare con l'azionista di controllo.

Dall'analisi degli organi amministrativi emergono infatti due modelli molto differenti.

Da un lato, la presenza di amministratrici che hanno legami familiari con l'azionista di riferimento è più frequente in società di minore dimensione, a proprietà concentrata e operanti nel settore dei consumi. Dall'altro, amministratrici non legate all'azionista di controllo siedono nei board di società a proprietà diffusa o estera, operanti nei settori dell'information technology o delle telecomunicazioni e caratterizzate da amministratori più indipendenti e mediamente più giovani.

In entrambi i modelli la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato rilevante e la dimensione del board influiscono positivamente sulla probabilità che vi sia almeno una donna amministratore.

L'obbligo delle "quote rosa" ha carattere transitorio, applicandosi solo per tre mandati consecutivi. Ciò è particolarmente apprezzabile: la norma rappresenta un primo intervento in questa materia, cosicché può essere opportuno verificare se sia sufficiente "rompere il ghiaccio" per ottenere in seguito, anche senza vincoli legislativi, composizioni meno squilibrate dei CdA. Se l'esito di questa applicazione fosse tale da riprodurre, pur dopo i tre mandati, una situazione analoga a quella attuale, il Parlamento potrà valutare se prorogare questa previsione.

Un altro importante elemento da considerare proviene dall'autoregolamentazione: mi riferisco ai Principi di Corporate Governance contenuti nel relativo Codice, approvato nello scorso mese di dicembre.

In particolare, il Codice considera che dalla diversità di genera nei CdA possano derivare indubbi benefici, in punto di dialettica tra i componenti ed apporto di nuove e più ricche sensibilità nella definizione delle strategie aziendali. Su questa base, raccomanda ai board delle società quotate di effettuare almeno una volta all'anno un'autovalutazione sul proprio funzionamento e sul funzionamento dei suoi comitati, tenendo conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica.

Conclusioni

In conclusione ci si può chiedere, anche basandosi sulle osservazioni svolte in altri Paesi, se vi siano effetti positivi visibili derivanti

dall'ingresso delle donne nei Consigli di Amministrazione. Le poche analisi sul legame tra presenza di amministratrici e alcune variabili che si possono considerare "proxy" di buon funzionamento del board non sempre danno i risultati attesi, ma credo che sul punto si debba prendere per buona l'esperienza sul campo e l'osservazione empirica mostra – in chiave generale - che intervenire sulle disparità di genere porta sempre ad un rendimento elevato in termini di sviluppo.

Guardando all'Italia, anche alla luce anche degli effetti anticipati della legge, sono convinto che l'attuazione della legge sulle "quote rosa" avrà conseguenze positive sulla corporate governance delle società italiane.

Oggi, grazie anche alla legge, il focus si è spostato dal *perché* (non ci sono donne nei Consigli di Amministrazione) al *come* portare le donne giuste nei consigli: occorre dunque lavorare affinché le aziende italiane cerchino nel consigliere di amministrazione competenze, qualità ed esperienza e affinché le donne eccellenti e preparate si rendano visibili e raggiungibili.

Da questo punto di vista sono importanti le iniziative promosse da numerose Associazioni: PWA (Professional Woman Association membro di Europe PWNetwork, Valore D, Fondazione Bellisario) che stanno dimostrando grazie alla loro azione come si possa attivare un circolo virtuoso per portare donne nei CdA.

Ma occorre anche muoversi al di fuori delle grandi città, per scoprire le moltissime donne che ogni giorno si mettono in gioco nella provincia italiana, con tante competenze e merito e decisamente poca visibilità.

Per questo mi è stato particolarmente gradito l'invito a partecipare a questo convegno e mi auguro che la vostra associazione possa contribuire attivamente a mettere in luce le professionalità e le competenze delle donne abruzzesi.

Allegato 1

LEGGE 12 LUGLIO 2011, N. 120.

Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati.

La Camera dei deputati ed il Senato della Repubblica hanno approvato;

IL PRESIDENTE DELLA REPUBBLICA

Promulga
la seguente legge:

Art. 1.

Equilibrio tra i generi negli organi delle società quotate

1. Dopo il comma 1-bis dell'articolo 147-ter del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, è inserito il seguente:

“1-ter. Lo statuto prevede, inoltre, che il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi. Il genere meno rappresentato deve ottenere almeno un terzo degli amministratori eletti. Tale criterio di riparto si applica per tre mandati consecutivi. Qualora la composizione del consiglio di amministrazione risultante dall'elezione non rispetti il criterio di riparto previsto dal presente comma, la Consob diffida la società interessata affinché si adegui a tale criterio entro il termine massimo di quattro mesi dalla diffida. In caso di inottemperanza alla diffida, la Consob applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 100.000 a euro 1.000.000, secondo criteri e modalità stabiliti con proprio regolamento e fissa

un nuovo termine di tre mesi ad adempiere. In caso di ulteriore inottemperanza rispetto a tale nuova diffida, i componenti eletti decadono dalla carica. Lo statuto provvede a disciplinare le modalità di formazione delle liste ed i casi di sostituzione in corso di mandato al fine di garantire il rispetto del criterio di riparto previsto dal presente comma. La Consob statuisce in ordine alla violazione, all'applicazione ed al rispetto delle disposizioni in materia di quota di genere, anche con riferimento alla fase istruttoria e alle procedure da adottare, in base a proprio regolamento da adottare entro sei mesi dalla data di entrata in vigore delle disposizioni recate dal presente comma. Le disposizioni del presente comma si applicano anche alle società organizzate secondo il sistema monistico”.

2. Dopo il comma 1 dell'articolo 147-quater del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, è aggiunto il seguente:

“1-bis. Qualora il consiglio di gestione sia costituito da un numero di componenti non inferiore a tre, ad esso si applicano le disposizioni dell'articolo 147-ter, comma 1-ter”.

3. All'articolo 148 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) dopo il comma 1 è inserito il seguente:

“1-bis. L'atto costitutivo della società stabilisce, inoltre, che il riparto dei membri di cui al comma 1 sia effettuato in modo che il genere meno rappresentato ottenga almeno un terzo dei membri effettivi del collegio sindacale. Tale criterio di riparto si applica per tre mandati consecutivi. Qualora la composizione del collegio sindacale risultante dall'elezione non rispetti il criterio di riparto previsto dal presente comma, la Consob diffida la società interessata affinché si adegui a tale criterio entro il termine massimo di quattro mesi dalla diffida. In caso di inottemperanza alla diffida, la Consob applica una sanzione amministrativa pecuniaria

da euro 20.000 a euro 200.000 e fissa un nuovo termine di tre mesi ad adempiere. In caso di ulteriore inottemperanza rispetto a tale nuova diffida, i componenti eletti decadono dalla carica. La Consob statuisce in ordine alla violazione, all'applicazione ed al rispetto delle disposizioni in materia di quota di genere, anche con riferimento alla fase istruttoria e alle procedure da adottare, in base a proprio regolamento da adottare entro sei mesi dalla data di entrata in vigore delle disposizioni recate dal presente comma”;

b) al comma 4-bis, dopo le parole: “ai commi” è inserita la seguente: “1-bis,”.

Art. 2.

Decorrenza

1. Le disposizioni della presente legge si applicano a decorrere dal primo rinnovo degli organi di amministrazione e degli organi di controllo delle società quotate in mercati regolamentati successivo ad un anno dalla data di entrata in vigore della presente legge, riservando al genere meno rappresentato, per il primo mandato in applicazione della legge, una quota pari almeno a un quinto degli amministratori e dei sindaci eletti.

Art. 3.

Società a controllo pubblico

1. Le disposizioni della presente legge si applicano anche alle società, costituite in Italia, controllate da pubbliche amministrazioni ai sensi dell'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile, non quotate in mercati regolamentati.

2. Con regolamento da adottare entro due mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge ai sensi dell'articolo 17, comma 1, della legge 23 agosto 1988, n. 400, sono stabiliti termini e modalità di attuazione del presente articolo al fine di disciplinare in maniera uniforme per tutte le società interessate, in coerenza con quanto previsto dalla presente legge, la vigilanza sull'applicazione della stessa, le for-

me e i termini dei provvedimenti previsti e le modalità di sostituzione dei componenti decaduti.

La presente legge, munita del sigillo dello Stato, sarà inserita nella Raccolta ufficiale degli atti normativi della Repubblica italiana. E' fatto obbligo a chiunque spetti di osservarla e di farla osservare come legge dello Stato.

**LA GESTIONE INTEGRATA DEL RISCHIO
DI LIQUIDITÀ E DEL RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE
NELLE BANCHE: ALCUNE EVIDENZE EMPIRICHE**

*MANAGING THE LIQUIDITY RISK AND THE INTEREST RATE RISK
ON BANKS: SOME EMPIRICAL EVIDENCES*

Cinzia Baldan

*Ricercatore Confermato di Economia degli Intermediari Finanziari (SECS-P/11)
Dip.to di Scienze Economiche e Aziendali
Università di Padova e CEFIN*

*Assistant Professor in Financial Markets and Institutions
Department of Economic and Managerial Sciences
University of Padova, and CEFIN*

cinzia.baldan@unipd.it

Francesco Zen

*Professore Associato Confermato di Economia
degli Intermediari Finanziari (SECS-P/11)
Dip.to di Scienze Economiche e Aziendali, Università di Padova*

*Associate Professor in Financial Markets and Institutions
Department of Economic and Managerial Sciences, University of Padova*

francesco.zen@unipd.it

Tobia Rebonato

Collaboratore, Dip.to di Scienze Economiche e Aziendali, Università di Padova

*Research Assistant, Department of Economic and Managerial Sciences,
University of Padova*

tobia.rebonato@gmail.com

La ricerca si propone di verificare l'esistenza di una relazione tra il rischio di liquidità e il rischio di tasso di interesse delle istituzioni creditizie. Mediante l'analisi del bilancio di una banca italiana di piccole dimensioni negli esercizi 2009-2010, si identificano le variabili che influenzano la liquidità e i loro effetti sulla gestione. I risultati evidenziano che la banca ha ridotto il rischio di liquidità, rispettando i vincoli di "BasileaIII". Le azioni intraprese hanno determinato una contrazione del margine di interesse, ma hanno consentito la riduzione del capitale assorbito dal rischio di tasso di interesse, producendo un effetto complessivamente positivo.

PAROLE CHIAVE: GESTIONE INTEGRATA DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO (ALM)
• ACCORDO "BASELEA III" • RISCHIO DI LIQUIDITÀ • RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE • GESTIONE INTEGRATA DEI RISCHIO

The present study aims at ascertaining whether a relationship exists between the liquidity risk and the interest rate risk of credit institutions. By analysing the balance sheet of a small Italian bank during the years 2009-2010, we outlined the variables that influenced its liquidity profile, and their effects on the global management. Our main findings confirm that the bank succeeded in reducing the liquidity risk, according to the "BaselIII" framework; moreover, the actions taken lowered its interest margin, but also enabled to reduce the amount of capital absorbed by the interest rate risk, giving rise to a globally positive effect.

KEYWORDS: ASSET AND LIABILITY MANAGEMENT • BASEL III FRAMEWORK
• INTEGRATION OF LIQUIDITY RISK AND INTEREST RATE RISK • RISK MANAGEMENT

1. Introduzione

Tra le ragioni del fallimento dei modelli di gestione della banca, largamente evidenziato dagli effetti della crisi economica e, in parte, favorito dalla normativa di vigilanza, deve annoverarsi la mancata visione integrata e complessiva dell'attività bancaria in grado di valutare congiuntamente lungo più dimensioni di rischio gli effetti delle scelte effettuate.

Un esempio in tal senso è ravvisabile nei processi di cartolarizzazio-

ne, i quali in molti casi hanno portato a un allentamento nelle modalità di valutazione del rischio di credito sulla base del presupposto della cessione al mercato dei prestiti erogati e il rinvio a una misurazione successiva da parte delle società di rating. Inoltre, il mantenimento di significative *tranches* di obbligazioni derivanti da tali processi ovvero l'investimento in titoli di altre operazioni sono stati trattati assai più spesso secondo il loro profilo di rischio di mercato, trascurando il rischio di credito ad essi collegato, che invece risulta centrale per determinare il valore, ad esempio, di *collateralized debt obligations* (CDO) e *asset backed securities* (ABS). L'inserimento di tali strumenti nel *trading book* rappresenta un esempio di tali politiche.

Considerazioni analoghe possono farsi con riferimento al rischio di liquidità. Ancorché le banche siano naturalmente soggette a tale rischio, la presenza di un'enorme massa di fondi disponibili, tassi di interesse bassi, mercati apparentemente sempre più efficienti hanno di fatto portato a una sua sottovalutazione e a un'esposizione crescente mano a mano che la crisi si acuiva (BCBS, 2010). In una fase di crescente internazionalizzazione dei sistemi finanziari e di aumento delle pressioni competitive, ciascun intermediario ha dovuto ricercare un delicato equilibrio tra una prudente ed equilibrata struttura per scadenze dell'attivo e del passivo e il perseguimento di crescenti livelli di redditività. Ne sono risultate esposizioni al rischio di liquidità anche molto differenziate (Tarantola, 2008).

Il rischio di liquidità trova la sua origine non solo per effetto della tradizionale modalità di funzionamento di una banca commerciale, ma anche come conseguenza del manifestarsi di altri rischi (rischio di credito, di mercato, di reputazione, strategico, ecc.). Si tratta in tal senso di un rischio consequenziale (Neu e Matz, 2006; CEBS, 2008) che non può non essere preso in considerazione congiuntamente agli altri rischi, in particolare in situazioni di stress (Strahan, 2008; Nikolaou, 2009).

Una particolare affinità si riscontra tra il rischio di liquidità e il rischio di tasso di interesse nel *banking book*. Il rischio di liquidità dipende dalla scadenza dei singoli flussi di cassa associati alle attività e alle passività, mentre il rischio di tasso dipende dal periodo di repricing delle poste. L'elemento di connessione si individua in una delle principali funzioni svolte dalle istituzioni creditizie: la trasformazione delle

scadenze. Le banche finanziano i propri impieghi emettendo passività con una scadenza media inferiore a quella dei crediti; lo squilibrio fra le scadenze dell'attivo e del passivo che ne deriva determina l'assunzione di un rischio di interesse e di un rischio di liquidità (Resti e Sironi, 2007). Entrambi i rischi, dunque, gravano sulle medesime poste di bilancio, rendendo particolarmente urgente una visione unitaria e integrata da parte della banca nella gestione dell'attivo e del passivo, sia dal punto di vista delle scadenze dei singoli flussi di cassa che da quello dei tassi d'interesse applicati.

Si ipotizza, pertanto, che le scelte volte a migliorare il profilo di liquidità della banca sia di breve termine che di medio lungo termine possano favorire un miglior equilibrio tra attività e passività e, conseguentemente, un minor impatto patrimoniale del rischio di tasso di interesse. Si può dunque ulteriormente ipotizzare che un più basso livello di rischio di liquidità, ancorché produca effetti negativi in termini di redditività (Resti, 2011), trovi bilanciamento in un minor assorbimento patrimoniale.

La letteratura si è ampiamente occupata tanto del rischio di liquidità, quanto del rischio di tasso di interesse; ciononostante, non sembrano rinvenirsi, allo stato attuale, contributi in tema di gestione integrata di tali tipologie rischiose. Di contro, tra i provvedimenti emanati dalle autorità di vigilanza a seguito della crisi finanziaria, speciale attenzione è riservata alla funzione di gestione del rischio, cui viene affidato, tra gli altri, il compito di assicurare che ogni rischio di rilievo per la banca sia correttamente individuato ed efficacemente gestito, secondo una logica integrata (Banca d'Italia, 2012a, 2012b; EBA, 2011).

Il lavoro si propone di colmare la lacuna evidenziata in letteratura, cercando di mettere in luce, attraverso un *case study*, come una serie di decisioni volte principalmente a ridurre il rischio di liquidità e a rispettare i nuovi parametri stabiliti dall'accordo c.d. "Basilea III" (BCBS, 2010 e 2011), pur comportando un iniziale costo opportunità per la banca, consentano fin da subito una più efficiente gestione del patrimonio di vigilanza e il raggiungimento di solidi equilibri aziendali tra redditività e solvibilità. L'ipotesi che si intende verificare è

quella dell'esistenza di una relazione diretta¹ tra rischio di liquidità e rischio di tasso di interesse nel *banking book*, tale che, al diminuire del grado di esposizione nei confronti del primo, segue una diminuzione dell'esposizione della banca anche nei confronti del secondo. Il duplice miglioramento nella copertura di tali rischi, pur comportando, nel breve termine, una riduzione della redditività in termini di margine di interesse, rafforzerebbe la solidità patrimoniale permettendo, nel medio-lungo periodo, la ripresa di livelli di profittabilità adeguati e sostenibili.

Il lavoro è strutturato come segue: nella sezione 2 vengono presentati i principali contributi della letteratura sulle tematiche del rischio di liquidità e del rischio di tasso di interesse; nella sezione 3 viene presentata un'applicazione empirica a una banca italiana di piccole dimensioni, finalizzata a mettere in luce l'esistenza del legame tra rischio di liquidità e rischio di tasso di interesse. Nella sezione 4 vengono analizzati e discussi i principali risultati ottenuti; la sezione 5 conclude il lavoro, sottolineando le implicazioni gestionali per le banche e i successivi, possibili sviluppi della ricerca.

2. Letteratura di riferimento

2.1 Letteratura sul rischio di liquidità

La tematica del rischio di liquidità è stata oggetto di interesse da parte degli studiosi ben prima del manifestarsi della crisi internazionale del 2007; le autorità di vigilanza, d'altro canto, pur non fissando requisiti patrimoniali specifici per la copertura di tale rischio (Resti e Sironi, 2010), ne hanno da tempo sottolineato la rilevanza.

I primi contributi sul rischio di liquidità si rinvengono a partire dal diciannovesimo secolo, quando Knies (1876, cit. in Duttweiler, 2009) sottolineò la necessità di disporre di un *buffer* di contante per compensare i gap negativi tra flussi di pagamenti in entrata e in uscita, nei casi in cui le rispettive scadenze non potessero essere perfettamente regolate. Nel secolo successivo, Saraceno (1942, in Mazzei, 1992) asserì come "la ricerca (...) della combinazione tra operazioni attive e operazioni passive che sia la più fruttuosa fra quelle che assicurano

1) La relazione indagata non implica necessariamente l'esistenza di una funzione lineare; si intende, più in generale, una situazione di dipendenza.

alla banca il necessario equilibrio tra entrate e uscite, costituisce il problema centrale della gestione bancaria. La liquidità di una banca può definirsi appunto la sua capacità a conseguire in maniera economica e in ogni tempo questo equilibrio”.

Tra i contributi più recenti Gualandri et al. (2009) muovono dal concetto che il trasferimento di risorse tra gli operatori economici, stante l'imperfezione dei mercati di capitali, rende necessaria un'adeguata quantità di attività finanziarie prive di rischio, generalmente accettate dagli operatori che assumono la funzione di intermediari degli scambi. Gli autori delineano una definizione di liquidità bancaria (*inside liquidity*) che comprende gli impegni monetari a vista delle banche, nella forma di depositi in conto corrente e di linee di credito; da questa definizione di liquidità discende quella di rischio di liquidità, individuato nella difficoltà delle banche di far fronte tempestivamente ed economicamente agli impegni monetari derivanti dalla gestione dei pagamenti che hanno luogo attraverso l'utilizzo della moneta bancaria. Secondo Ferrari e Ruozi (2009) la crisi di liquidità è il risultato e non la causa delle recenti crisi bancarie. All'origine di tali difficoltà vi sarebbero, invece, l'allontanamento dai corretti principi di sana e prudente gestione che la tecnica bancaria internazionale ha da tempo definito e l'eccessivo orientamento alla realizzazione di profitti di breve periodo, unitamente all'inefficacia dei sistemi di controllo interno delle banche e, in alcuni Paesi, anche all'inadeguatezza delle politiche di supervisione delle autorità di vigilanza.

Il lavoro di Cornett *et al.* (2011) considera la gestione degli shock di liquidità verificatisi durante la crisi 2007-2009, esaminando gli aggiustamenti nella dotazione di contante e di altre attività liquide da parte di un campione di banche commerciali statunitensi e valutandone gli effetti sull'offerta di credito. In particolare, si evidenzia come l'esposizione al rischio di liquidità sia non soltanto negativamente correlata con la crescita degli impieghi nel periodo della crisi, ma altresì positivamente correlata con la crescita degli asset liquidi, confermando l'ipotesi secondo cui gli sforzi per accumulare liquidità nei bilanci mediante l'acquisto di titoli hanno penalizzato le azioni di incremento della raccolta a sostegno dell'erogazione di nuovi prestiti. Al contrario, negli anni precedenti la crisi il grado di liquidità nel mercato delle attività bancarie sembra aver influenzato negativamen-

te l'accumulazione di attività prontamente liquidabili, a favore dell'esclusiva crescita degli impieghi.

In relazione all'impatto delle nuove regole sulla gestione del rischio di liquidità derivanti dall'accordo "Basilea III", Resti (2011) sottolinea come l'introduzione dei *ratios* obbligatori sul rischio di liquidità (Liquidity Coverage Ratio, d'ora in poi "LCR" e Net Stable Funding Ratio, d'ora in poi "NSFR")² eserciterà un impatto significativo sull'operatività delle banche. In particolare, l'autore rileva che la riduzione dell'attività di trasformazione delle scadenze che deriverà dall'applicazione di tali *ratios* è destinata a produrre (data una curva dei tassi "normale", positivamente inclinata) un calo dei ricavi, in particolare del margine di interesse. Analogamente, la detenzione "obbligata" di un consistente ammontare di attività liquide viene valutata suscettibile di diluire il ROA. Alle medesime conclusioni di Resti giunge uno studio condotto da McKinsey & Company (2010) per il settore bancario europeo, il quale stima l'impatto dei nuovi *ratios* in termini di crescita degli asset liquidi per circa 2 miliardi di Euro, riguardo all'indice LCR, mentre viene stimata una crescita nella raccolta a lungo termine (con scadenza superiore a un anno) tra 3,5 e 5,0 miliardi di Euro per il NSFR. Con riferimento alla redditività delle banche, lo studio di McKinsey fornisce una stima del ROE che considera gli effetti dell'introduzione di entrambi gli indici di liquidità, rilevando una diminuzione al 4,3%, rispetto a una media pre-crisi del 15%. Il lavoro di La Ganga e Trevisan (2010), infine, sottolinea come il rafforzamento della nuova regolamentazione consoliderà il processo, già avviato, di cambiamento delle strategie aziendali, con un ritorno a una maggiore focalizzazione sulle attività tradizionali delle banche (*back to basic*) e una contestuale diminuzione delle attività di trading. La necessità di prolungare la scadenza della raccolta e di rafforzarne le componenti più stabili determinerà una considerevole riduzione nel margine di interesse e un aumento della pressione competitiva sulla raccolta al dettaglio; ancora, l'inclusione di attività altamente liquide nel *buffer* determinerà un incremento dei costi opportunità; infine, gli investimenti finalizzati a rafforzare la copertura del rischio di liquidi-

2) I criteri di computo dei *ratios* e le poste ad essi associate verranno trattati nella sezione 3.

tà, così come richiesto dagli interventi regolamentari, sono stati e saranno ancora numerosi. Gli autori sottolineano come tutti questi costi determineranno, inevitabilmente, una diminuzione dei profitti, così che difficilmente potrà ripresentarsi lo straordinario livello di redditività bancaria manifestatosi negli anni passati e favorito da un mercato che premiava soprattutto l'innovazione finanziaria.

2.2. Letteratura sul rischio di tasso di interesse nel banking book

Il rischio di tasso di interesse per gli intermediari finanziari, definito come la possibilità che le fluttuazioni dei tassi di mercato producano significative variazioni, in un senso o nell'altro, della situazione economico-patrimoniale (Zen, 2008), è stato oggetto di attenzione da parte delle autorità regolamentari sin dal 1997, quando il Comitato di Basilea (BCBS, 1997; 2004) ha pubblicato alcuni principi guida per la gestione di tale fattispecie rischiosa. Tali principi, rivisti nel 2004 a seguito dell'introduzione dell'accordo "Basilea II" (BCBS, 2006), non prevedono un requisito patrimoniale specifico per il rischio gravante sul banking book; essi enfatizzano piuttosto la trasparenza nelle informazioni e auspicano che gli organi di vigilanza dei singoli stati aderenti alla BIS possano imporre un supplemento di capitale per le banche che presentano un considerevole rischio di tasso di interesse sul *banking book*³.

La letteratura ha ampiamente trattato le diverse tipologie di rischio di interesse cui le banche risultano esposte (BCBS, 2004)⁴. I principali contributi sviluppati nel corso degli anni riguardano prevalentemente l'analisi dei diversi approcci di valutazione dell'esposizione al rischio, generalmente suddivisi secondo la "prospettiva degli utili correnti" ovvero la "prospettiva del valore economico"; tali approcci sono ritenuti, sia dagli studiosi sia dagli operatori di settore, complementari e non alternativi. Ciascuno di essi è contraddistinto da specifiche variabili-obiettivo e tecniche di analisi. In particolare, la "prospettiva degli utili correnti" mira al controllo della variabilità

3) Per l'Italia si veda Banca d'Italia (2006).

4) Per una disamina dettagliata delle fonti di rischio di tasso di interesse si vedano, tra gli altri, i contributi di: Gualandri (1991); English (2002); Fraser et al. (2002); Lusignani (2004).

del margine di interesse, quindi, implicitamente, anche del reddito contabile della banca, in un orizzonte temporale di breve periodo. I modelli che adottano tale prospettiva si basano sulla rilevazione dei *mismatching* tra le date di scadenza/primo riprezzamento delle poste attive e delle poste passive, all'interno di uno specifico periodo di analisi. Le tecniche di analisi maggiormente diffuse comprendono i cosiddetti modelli di *gap management*, dove la principale variabile-obiettivo è rappresentata dal margine di interesse d'esercizio (Resti e Sironi, 2007). La "prospettiva dei valori di mercato" ha il fine di controllare gli effetti che le variazioni dei tassi di interesse determinano sul valore di mercato complessivo delle attività e delle passività finanziarie della banca. Rispetto al precedente approccio, si assume un orizzonte temporale di lungo periodo, poiché viene considerata l'intera dinamica dei flussi di cassa generati da ciascuno strumento afferente al portafoglio bancario. La principale variabile-obiettivo è rappresentata dal valore di mercato del patrimonio della banca. Tale grandezza è definita come la differenza tra il valore di mercato delle attività finanziarie fruttifere di interessi e delle posizioni con valore di mercato positivo relative a strumenti derivati su tassi di interesse e il valore di mercato delle passività onerose e delle posizioni con valore di mercato negativo relative a strumenti derivati su tassi di interesse. I modelli di analisi maggiormente diffusi nell'ambito di questo approccio sono i cosiddetti "modelli finanziari"; essi si avvalgono delle tecniche originariamente sviluppate per la misurazione del rischio di interesse nei portafogli obbligazionari (Brigo e Mercurio, 2007; Staikouras, 2006; Grundke, 2004).

In relazione all'impatto del rischio di tasso di interesse sull'operatività delle banche, tra i contributi più recenti è da segnalare quello di Drago (2006), nel quale viene valutato l'effetto dei criteri di valutazione introdotti dagli IAS/IFRS, in particolare dello IAS 39 e dell'IFRS 7, sulla copertura del rischio di interesse nelle banche. Dall'analisi emerge che gli standard setters hanno dimostrato scarsa considerazione della realtà gestionale delle banche, supponendo, tra l'altro, un rapporto di uno a uno tra elemento coperto e strumento di copertura, il quale implica un'operazione di copertura per ogni elemento coperto. La realtà operativa delle banche, al contrario, vede una gestione dei rischi effettuata a livello di portafogli omogenei di attività e passivi-

tà. La successiva introduzione, nello IAS 39, del *macrohedging* non sembra aver risolto i problemi evidenziati, poiché presso le banche l'obiettivo della copertura è spesso rappresentato dal margine di interesse, mentre la versione proposta del *macrohedging* ammette unicamente il *fair value hedge*, inadatto all'obiettivo specificato.

Il lavoro di Memmel (2011) indaga un campione di 1562 banche tedesche nell'intervallo temporale settembre 2005-dicembre 2009, al fine di verificare l'esistenza di una relazione tra la componente sistematica di esposizione al rischio di tasso di interesse e la curva della struttura a termine, di comprendere quali siano i fattori determinanti dell'esposizione al rischio di tasso di interesse delle banche, di misurare il grado di profittabilità della trasformazione delle scadenze e, infine, di verificare se le banche con una rilevante esposizione al rischio di tasso di interesse conseguano anche un elevato margine di interesse. I risultati della regressione evidenziano che il fattore sistematico di rischio di tasso di interesse può effettivamente essere individuato nella curva della struttura a termine dei tassi e che si muove nella medesima direzione dei possibili profitti da trasformazione delle scadenze; a livello di singola banca tuttavia, prevalgono gli effetti legati alle specificità delle diverse tipologie di istituti di credito e alla regolamentazione. In particolare, per le casse di risparmio e le banche cooperative i profitti da trasformazione delle scadenze costituiscono un'importante fonte di reddito, il quale viene significativamente influenzato da variazioni puntuali di tali profitti. Nell'analisi incrociata, invece, il margine di interesse non sembra essere determinato dal livello di esposizione al rischio di tasso di interesse: le banche tedesche di maggiori dimensioni, infatti, manifestano una ridotta esposizione al rischio di tasso di interesse rispetto alle casse di risparmio e alle banche cooperative pur evidenziando un margine relativo superiore. Una possibile spiegazione del fenomeno viene individuata nel fatto che le banche prendono in considerazione il rischio di tasso di interesse solo quando allocano le risorse in riferimento alle diverse tipologie di rischio: il rischio da trasformazione delle scadenze determina, in tal senso, il medesimo risultato, in termini di unità di rischio, del rischio di credito.

Le ricerche di Drehmann *et al.* (2010) e di Alessandri e Drehmann (2010) sono tra le prime a fornire una visione integrata dell'impatto del rischio di tasso di interesse e del rischio di credito sull'operativi-

tà delle banche. In particolare, il lavoro di Drehmann *et al.* propone un modello per la misurazione della rischiosità delle banche dove il rischio di tasso di interesse e il rischio di credito risultano correlati. L'analisi si concentra sulle poste appartenenti al *banking book* di una ipotetica, realistica banca creata *ad hoc* quale *case study*; le posizioni vengono sottoposte ad uno stress test i cui risultati sono ulteriormente esaminati secondo due criteri: il primo, volto a verificare il rispetto della cosiddetta "condizione del valore economico", misura l'adeguatezza del valore delle attività risultante dal modello rispetto al valore delle passività. Utilizzando l'ipotesi di *perfect foresight*, esso tenta di cogliere in che modo cambiamenti correnti e futuri dovuti a scenari di stress possano influenzare istantaneamente il valore di tutte le posizioni della banca; in tal modo, viene fornita una prospettiva di lungo termine dell'impatto di uno shock creditizio. Il secondo criterio, della cosiddetta "condizione di adeguatezza del capitale", riflette gli approcci generalmente applicati dalle autorità regolamentari. Gli autori assumono che il *banking book* sia valutato secondo il criterio del valore di libro, così che profitti e perdite vengono contabilizzati unicamente al momento della loro manifestazione, mettendo in evidenza gli effettivi flussi di cassa netti e non i cambiamenti nel valore economico delle poste di bilancio interessate. Ne deriva che un particolare andamento negativo dei profitti a seguito di uno shock creditizio può portare una banca ad essere sottocapitalizzata nel breve termine, a causa di ingenti perdite che ci si attende vengano più che compensate dai profitti futuri. Secondo la prospettiva del valore economico la banca sarebbe solvibile; tuttavia, dati i vincoli di mercato o regolamentari, la banca potrebbe incontrare serie difficoltà nel continuare ad operare. In tal senso, Drehmann *et al.* tentano anche di misurare se la banca in esame sia adeguatamente capitalizzata nel corso del tempo, proiettando nel medio-lungo termine i *write-offs*, il reddito netto da interessi e i requisiti di capitale. I risultati mostrano un'interazione tra rischio di credito e rischio di tasso di interesse elevata al punto tale da influenzare la profittabilità netta e l'adeguatezza del capitale: in particolare, il contributo di ciascuna componente di rischio e la velocità alla quale i profitti tornano a livelli di equilibrio dopo le fasi di shock ipotizzate dipendono, tra l'altro, dalle caratteristiche di riprezzamento delle poste del *banking book* e dal costo del

loro finanziamento.

A partire dal modello appena descritto, Alessandri e Drehmann (2010) sviluppano un modello di capitale economico nel quale il rischio di credito e il rischio di tasso di interesse del *banking book* interagiscono secondo un sistema dinamico non lineare. In particolare, essi evidenziano come le variazioni del reddito netto da interessi possano essere decomposte in due componenti: la prima coglie l'impatto dei cambiamenti nella curva dei rendimenti (cosiddetto *yield curve risk*), mentre la seconda tiene conto della manifestazione del rischio di credito al deteriorarsi delle condizioni macroeconomiche, sotto forma di perdite sui pagamenti degli interessi nel caso di prestiti in sofferenza. Assumendo un orizzonte temporale pari a un anno, gli autori applicano un modello di quantificazione del capitale economico seguendo le impostazioni regolamentari che lo definiscono come l'ammontare di capitale di cui una banca necessita per assorbire le perdite inattese (BCBS, 2009). Il modello viene implementato su un'ipotetica banca anglosassone stilizzata, confrontando il capitale economico c.d. "integrato" e corrispondente al livello di capitale ottenuto mediante l'analisi congiunta di rischio di credito e rischio di tasso di interesse, con il capitale economico c.d. "semplice", quest'ultimo dato dalla somma di capitale calcolato considerando separatamente rischio di credito e rischio di tasso di interesse. Per tutti i portafogli considerati gli autori rilevano che il capitale economico "semplice" risulta maggiore del capitale economico "integrato", anche se le differenze dipendono dalla struttura e dalle caratteristiche di riprezzamento del portafoglio bancario; il capitale economico "semplice" rappresenta, in tal senso, la soglia superiore del rischio bancario complessivo e un'adeguata misura del rischio sottostante il *banking book* di una banca.

3. Analisi empirica: metodologia e contesto di riferimento

L'ipotesi di esistenza di una relazione tra rischio di liquidità e rischio di tasso di interesse nel *banking book* viene testata analizzando una banca italiana di piccole dimensioni, nell'intervallo temporale 2009-2010. L'istituzione viene esaminata secondo il profilo di liquidità, le variabili che ne influenzano le dinamiche e gli impatti sul margine di interesse, sul rischio di tasso di interesse sul *banking book* e sulla gestione complessiva dell'intermediario.

3.1. Le disposizioni regolamentari sul rischio di liquidità

Il documento del Comitato di Basilea “Basilea III – Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità” (BCBS, 2010) ha stabilito il rispetto di due standard minimi per la gestione del rischio di liquidità: il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR). Entrambi saranno soggetti ad un periodo di osservazione e contempleranno una clausola di riesame per evitare eventuali conseguenze indesiderate. Dopo un periodo di osservazione che ha avuto inizio nel 2011 l’LCR e l’NSFR, nella loro versione eventualmente modificata, entreranno in vigore, rispettivamente, il 1° gennaio 2015 ed entro il 1° gennaio 2018⁵.

L’indicatore di breve termine (LCR) mira ad assicurare che una banca mantenga un livello adeguato di attività liquide di elevata qualità non vincolate che possano essere convertite in contanti per soddisfare il suo fabbisogno di liquidità nell’arco di 30 giorni di calendario, in uno scenario di stress di liquidità particolarmente acuto, specificato dalle autorità di vigilanza. Lo stock di attività liquide dovrebbe, come minimo, consentire alla banca di sopravvivere fino al trentesimo giorno dello scenario, entro il quale si presuppone che possano essere intraprese appropriate azioni correttive da parte degli organi aziendali e/o delle autorità di vigilanza, oppure che la banca possa essere sottoposta a un’ordinata liquidazione. Il requisito prevede che il valore del rapporto non sia inferiore al 100% (vale a dire che lo stock di attività liquide di elevata qualità sia quantomeno pari al totale dei deflussi di cassa netti) (BCBS, 2010):

$$\text{LCR} = \frac{\text{Stock di attività liquide di elevata qualità}}{\text{Totale dei deflussi di cassa netti nei 30 giorni di calendario successivi}} \geq 1 \quad (1).$$

Il numeratore dell’LCR è costituito dallo “stock di attività liquide di elevata qualità” (d’ora in poi “APM”), le quali, per essere classificate

5) La Banca d’Italia ha già emanato un insieme di regole per la misurazione e la gestione del rischio di liquidità. Si veda in tal senso Banca d’Italia (2006), 4° aggiornamento del 31 dicembre 2010.

come tali devono essere facilmente liquidabili sui mercati anche in periodi di tensione e, idealmente, stanziabili presso una banca centrale.

Le attività che possono far parte dello stock si suddividono in due categorie, denominate di primo e di secondo livello. Le attività da riportare in ciascuna categoria sono quelle che la banca detiene il primo giorno del periodo di tensione. Le attività di primo livello possono essere comprese in misura illimitata, quelle di secondo livello possono invece costituire al massimo solo il 40% dello stock.

Il denominatore “totale dei deflussi di cassa netti” è definito come totale dei deflussi di cassa attesi al netto del totale degli afflussi di cassa attesi nell’arco dei 30 giorni di calendario successivi nello scenario di stress specificato. Il totale dei deflussi di cassa attesi è calcolato moltiplicando i saldi in essere delle varie categorie o tipologie di passività e impegni fuori bilancio per i tassi ai quali ci si attende il loro prelievo o utilizzo. Il totale degli afflussi di cassa attesi è ottenuto moltiplicando i saldi in essere delle varie categorie di crediti contrattuali per i tassi ai quali ci si attende che affluiscano nello scenario in esame, fino a un massimo del 75% del totale dei deflussi di cassa attesi.

Totale dei deflussi di cassa netti per i 30 gg. di calendario successivi (2).
= deflussi - Min {afflussi; 75% deflussi}

L’indicatore strutturale NSFR si propone di promuovere un maggiore ricorso al finanziamento a medio e lungo termine delle attività e delle operazioni svolte dalle banche. Esso stabilisce un ammontare minimo accettabile di raccolta stabile basato sulle caratteristiche di liquidità delle attività e delle operazioni di un’istituzione su un orizzonte di un anno; è altresì inteso come meccanismo volto a integrare l’LCR e a rafforzare altre iniziative prudenziali promuovendo una modifica strutturale dei profili di rischio di liquidità delle istituzioni per evitare disallineamenti nella raccolta a breve termine e favorire un finanziamento più stabile delle attività.

L’NSFR è definito come rapporto tra l’ammontare disponibile di provvista stabile (ASF) e l’ammontare obbligatorio di provvista sta-

bile (RSF). Il coefficiente deve essere superiore a 1⁶.

$$\text{NSFR} = \frac{\text{Ammontare disponibile di provvista stabile}}{\text{Ammontare obbligatorio di provvista stabile}} = \frac{\text{ASF}}{\text{RSF}} > 1 \quad (3).$$

Per “provvista stabile” si intendono i tipi e gli importi di capitale di rischio e di prestito che si ritiene costituiscano fonti affidabili di fondi su un orizzonte temporale di un anno in condizioni di stress prolungato. L’ammontare obbligatorio di tale provvista per una data istituzione dipende dalle caratteristiche di liquidità delle varie tipologie di attività detenute, di eventuali esposizioni fuori bilancio (OBS) assunte e/o di operazioni svolte dall’istituzione.

Entrambi i requisiti evidenziati influiscono sulla capacità di trasformazione delle scadenze delle banche e implicano necessariamente un impatto rilevante sul loro modello di business e la rispettiva redditività.

3.2 Le disposizioni regolamentari sul rischio di tasso di interesse nel banking book

Le banche si dotano di norme, processi e strumenti efficaci per la gestione del rischio tasso di interesse derivante da attività diverse da quelle allocate nel portafoglio di negoziazione a fini di vigilanza. Le autorità regolamentari (BCBS, 2004; Banca d’Italia, 2006) hanno fornito linee guida metodologiche per la realizzazione di un sistema semplificato per la misurazione del capitale interno a fronte del rischio di tasso del portafoglio bancario (*banking book*)⁷ in condizioni ordinarie e in ipotesi di stress, composto di cinque fasi consecutive.

1) Determinazione delle “valute rilevanti”

Si considerano “valute rilevanti” le valute il cui peso misurato come quota sul totale attivo oppure sul passivo del portafoglio bancario sia superiore al 5%. Ai fini della metodologia di calcolo dell’esposizione al rischio di tasso d’interesse le posizioni denominate in “valute

6) Le autorità di vigilanza possono inoltre definire altri livelli dell’NSFR come soglie per un potenziale intervento prudenziale.

7) Include le attività diverse da quelle allocate nel portafoglio di negoziazione di vigilanza.

rilevanti” sono considerate valuta per valuta, mentre le posizioni in “valute non rilevanti” vengono aggregate.

2) Classificazione delle attività e delle passività in fasce temporali

Le attività e le passività a tasso fisso sono classificate in 14 fasce temporali in base alla loro vita residua. Le attività e le passività a tasso variabile sono ricondotte nelle diverse fasce temporali sulla base della data di rinegoziazione del tasso di interesse.

I c/c attivi sono classificati nella fascia “a vista”⁸ mentre la somma dei c/c passivi e dei depositi liberi è da ripartire secondo le seguenti indicazioni:

- nella fascia “a vista”, convenzionalmente, una quota fissa del 25% (c.d. “componente *non core*”);
- per il rimanente importo (c.d. “componente *core*”) nelle successive otto fasce temporali (da “fino a 1 mese” a “4-5 anni”) in misura proporzionale al numero dei mesi in esse contenuti⁹.

Per le quote di OICR si applica quanto previsto per il requisito patrimoniale sui rischi di mercato.

3) Ponderazione delle esposizioni nette all’interno di ciascuna fascia

All’interno di ogni fascia le posizioni attive sono compensate con quelle passive, ottenendo in tale modo una posizione netta. La posizione netta di ogni fascia è moltiplicata per i fattori di ponderazione, ottenuti come prodotto tra una variazione ipotetica dei tassi¹⁰ e un’ap-

8) Fanno eccezione i rapporti formalmente regolati come conti correnti, ma riconducibili ad altre forme di impiego aventi uno specifico profilo temporale (ad esempio, gli anticipi s.b.f.).

9) Ad esempio, nella fascia “fino a 1 mese” va inserito 1/60 dell’importo residuo, nella fascia “6 mesi - 1 anno” 6/60.

10) Nella determinazione del capitale interno in condizioni ordinarie si può fare riferimento alle variazioni annuali dei tassi di interesse registrati in un periodo di osservazione di 6 anni, considerando alternativamente il 1° percentile (ribasso) o il 99° (rialzo). Nella stima del capitale interno in ipotesi di stress, le variazioni ipotizzate dei tassi sono determinate sulla base di scenari prescelti dalla banca, oltre a quello della variazione parallela di +/- 200 punti base. In caso di scenari al ribasso deve essere garantito il vincolo di non negatività dei tassi. Si veda Banca d’Italia (2006), 6° aggiornamento, 27 dicembre 2010.

prossimazione della *duration* modificata relativa alle singole fasce¹¹.

4) Somma delle esposizioni ponderate delle diverse fasce

Le esposizioni ponderate delle diverse fasce sono sommate tra loro¹². L'esposizione ponderata netta ottenuta in questo modo approssima la variazione del valore attuale delle poste denominate in una certa valuta nell'eventualità dello shock di tasso ipotizzato.

5) Aggregazione delle esposizioni nelle diverse valute

Le esposizioni positive relative alle singole "valute rilevanti" e all'aggregato delle "valute non rilevanti" sono sommate tra loro¹³. In questo modo si ottiene un valore che rappresenta la variazione di valore economico¹⁴ aziendale a fronte dell'ipotizzato scenario sui tassi di interesse.

3.3. Il prospetto di liquidità della banca esaminata

Si riporta di seguito lo Stato Patrimoniale per gli esercizi 2009-2010 della banca oggetto d'esame; esso contiene le poste rilevanti per il calcolo degli indicatori di liquidità "Basilea III" *compliant* e sensibili alla variazione dei tassi di interesse. Per scelta aziendale, non vi sono i titoli classificati nel portafoglio di negoziazione, così che, di fatto, il prospetto può essere equiparato al *banking book* (Tabella 1). Applicando le regole previste da "Basilea III" e considerando altri elementi interni aggiuntivi¹⁵, si è quindi pervenuti al calcolo degli indicatori LCR e NSFR.

11) La *duration* modificata approssima la sensibilità del valore economico di una posizione ricadente in una fascia rispetto alle variazioni del tasso di interesse di fascia. Il documento del Comitato di Basilea precisa che essa è stata calcolata ipotizzando che le posizioni ricadenti in ogni fascia avessero un rendimento del 5%.

12) Di conseguenza è ammessa la piena compensazione tra le esposizioni positive (diminuzioni di valore) e negative (aumenti di valore) nelle diverse fasce.

13) Considerare le sole esposizioni positive corrisponde a non ammettere la compensazione tra le esposizioni nelle diverse valute.

14) Il valore economico è definito come valore attuale dei flussi di cassa.

15) Come, ad esempio, la negoziazione di linee di credito con altre banche; l'eventuale riduzione dei prestiti accordati; la contrazione di mutui deliberati e non erogati.

Tabella 1: Stato Patrimoniale rielaborato per la determinazione degli indicatori di liquidità “Basilea III” compliant (esercizi 2009-2010)

Voci di Bilancio	31.12.09 (a)	%09 (b)	31.12.10 (c)	%10 (d)	Δ(%)
ATTIVO	1.061.257	100,0	1'069.658	100,0	0,8
Totale Crediti vs Banche	10.917	1,0	22.653	2,1	107,5
Totale Crediti vs Clientela, di cui:	909.992	85,7	852.816	79,7	-6,3
- Poste a Vista	254.551	24,0	209.181	19,6	-17,8
- Mutui/Sovvenzioni a Tasso Variabile	507.035	47,8	498.667	46,6	-1,7
- Mutui/Sovvenzioni a Tasso Fisso	127.184	12,0	109.253	10,2	-13,8
- Crediti in Sofferenza	20.053	1,9	33.995	3,2	69,5
Totale Portafoglio Titoli, di cui:	77.257	7,3	136.764	13,1	77,0
- Tasso Variabile	50.137	4,7	124.727	11,9	148,8
- Tasso Fisso	26.070	2,5	10.427	1,0	-60,0
Immobilizzazioni	23.915	2,3	25.302	2,4	5,8
Attività non Sensibili	39.176	3,7	32.123	3,0	-0,1
PASSIVO	955.475	100,0	996.148	100,0	4,3
Totale Debiti vs Banche	4.367	0,5	2.573	0,3	-41,1
Totale Debiti vs Clientela, di cui:	422.180	44,2	447.480	44,9	6,0
- P/T Clientela Passivi	3.021	0,3	1.993	0,2	-34,0
Totale Debiti Rappresentati da Titoli, di cui:	495.724	51,9	501.734	50,4	1,2
- Titoli a Tasso Variabile	344.308	36,0	280.956	28,2	-18,4
- Titoli a Tasso Fisso	151.416	15,8	220.778	22,2	45,8
Passività non Sensibili	33.204	3,5	44.361	4,5	33,6
Derivati	13.170	100,0	12.464	100,0	-5,4

Nota: i valori nelle colonne (a) e (c) sono espressi in migliaia di euro.

Il calcolo degli indicatori di liquidità “Basilea III” *compliant* ha portato ai seguenti valori (Tabella 2):

Tabella 2: LCR e NSFR (esercizi 2009-2010)

2009			2010			Δ (bp.)
LCR =	0,557 =	$\frac{77.208}{138.726}$	LCR =	1,273 =	$\frac{131.095}{102.943}$	71,6
NSFR =	0,998 =	$\frac{917.622}{919.718}$	NSFR =	1,072 =	$\frac{943.590}{880.316}$	7,4

Nota: numeratori e denominatori sono espressi in migliaia di euro.

Tra il 2009 e il 2010, l'indicatore LCR aumenta da 0,557 a 1,273 (+71,6 *basis points*, bp.) e il NSFR passa da 0,998 a 1,072 (+7,4 bp.); entrambi gli indicatori migliorano da un esercizio all'altro, attestandosi ad un livello superiore alla soglia minima fissata da "Basilea III". Rispetto al 2009 la banca è, quindi, riuscita a modificare il proprio profilo di liquidità in modo da rispettare i vincoli imposti dalla vigilanza. Gli scostamenti registrati nei due esercizi evidenziano che le strategie adottate dalla banca sono state prevalentemente dirette al miglioramento della liquidità a un mese, la quale presentava un dato di partenza assai più negativo di quello della liquidità strutturale. Vale la pena sottolineare, a tal proposito, che le banche (come quelle italiane) che hanno mantenuto un'operatività più tradizionale dovrebbero incontrare minori difficoltà nella gestione della liquidità strutturale e necessitare, invece, di interventi più consistenti su quella a breve. In particolare, per le banche italiane, aver dovuto rispettare, fino a qualche anno fa, rigide regole di trasformazione delle scadenze e aver continuato a seguirle anche in seguito alla loro abrogazione, come strumento di controllo, potrebbe aver rafforzato ulteriormente questa situazione. Al contrario, le banche di matrice anglosassone, più orientate verso un modello *originate to distribute* (OtD), potrebbero incontrare, in ipotesi di tensioni dei mercati, maggiori criticità nell'adattarsi agli indicatori di liquidità strutturale, a causa del loro diverso modello di *business*.

4. Gli effetti della gestione del rischio di liquidità sul margine e sul rischio di tasso di interesse del banking book

4.1. Gli effetti sul margine di interesse

La banca esaminata è riuscita a bilanciare efficacemente gli interventi

in modo tale che i suoi indicatori di liquidità risultassero entrambi al di sopra della soglia limite. I miglioramenti della liquidità, tuttavia, si ripercuotono sulla redditività della banca e, quindi, sulla complessiva capacità di generare risultati positivi. Per le banche commerciali il principale risultato economico è dato dal margine di interesse (MI), soprattutto per le banche di minori dimensioni per le quali, secondo la Banca d'Italia (2012a) esso contribuisce per circa il 72% al margine di intermediazione, rispetto ad un'incidenza del 60% nelle banche di maggiori dimensioni.

In termini generali si può affermare che il raggiungimento di più elevati livelli di liquidità comporti una riduzione del margine di interesse (Resti, 2011). Si indaga, quindi, l'effetto esercitato dagli interventi a favore di una maggiore liquidità sul margine di interesse realizzato nell'esercizio 2010, cioè l'entità del costo opportunità da sostenere per migliorare la gestione del rischio di liquidità. La Tabella 3 mostra il margine di interesse realizzato nel 2009 e nel 2010.

Tabella 3: Margine di Interesse (MI). Esercizi 2009-2010.

	2009	2010	Δ (%)
a) Interessi attivi e proventi assimilati	41.334	36.227	-12,36%
b) Interessi passivi e oneri assimilati	17.314	13.192	-23,81%
MI (a-b)	24.020	23.035	-4,10%

Nota: valori in migliaia di euro, salvo diversa indicazione.

Nel 2010 il margine di interesse risulta ridotto rispetto al 2009 (-4,10%). Per comprendere in quale misura il decremento del margine di interesse derivi dalle iniziative intraprese per migliorare la liquidità, si procede a determinare l'ammontare degli interessi attivi e passivi, moltiplicando i singoli tassi medi previsti per le singole forme tecniche della banca, per la massa di ciascuna di esse. È, così, possibile osservare di quanto gli interessi connessi ad ogni forma tecnica siano aumentati o diminuiti (Tabella 4).

Tabella 4: Margine di Interesse (MI) per singola forma tecnica (esercizi 2009-2010).

Voci di Bilancio	2009			2010			Δ		
	r (%)	P	I	r (%)	P	I	Δr	ΔP	ΔI
a) IMPIEGHI	3,72	977.949	41.334	3,25	978.238	36.227	-0,47	289	-5.107
Crediti vs Banche	1,08	10.917	118	0,88	22.653	199	-0,20	11.736	81
C/c Attivi e Sbf	5,16	254.551	13.127	4,81	209.181	10.062	-0,35	-45.370	-3.066
Mutui Ipotecari	3,78	481.885	18.225	3,57	481.189	17.178	-0,21	-696	-1.046
Mutui Chirografari	4,65	105.975	4.926	4,51	96.709	4.360	-0,14	-9.266	-566
Portafoglio Titoli	4,40	77.257	3.399	2,49	136.764	3.405	-1,91	59.507	7
Altro (Sovvenzioni e sconto effetti)	3,25	47.364	1.539	3,22	31.742	1.022	-0,03	-15.622	-517
b) RACCOLTA	1,69	922.271	17.314	1,15	951.788	13.192	-0,54	29.517	-4.122
Debiti vs Banche	1,46	4.367	64	1,09	2.573	28	-0,37	-1.794	-36
C/c Passivi e Depositi	1,25	417.912	5.214	0,84	444.736	3.732	-0,41	26.824	-1.482
P/T	1,95	3.020	59	0,99	1.993	20	-0,95	-1.027	-39
Emissioni Obbligazionarie	2,43	471.942	11.463	1,88	486.378	9.163	-0,55	14.436	-2.300
Certificati di Deposito	2,11	23.782	502	1,59	15.356	245	-0,52	-8.426	-257
Altro (Passività scad. non rimborsate)	0,94	1.248	12	0,50	752	4	-0,44	-496	-8
Forbice Creditizia e MI (a-b)	2,03		24.020	2,09		23.035	0,06		-985

Note: valori in migliaia di euro, salvo diversa indicazione. r (%) = tasso di interesse. P = ammontare della posta p-esima. I = interessi attivi (passivi). Δr = variazione tasso di interesse 2010-2009. ΔP = variazione ammontare posta p-esima 2010-2009. ΔI = variazione interessi 2010-2009.

La Tabella 4 evidenzia come la riduzione segnalata del margine di interesse si sia verificata nonostante l'incremento della forbice creditizia, data dalla differenza tra il tasso della raccolta e quello degli impieghi e aumentata da 2,03% a 2,09%. Osservando l'ammontare degli interessi, si è registrata una riduzione degli interessi passivi connessi a ciascuna forma tecnica di raccolta e, in particolare, degli interessi connessi ai c/c passivi e depositi (-1.482.000 Euro) e alle emissio-

ni obbligazionarie (-2.300.000 Euro); tale riduzione, tuttavia, è stata inferiore al decremento complessivo degli interessi attivi, in particolare di quelli derivanti dagli impieghi, con i c/c attivi e sbf diminuiti di -3.066.000 Euro e degli interessi provenienti dai mutui ipotecari, ridottisi di -1.046.000 Euro. Tali riduzioni non state compensate dai miglioramenti generati dall'aumento degli interessi sui crediti verso le banche (+81.000 Euro) e dall'aumento degli interessi sul portafoglio titoli (+7.000 Euro).

In generale, la variazione da un anno all'altro dell'ammontare di interessi originati può considerarsi determinata dai movimenti di due variabili: la massa di ciascuna forma tecnica e il relativo tasso medio. Di queste due variabili, si può ritenere che l'entità delle masse sia endogena alla banca¹⁶, mentre i tassi sono esogeni alla banca, poiché variano con il mercato. La variazione della forbice creditizia, quindi, non può essere attribuita esclusivamente alla politica della banca, quanto piuttosto alle condizioni di mercato verificatesi nel corso del 2010. Per isolare la variazione del margine di interesse riconducibile alla gestione della liquidità si ripropone la Tabella 4, modificata applicando, al volume delle masse rilevate nel 2010, i medesimi tassi del 2009 (Tabella 5).

16) Nello specifico caso in esame si assume che le variazioni nell'ammontare delle masse amministrate siano da imputare prevalentemente agli interventi attuati per il miglioramento dei livelli di liquidità.

Tabella 5: Margine di Interesse (MI) per singola forma tecnica – tassi di interesse invariati (esercizi 2009-2010).

Voci di Bilancio	2009			2010			Δ	
	r (%)	P	I	r (%)	P	I	ΔP	ΔI
a) IMPIEGHI	3,72	977.949	41.334	3,72	978.238	40.775	289	-559
Crediti vs Banche	1,08	10.917	118	1,08	22.653	246	11.736	127
C/c Attivi e Sbf	5,16	254.551	13.127	5,16	209.181	10.787	-45.370	-2.340
Mutui Ipotecari	3,78	481.885	18.225	3,78	481.189	18.199	-696	-26
Mutui Chirografari	4,65	105.975	4.926	4,65	96.709	4.495	-9.266	-431
Portafoglio Titoli	4,40	77.257	3.399	4,40	136.764	6.016	59.507	2.618
Altro (Sovvenzioni e sconto effetti)	3,25	47.364	1.539	3,25	31.742	1.032	-15.622	-508
b) RACCOLTA	1,69	922.271	17.314	1,69	951.788	17.771	29.517	457
Debiti vs Banche	1,46	4.367	64	1,46	2.573	38	-1.794	-26
C/c Passivi e Depositi	1,25	417.912	5.214	1,25	444.736	5.549	26.824	335
P/T	1,95	3.020	59	1,95	1.993	39	-1.027	-20
Emissioni Obbligazionarie	2,43	471.942	11.463	2,43	486.378	11.814	14.436	351
Certificati di Deposito	2,11	23.782	502	2,11	15.356	324	-8.426	-178
Altro (Passività scad. non rimborsate)	0,94	1.248	12	0,94	752	7	-496	-5
Forbice Creditizia e MI (a-b)	2,03		24.020	2,03		23.004		-1.016

Note: valori in migliaia di euro, salvo diversa indicazione. r (%) = tasso di interesse. P = ammontare della posta p-esima. I = interessi attivi (passivi). Δr = variazione tasso di interesse 2010-2009. ΔP = variazione ammontare posta p-esima 2010-2009. ΔI = variazione interessi 2010-2009.

La Tabella 5 mostra che mantenendo invariati i tassi 2009 e applicandoli alle masse 2010 si ottiene una perdita sul margine di interesse leggermente superiore, pari a Euro -1.016.000. Dal lato della raccolta le variazioni degli interessi passivi non sono di grande entità ma rispetto alla situazione precedente (Tabella 4) gli interessi connessi a c/c passivi e depositi risultano aumentati (335.000 Euro), come anche quelli legati alle emissioni obbligazionarie (351.000 Euro), che

sono controbilanciati solo parzialmente dalla riduzione registrata dagli interessi originati dai certificati di deposito (-178.000 Euro), per un incremento complessivo degli interessi passivi di Euro 457.000. Dal lato degli impieghi, spicca la diminuzione degli interessi generati dalla voce “c/c attivi e sbf” (-2.340.000 Euro) e, in generale, dei crediti verso clienti, compensata dall’incremento degli interessi connessi al portafoglio titoli (Euro 2.618.000); la riduzione degli interessi connessi alla voce “altro” (-508.000 Euro) contribuisce alla negativa variazione complessiva degli interessi attivi pari a Euro -559.000. Si potrebbe affermare che il costo di un miglioramento della liquidità, in caso di tassi di interesse invariati, sia pari a una riduzione del margine di Euro 1.016.000; tuttavia, se si osserva la variazione dei tassi tra il 2009 e il 2010, si nota come tutti siano diminuiti in modo sostanzialmente omogeneo (54 bp. nel passivo e di 47 bp. nell’attivo), ad eccezione del tasso applicato al portafoglio titoli, contrattosi di 191 bp. (Tabella 4). Questa variazione non può essere attribuita, come per gli altri tassi, esclusivamente a dinamiche di mercato esterne alla banca. Infatti, ai titoli più sicuri e più liquidi acquistati dalla banca per migliorare la liquidità, alla luce del *trade-off* liquidità-redditività, è associato un rendimento più basso. Pertanto, in questo caso specifico, la gestione della liquidità ha inciso anche sul tasso di interesse attivo, perché l’aumento dei titoli APM “Livello 1” e la contestuale diminuzione dei crediti verso clientela, non ha prodotto solo una variazione delle masse, ma anche una diminuzione del tasso medio attivo, a causa del minore rendimento dei titoli acquistati. Per comprendere il reale effetto delle azioni per il governo della liquidità si applica al portafoglio titoli 2010 un tasso depurato dell’effetto medio connesso alle dinamiche di mercato (circa 20 bp.), mantenendo stabili tutti gli altri tassi (Tabella 6).

Tabella 6: Margine di Interesse (MI) per singola forma tecnica – tassi di interesse invariati, fatta eccezione per la voce “Portafoglio Titoli” (esercizi 2009-2010).

Voci di Bilancio	2009			2010			Δ	
	r (%)	P	I	r (%)	P	I	ΔP	ΔI
a) IMPIEGHI	3,72	977.947	41.334	3,43	978.238	38.419	291	-2.915
Crediti vs Banche	1,08	10.916	118	1,08	22.653	246	11.737	127
C/c Attivi e Sbf	5,16	254.550	13.127	5,16	209.181	10.787	-45.369	-2.340
Mutui Ipotecari	3,78	481.885	18.225	3,78	481.189	18.199	-696	-26
Mutui Chirografari	4,65	105.975	4.926	4,65	96.709	4.495	-9.266	-431
Portafoglio Titoli	4,40	77.257	3.399	2,68	136.764	3.661	59.507	262
Altro (Sovvenzioni e sconto effetti)	3,25	47.364	1.539	3,25	31.742	1.032	-15.622	-508
b) RACCOLTA	1,69	922.270	17.314	1,69	951.788	17.771	29.518	457
Debiti vs Banche	1,46	4.366	64	1,46	2.573	38	-1.793	-26
C/c Passivi e Depositi	1,25	417.912	5.214	1,25	444.736	5.549	26.824	335
P/T	1,95	3.020	59	1,95	1.993	39	-1.027	-20
Emissioni Obbligatorie	2,43	471.942	11.463	2,43	486.378	11.814	14.436	351
Certificati di Deposito	2,11	23.782	502	2,11	15.356	324	-8.426	-178
Altro (Passività scad. non rimborsate)	0,94	1.248	12	0,94	752	7	-496	-5
Forbice Creditizia e MI (a-b)	2,03		24.020	1,74		20.648		-3.371

Note: valori in migliaia di euro, salvo diversa indicazione. r (%) = tasso di interesse. P = ammontare della posta p-esima. I = interessi attivi (passivi). Δr = variazione tasso di interesse 2010-2009. ΔP = variazione ammontare posta p-esima 2010-2009. ΔI = variazione interessi 2010-2009.

La Tabella 6 rappresenta l'effettivo impatto delle scelte di gestione della liquidità sul margine di interesse. Dal lato dell'attivo, il peggioramento degli interessi indotto dalla riduzione dei crediti verso la clientela è risultato ampio al punto da non poter essere compensato dall'aumento degli interessi generati dal portafoglio titoli, comportando un saldo totale negativo di Euro -2.915.000 che, sommato agli interessi passivi, ha determinato una contrazione del margine di Euro

-3.371.000. Tale riduzione può essere interpretata come il costo che la banca avrebbe dovuto sostenere per ottenere un miglioramento della liquidità, in una situazione di sostanziale stabilità dei tassi di mercato. Rispetto, quindi, alla diminuzione del margine di Euro -985.000 inizialmente evidenziata in bilancio, l'impatto delle azioni per la gestione della liquidità sarebbe stato tre volte superiore se non fosse stato mitigato dalla diminuzione dei tassi legata alle particolari condizioni di mercato.

4.2 *Gli effetti sul rischio di tasso di interesse del banking book*

Il procedimento stabilito dalle autorità regolamentari per la determinazione dell'esposizione al rischio di tasso di interesse del *banking book* è stato applicato alla banca oggetto d'esame, ottenendo i risultati presentati nella Tabella 7 per il 2009 e nella Tabella 8 per il 2010. In particolare, nel 2009 la variazione complessiva del valore delle posizioni nette ponderate (Euro 7.662.000) rapportata al patrimonio di vigilanza (Euro 102.739.000) dà un indice di 7,46%, inferiore alla soglia critica del 20%. Questo indicatore esprime il requisito patrimoniale minimo per la copertura del rischio di tasso di interesse del *banking book*. Nel 2010 si registra un assorbimento del patrimonio di vigilanza pari a Euro 6.179.000, che, rapportato al totale del patrimonio (Euro 101.072.000) restituisce un valore dell'indice pari a 6,11%.

Tabella 7: Determinazione del Rischio di Tasso di Interesse del Banking Book (valori al 31.12.2009).

Fasce Temporali	Esposizioni (Euro e altre valute)			Esposizioni Ponderate	
	Attivo (A)	Passivo (B)	Esposizioni Nette (A) - (B)	Ipotesi di Shock Positivo (+200 bp)	Ipotesi di Shock Negativo (-200 bp)
A vista e revoca	283.875	464.500	-180.625	-	0
Fino a 1 mese	471.129	19.251	451.878	362	-362
Da oltre 1 mese fino a 3 mesi	72.837	162.533	-89.696	-287	287
Da oltre 3 mesi fino a 6 mesi	74.435	199.495	-125.060	-900	900
Da oltre 6 mesi fino a 1 anno	10.769	11.471	-702	-10	10
Da oltre 1 anno fino a 2 anni	13.907	19.319	-5.412	-149	149
Da oltre 2 anni fino a 3 anni	10.617	64.417	-53.800	-2.421	2.421
Da oltre 3 anni fino a 4 anni	10.395	859	9.536	586	-586
Da oltre 4 anni fino a 5 anni	9.943	12.166	-2.223	-171	171
Da oltre 5 anni fino a 7 anni	30.334	1.707	28.627	2.909	-2.909
Da oltre 7 anni fino a 10 anni	12.942	2.664	10.278	1.363	-1.363
Da oltre 10 anni fino a 15 anni	19.043	3.429	15.614	2.786	-2.786
Da oltre 15 anni fino a 20 anni	12.030	1.440	10.590	2.374	-2.374
Oltre 20 anni	4.981	281	4.700	1.223	-1.223
TOTALE	1.037.237	963.532	73.705	7.662	-7.662
Totale Esposizione al Rischio di Tasso di Interesse (IRRE) =					7.662
Patrimonio di Vigilanza (RC) =					102.739
Indicatore di Rischio di Tasso di Interesse = IRRE/RC =					7,46%

Nota: valori in migliaia di Euro, salvo diversa indicazione.

Tabella 8: Determinazione del Rischio di Tasso di Interesse del Banking Book (valori al 31.12.2010).

Fasce Temporali	Esposizioni (Euro e altre valute)			Esposizioni Ponderate	
	Attivo (A)	Passivo (B)	Esposizioni Nette (A) - (B)	Ipotesi di Shock Positivo (+200 bp)	Ipotesi di Shock Negativo (-200 bp)
A vista e revoca	254.239	267.025	-12.786	0	0
Fino a 1 mese	451.112	37.194	413.918	331	-331
Da oltre 1 mese fino a 3 mesi	88.377	166.742	-78.365	-251	251
Da oltre 3 mesi fino a 6 mesi	139.365	123.712	15.653	113	-113
Da oltre 6 mesi fino a 1 anno	24.208	68.741	-44.533	-632	632
Da oltre 1 anno fino a 2 anni	33.758	139.145	-105.387	-2.909	2.909
Da oltre 2 anni fino a 3 anni	26.428	90.259	-63.831	-2.872	2.872
Da oltre 3 anni fino a 4 anni	12.106	73.140	-61.034	-3.747	3.747
Da oltre 4 anni fino a 5 anni	5.326	54.320	-48.994	-3.773	3.773
Da oltre 5 anni fino a 7 anni	7.830	1.764	6.066	616	-616
Da oltre 7 anni fino a 10 anni	16.824	2.664	14.160	1.878	-1.878
Da oltre 10 anni fino a 15 anni	14.946	3.115	11.831	2.111	-2.111
Da oltre 15 anni fino a 20 anni	8.227	955	7.272	1.630	-1.630
Oltre 20 anni	5.257	159	5.098	1.326	-1.326
TOTALE	1.088.003	1.028.935	59.068	-6.179	6.179
Totale Esposizione al Rischio di Tasso di Interesse (IRRE) =					6.179
Patrimonio di Vigilanza (RC) =					101.072
Indicatore di Rischio di Tasso di Interesse = IRRE/RC =					6,11%

Nota: valori in migliaia di Euro, salvo diversa indicazione.

Tabella 9: Variazione Esposizione al Rischio di Tasso di Interesse del Banking Book (esercizi 2009-2010).

	2009	2010	Δ 2010-2009	Δ (%)
Totale Esposizione al Rischio di Tasso di Interesse (IRRE)	7.662	6.179	-1.483	-19,4
Patrimonio di Vigilanza (RC)	102.739	101.072	-1.667	-1,6
Indicatore del Rischio di Tasso di Interesse (IRRI) = IRRE/RC (%)	7,46	6,11		

Nota: valori in migliaia di Euro, salvo diversa indicazione.

Analizzando ulteriormente l'indicatore di esposizione al rischio di tasso d'interesse, si osserva che la riduzione del patrimonio di vigilanza tra il 2009 e il 2010 (Tabella 9) (-1,6%), riducendo il denominatore, ne avrebbe causato un peggioramento. Questo effetto, però, è stato più che bilanciato dal miglioramento nel numeratore, diminuito del -19,4%, consentendo una diminuzione del valore complessivo dell'indice da 7,46% a 6,11%. Si riscontra, quindi, che al miglioramento della posizione di liquidità si accompagna una riduzione dell'esposizione al rischio di tasso. È possibile pertanto asserire come, nonostante gli interventi sulla liquidità abbiano prodotto una contrazione del margine di interesse e quindi una riduzione della possibilità di attuare un processo di rafforzamento patrimoniale tramite accantonamento di utili, tali azioni abbiano consentito alla banca di ridurre l'assorbimento di patrimonio da parte del rischio di tasso di interesse. Coerentemente con Drehmann *et al.* (2010) viene confermata l'ipotesi di esistenza di una correlazione tra i due rischi analizzati, che non implica necessariamente una relazione lineare, ma, più in generale un rapporto di dipendenza.

Per cercare di chiarire ulteriormente come la gestione della liquidità abbia influenzato il rischio di tasso di interesse sono state considerate le attività e le passività, aggregate secondo le disposizioni di vigilanza per la determinazione dell'esposizione a tale rischio; per ciascuna *time band* sono evidenziate le variazioni delle rispettive posizioni e la variazione della posizione netta complessiva. Inoltre, viene determinato il contributo di ciascuna variazione nelle posizioni nette alla riduzione dell'esposizione complessiva al rischio di tasso di interesse (Tabella 10).

Tabella 10: Effetti della Gestione del Rischio di Liquidità sull'Esposizione al Rischio di Tasso di Interesse (esercizi 2009-2010).

Fasce Temporali	A vista e a revoca	<1 mese	1- 3 mesi	3- 6 mesi	6-12 mesi	1-2 anni	2- 3 anni
Δ 2010-2009							
Attivo	-27.582	-19.422	-8.002	65.044	13.599	18.313	15.501
Portafoglio Titoli	4.457	-14	-8.413	49.477	52	0	10
Crediti vs Clientela	-46.705	-19.255	2.498	15.551	13.547	18.313	15.491
Crediti vs Banche	14.666	-153	-2.087	16	0	0	0
Passivo	-197.535	14.786	-18.972	-75.309	58.760	120.549	25.943
Portafoglio Titoli	-89.472	10.401	-31.320	-88.657	33.836	70.689	-23.906
Debiti vs Clientela (Depositi e c/c)	-86.081	4.154	12.076	13.348	24.924	49.860	49.849
Debiti vs Banche	-22.071	231	272	0	0	0	0
Altre Passività	89	0	0	0	0	0	0
Op. fuori bilancio	-2.114	-3.752	361	360	1.330	2.261	411
Esposizioni Nette 2010	(12.786)	413.918	(78.365)	15.653	(44.533)	(105.387)	(63.831)
Esposizioni Nette 2009	(180.625)	451.878	(89.696)	(125.060)	(702)	(5.412)	(53.800)
Totale (Δ esposizioni nette 2010-2009)	167.839	-37.960	11.331	140.713	-43.831	-99.975	-10.031
Fattori di Ponderazione ($\pm\%$)	0,00	0,08	0,32	0,72	1,42	2,76	4,50
Δ Esposizione netta ponderata per time band	0	-693	538	788	642	3.058	5.293

[segue]

[Segue Tabella 10]

Fasce Temporali	3-4 anni	4-5 anni	5-7 anni	7-10 anni	10-15 anni	15-20 anni	>20 anni	Totale
Δ 2010-2009								
Attivo	1.684	-4.634	-22.534	3.826	-4.164	-3.828	275	28.076
Portafoglio Titoli	-11	0	15	6.303	0	-2	2.456	54.330
Crediti vs Clientela	1.695	-4.634	-22.549	-2.477	-4.164	-3.826	-2.181	-38.696
Crediti vs Banche	0	0	0	0	0	0	0	12.442
Passivo	72.330	42.160	0	0	0	0	0	42.712
Portafoglio Titoli	22.481	-7.689	0	0	0	0	0	-103.637
Debiti vs Clientela (Depositi e c/c)	49.849	49.849	0	0	0	0	0	167.828
Debiti vs Banche	0	0	0	0	0	0	0	-21.568
Altre Passività	0	0	0	0	0	0	0	89
Op. fuori bilancio	76	23	-27	56	381	510	123	-1
Esposizioni Nette 2010	(61.034)	(48.994)	6.066	14.160	11.831	7.272	5.098	59.068
Esposizioni Nette 2009	9.536	(2.223)	28.627	10.278	15.614	10.590	4.700	73.705
Totale (Δ esposizioni nette 2010-2009)	-70.570	-46.771	-22.561	3.882	-3.783	-3.318	398	-14.637
Fattori di Ponderazione ($\pm\%$)	6,14	7,70	10,16	13,26	17,84	22,42	26,02	
Δ Esposizione netta ponderata per time band	3.162	3.944	-3.525	-3.240	-4.896	-4.005	-2.549	-1.483

Nota: valori in migliaia di Euro, salvo diversa indicazione.

Dalla Tabella 10 è possibile mettere in luce come i cambiamenti intervenuti in seguito all'implementazione di una politica di miglioramento della liquidità abbiano determinato anche una contrazione dell'e-

sposizione al rischio di tasso di interesse.

Tra le misure adottate dalla banca per migliorare il profilo di liquidità, gli interventi per l'incremento del LCR si sono tradotti prevalentemente in un decremento delle passività "a vista", che non ha sortito alcun effetto in termini di esposizione al rischio di tasso di interesse, dato il fattore di ponderazione pari a 0% per la fascia temporale considerata. L'incremento delle APM, in particolare nelle fasce "3-6 mesi" e "6-12 mesi" e in sostituzione dei prestiti a tasso indicizzato, ha determinato un aumento dell'esposizione al rischio di tasso che compensa la diminuzione associata alla fascia "fino a 1 mese". Si può quindi rilevare che il miglioramento del LCR ha avuto un effetto pressoché nullo sulla variazione dell'esposizione al rischio di tasso di interesse e non potrebbe essere diversamente, considerati i fattori di ponderazione applicati alle poste con scadenza residua fino a un anno.

Nella gestione del NSFR è possibile, invece, cogliere gli apporti più significativi alla riduzione dell'esposizione al rischio di tasso di interesse. In particolare, l'incremento delle passività appartenenti alle fasce da 1 fino a 5 anni ha concorso al miglioramento dell'indicatore, aumentando il numeratore (ASF); tuttavia, dal lato dell'attivo, la politica di riduzione della *duration* dei crediti, attuata aumentando le scadenze più brevi e riducendo le poste con vita residua maggiore, ha prodotto su tali fasce un aumento dell'esposizione al rischio di tasso di interesse. Ciononostante, la riduzione delle attività appartenenti alle fasce 5 – oltre 20 anni, ha non soltanto generato una diminuzione del denominatore (RSF), migliorando ulteriormente l'indicatore di liquidità, ma ha altresì fornito il maggiore contributo alla riduzione dell'esposizione netta al rischio di tasso di interesse, compensando gli aumenti precedenti e determinando una diminuzione complessiva di -1.483.000 Euro (Tabella 9).

L'analisi evidenzia, dunque, che gli interventi per migliorare la liquidità hanno prodotto una riduzione dell'esposizione al rischio di tasso di interesse e si può ritenere che la relazione così individuata sia generalmente verificabile per la maggior parte degli intermediari finanziari. Sembra allora potersi affermare che tra le conseguenze di tutte le azioni intraprese dalla banca al fine di migliorare il profilo di liquidità vi sia anche un effetto positivo sul rischio di tasso di interesse.

5. Conclusioni

Il presente lavoro ha cercato di verificare l'ipotesi di esistenza di una relazione tra rischio di liquidità e rischio di tasso di interesse nel *banking book* delle istituzioni creditizie. In particolare, mediante l'analisi di una banca italiana di piccole dimensioni, nell'intervallo temporale 2009-2010, sono stati delineati il profilo di liquidità, le variabili che ne influenzano le dinamiche e i suoi effetti sulla gestione complessiva dell'intermediario, con particolare attenzione al margine di interesse e all'esposizione al rischio di tasso di interesse. I principali risultati hanno permesso di evidenziare che tra il 2009 e il 2010 la banca è riuscita a modificare la propria posizione di liquidità in modo da adempiere ai vincoli previsti dalla disciplina di "Basilea III"; gli scostamenti registrati dagli indicatori tra i due esercizi fanno desumere che la banca abbia attuato sforzi maggiori per migliorare la liquidità a un mese, rispetto a quella a un anno. Considerando il *trade-off* tra liquidità e redditività, miglioramenti della prima si traducono in un costo che penalizza il risultato di esercizio della banca (Neu *et al.*, 2006). Nonostante il margine di interesse sia rimasto positivo in entrambi gli anni, nel 2010 esso risulta diminuito rispetto al 2009 (-4,10%, pari a -985.000 Euro). Per verificare in quale misura la riduzione possa essere imputata alle iniziative per il miglioramento della liquidità, è stata determinata l'entità degli interessi attivi e passivi per ciascuna forma tecnica, osservandone gli scostamenti. I risultati evidenziano che il costo che la banca avrebbe dovuto sostenere per ottenere un miglioramento della liquidità, in una situazione di sostanziale stabilità dei tassi di mercato, sarebbe stato pari a Euro -3.371.000. Rispetto, quindi, alla diminuzione del margine evidenziata nel bilancio d'esercizio, l'impatto delle azioni per la gestione della liquidità sarebbe stato tre volte superiore se non fosse stato attenuato dalla generale diminuzione dei tassi registrata nel corso del 2010. Per la determinazione del rischio di tasso di interesse è stato applicato il metodo indicato dal Comitato di Basilea per calcolare l'indicatore sintetico di rischio di tasso sul *banking book*. Il valore dell'indice cui si è pervenuti, al di sotto della soglia critica del 20,0% in entrambi gli esercizi, è diminuito da 7,46% nel 2009 a 6,11% nel 2010. Si può quindi osservare che le azioni intraprese dalla banca per migliorare la liquidità hanno prodotto una contestuale riduzione dell'esposizione al

rischio di tasso di interesse. In sintesi, nonostante gli interventi sulla liquidità abbiano prodotto una contrazione del margine, essi hanno consentito alla banca di ridurre l'assorbimento di patrimonio da parte del rischio di tasso di interesse, determinando un effetto complessivamente positivo su entrambi i profili di rischio considerati.

Le elaborazioni finora effettuate consentono pertanto di affermare che il costo di una politica di riduzione del rischio di liquidità può essere compensato da minori assorbimenti patrimoniali in termini di rischio di tasso di interesse. Inoltre, in particolari situazioni di andamento dei tassi di interesse di mercato, una politica di *flight to liquidity* può risultare particolarmente conveniente, contribuendo in maniera decisiva a migliorare la stabilità e gli equilibri gestionali complessivi della banca.

Tali valutazioni, se pur legate alle specificità della banca oggetto d'indagine, possono ritenersi valide per la maggior parte degli intermediari finanziari, dato che per tutti il rischio di liquidità e quello di tasso d'interesse originano dalla trasformazione delle scadenze, così che interventi volti a migliorare la sincronizzazione delle scadenze hanno ricadute positive tanto sul rischio di liquidità che sul rischio di tasso. Gli sviluppi successivi della ricerca saranno indirizzati all'ampliamento del campione di indagine, anche se ciò non consentirà di utilizzare informazioni gestionali interne di dettaglio sulle politiche adottate, nonché all'identificazione della relazione quantitativa tra i due rischi.

L'analisi complessivamente condotta conferma l'ipotesi di un legame del rischio di liquidità con gli altri rischi bancari, in particolare con il rischio di tasso di interesse del *banking book*, ma anche con le altre dimensioni rilevanti dell'attività di intermediazione creditizia, palesando la necessità di pervenire a una gestione integrata dei rischi, in cui il governo di ciascuno di essi sia posto in relazione con le diverse funzioni della banca e ne influenzi le scelte strategiche.

Riferimenti Bibliografici

Alessandri P., Drehmann M. (2010), *An economic capital model integrating credit and interest rate risk in the banking book*, in *Journal of Banking and Finance*, n. 34, pp. 730-742.

Banca d'Italia (2006), *Nuove Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le Banche*, Circolare n 263, 13° aggiornamento Giugno 2012.

Banca d'Italia (2012a), *Relazione Annuale per il 2011*. Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti – 118° Esercizio, Roma, 31 Maggio.

Banca d'Italia (2012b), *Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, Gennaio.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (1997), *Principles for the Management of Interest Rate Risk*, September.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2004), *Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk*, July.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2006), *Basel II: International Convergence of capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, June.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2009), *Range of Practices and Issues in Economic Capital Modelling*, March.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2010), *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, December.

BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2011), *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking System*. Revised version, June.

Brigo D., Mercurio F. (2007), *Interest Rate Models – Theory and Practice*, Springer Finance.

CEBS – Committee of European Banking Supervisors (2008), *Second Part of CEBS'S Technical Advice to the European Commission on Liquidity Risk Management - Analysis of specific issues listed by the Commission and challenges not currently addressed in the EEA*, 18th September.

Cornett M.M., McNutt J.J., Strahan P.E., Theranian H. (2011), *Liquidity Risk Management and Credit Supply in the Financial Crisis*, in *Journal of Financial Economics*, n. 101, pp. 297-312.

- Drago D. (2006), *IAS 39, hedge accounting e copertura del rischio di interesse nelle banche*, *Bancaria*, n. 12, pp. 61-75.
- Drehmann M., Sorensen S., Stringa M. (2010), *The integrated impact of credit and interest rate risk on banks: A dynamic framework and stress testing application*, in *Journal of Banking and Finance*, n. 34, pp. 713-729.
- Duttweiler R. (2009), *Managing Liquidity in Banks: A Top-Down Approach*, John Wiley and Sons Ltd, West Sussex, UK.
- EBA – European Banking Authority (2011), *Guidelines on Internal Governance (GL44)*, 27 September.
- English W.B. (2002), *Interest Rate Risk and Bank Net Interest Margins*, in *BIS Quarterly Review*, December.
- Ferrari R., Ruozi R. (2009), *Il rischio di liquidità nelle banche: aspetti economici e profili regolamentari*, in *Banche e Banchieri*, n. 2, pp. 85-101.
- Fraser D.R., Madura J., Weigand R.A. (2002), *Sources of Bank Interest Rate Risk*, in *The Financial Review*, n. 37, pp. 351-368.
- Grundke P. (2004), *Integrating Interest Rate Risk in Credit Portfolio Models*, in *Journal of Risk Finance*, n. 5, pp. 6-15.
- Gualandri E. (1991), *Aziende di credito e rischio d'interesse*, in Fabrizio P.L. (a cura di), *La gestione integrata dell'attivo e del passivo nelle aziende di credito*, Parte Prima, Capitolo II, Giuffrè, Milano.
- Gualandri E., Landi A., Venturelli V. (2009), *Financial Crisis and New Dimensions of Liquidity Risk: Rethinking Prudential Regulation and Supervision*, in *Journal of Money, Investment and Banking*, n. 8, pp. 25-42.
- La Ganga P., Trevisan G. (2010), *Towards a New Framework for Liquidity Risk*, CAREFIN Working Paper 8, June.
- Lusignani G. (2004), *La gestione dei rischi nella banca*, in Onado, M. (a cura di), *La banca come impresa*, Il Mulino, Bologna.
- Mazzei B.L. (a cura di) (1992), Pasquale Saraceno. *L'attività bancaria. Liquidità e bilancio nella gestione bancaria*. Voci dell'“Enciclopedia bancaria”, UTET, Torino.
- McKinsey & Company (2010), *Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*, November.
- Mommel C. (2011), *Banks' exposure to interest rate risk, their earn-*

- ings from term transformation, and the dynamics of the term structure*, in *Journal of Banking and Finance*, n. 35, pp. 282-289.
- Neu P., Leistenschneider A., Wondrak B., Knippschild M. (2006), *Market Developments in Banks' Funding Markets*, in Neu P., Matz L. (a cura di). *Liquidity Risk Measurement and Management: A Practitioner's Guide to Global Best Practices*, Wiley Finance, Oxford.
- Nikolaou K. (2009), *Liquidity (risk) concepts. Definitions and Interactions*, ECB Working Paper Series 1008, February.
- Resti A. (2011), *Liquidità e capitale delle banche: le nuove regole, i loro impatti gestionali (Banks' capital and liquidity in the Basel 3 framework)*, in *Bancaria*, n. 11, pp. 14-23.
- Resti A., Sironi S. (2007), *Rischio e Valore nelle Banche*, Egea, Milano.
- Resti A., Sironi S. (2010), *La crisi finanziaria e Basilea 3*, in Resti A., Sironi, A. (a cura di), *Rischio e Valore nelle Banche*, Egea, Milano.
- Staikouras S. (2006), *Financial Intermediaries and Interest Rate Risk: II*, in *Financial Markets, Institutions and Instruments*, n. 15, pp. 225-272.
- Strahan P. (2008), *Liquidity Production in 21st Century Banking*, NBER Working Paper 3798.
- Tarantola A. (2008), *Intervento al workshop Crisi di Liquidità e Futuro dei Mercati. Aspetti operativi e regolamentari*, Bari, 18 gennaio.
- Zen F. (2008), *La misurazione e la gestione del rischio di tasso di interesse nel banking book*, Giappichelli Editore, Torino.

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE
BOOK REVIEWS

a cura di
Elisabetta Boccia

Sergio Carbone (a cura di), *Finanziare la crescita del capitale umano*, Guerini e Associati, 2012.

Nella Prefazione al volume Angelo Pasquarella ha affermato: “La moderna disciplina manageriale è nata sulla convinzione che fosse necessario istruire i lavoratori – attivandone le conoscenze, appunto – perché arrivassero a coniugare un minor sforzo fisico con il massimo della produttività: Federik W. Taylor, che possiamo definire come il padre della disciplina manageriale del secolo scorso, fa derivare dall’apprendimento anche quelle che considereremmo attività di tipo esclusivamente fisico, per le quali molti di noi sono convinti che non vi sarebbe alcun bisogno né di conoscenze né di addestramento [...] Tutto questo può apparire ridicolo a molti, ma ridicolo non è affatto [...] Radice prima del moderno lavoro industriale – dopo la rivoluzione realizzatasi con l’introduzione dell’energia elettrica – sarebbe dunque il principio secondo il quale la produttività è comunque il risultato di una potenzialità anche elementare, di una applicazione di conoscenze e quindi, implicitamente, di un addestramento che risulta necessario per formare l’operatore”.

Dunque, puntare sul capitale umano delle aziende, orientando l’attenzione verso la formazione e i processi di apprendimento: è questa la ricetta per incentivare la crescita indicata da Projectland, una società di consulenza nell’ambito dei fondi interprofessionali e contenuta nel volume edito da Guerini e Associati dal titolo “Finanziare la crescita del capitale umano”.

In ragione del cambiamento radicale del mondo del lavoro avvenuto negli ultimi anni nei Paesi occidentali - che hanno abbandonato la vocazione al *labour intensive* sostituendola con quella alla *knowledge intensive* - è emersa l’esigenza di investire sulle capacità immateriali, osserva Sergio Carbone, che ha curato il testo. Questo ha portato all’affermarsi in tutte le economie avanzate di sistemi di formazione continua, fondati non solo su modelli specifici adottati dalle imprese, ma anche su azioni e politiche di supporto basate sull’intervento finanziario pubblico e in varie forme.

Più in particolare, ha affermato Carbone: “In questo testo abbiamo cercato di condensare parte dell’esperienza maturata dal team di Projectland nella consulenza tecnica e organizzativa alle imprese bancarie

e assicurative per le attività di progettazione tecnica, presentazione, coordinamento organizzativo, monitoraggio e rendicontazione di piani formativi aziendali finanziati dal Fondo Banche Assicurazioni, che è tra i Fondi più grandi e attivi del nostro Paese. Il testo raccoglie i contributi dei colleghi che nel corso degli ultimi anni si sono impegnati nella gestione di oltre 200 piani formativi, dalle caratteristiche e dalle dimensioni più disparate e si presta alla lettura da parte di figure che operano nella formazione, sia all'interno delle imprese che tra le società di consulenza, oltre che di tutte le persone che intendano avvicinarsi e interessarsi al tema. Nel testo abbiamo cercato di ricostruire le fasi salienti che caratterizzano la gestione di un piano aziendale finanziato e di fornire, per ogni fase, alcune indicazioni (operative, organizzative, ecc...) utili a garantire il successo di un piano formativo, fermo restando che il testo, per ovvie ragioni, non le ricomprende tutte". "Finanziare la crescita del capitale umano" pone inoltre l'accento sui benefici che l'operatività dei Fondi Interprofessionali ha determinato sull'attenzione delle imprese rispetto alla crescita professionale delle persone. Sebbene, infatti, possa essere ormai considerata unanime la consapevolezza di vivere nella società della conoscenza, non è del tutto scontato che l'acquisizione della conoscenza stessa, sulla quale si fonda la crescita dei cosiddetti *intangibile assets*, venga considerata un valore imprescindibile per la crescita di un'azienda. Non è inusuale che lavoro e conoscenza-formazione vengano ancora oggi inquadrati su due piani paralleli che non necessariamente viaggiano su un binario comune. In molti casi, anzi, la formazione viene vista come un *surplus* costoso che non apporta vantaggi immediati e tangibili. I Fondi hanno consentito e consentono anche ai più scettici di "provare" e di conseguenza introducono l'abitudine a utilizzare la conoscenza strumentalmente, anche in assenza di finanziamenti. Tuttavia la gestione dei fondi per la formazione non è né banale, né scontata. Scrivono infatti gli autori che "l'utilizzo delle somme messe a disposizione dai Fondi Interprofessionali implica (...) l'osservanza di regole, parametri e procedure il cui mancato rispetto può condurre dalla riparametrazione parziale fino alla revoca integrale del finanziamento richiesto (...). In questo testo abbiamo cercato di condensare parte dell'esperienza maturata dal Team di Projectland nella consulenza tecnica, organizzativa e gestionale alle Imprese Bancarie e As-

sicurative, di piani formativi aziendali finanziati dal Fondo Banche e Assicurazioni, tra i Fondi più grandi e attivi del nostro paese”.

Il volume raccoglie i contributi di alcuni specialisti di Projectland e si propone di ricostruire le fasi salienti che caratterizzano la gestione di un piano aziendale finanziato fornendo, per ogni fase, alcune indicazioni operative. I cinque capitoli in cui si suddivide il libro si concentrano rispettivamente su progettazione tecnica del piano formativo (Marco Harb), valutazione del piano e gli aspetti contrattuali (Sergio Carbone), *execution* (Massimo Battista Sperlecchi), monitoraggio fisico (Umberto Bartolotta), rendicontazione e audit (Giulio Alberto Galli).

(Ida Ferraro)

Fabio Ancarani e Paola Musile Tanzi (a cura di), *Il marketing per le banche e le assicurazioni. Competenze specifiche e pratiche di successo*, Egea 2012,

Banche e assicurazioni necessitano oggi di competenze di marketing che negli anni passati non facevano parte del tradizionale bagaglio di strumenti manageriali del settore. Tali competenze, tuttavia, non possono essere mutate *tout court* dalle aziende industriali e commerciali, ma devono essere adattate alle particolari specificità del contesto competitivo e dei modelli di business del mondo finanziario.

In questo libro Fabio Ancarani e Paola Musile Tanzi, insieme ad esperti di marketing e di sistemi finanziari, fotografano lo stato dell'arte delle competenze di marketing nelle banche e nelle assicurazioni e individuano le aree di miglioramento e indagano le priorità percepite dal *management*.

Nella *Prefazione* al volume di Roberto Ruozi, si legge che: “Il marketing dei servizi finanziari è un insieme di analisi, di modelli applicativi e di comportamenti che dovrebbe realizzare il miglior equilibrio possibile fra i bisogni dei consumatori e gli obiettivi delle imprese produttrici. I primi sono alla ricerca di servizi che soddisfino adeguatamente le loro aspettative anche in termini di prezzo. Le seconde, attraverso la produzione e la distribuzione di servizi, cercano di raggiungere nel modo più efficace possibile un competitivo livello di reddito in presenza della massima soddisfazione di tutti i loro *stakeholder*”.

“Sono queste considerazioni – afferma Ruozi - assai classiche, che informano l’attività di marketing non solo nel campo dei servizi finanziari, ma anche più in generale in tutte le imprese degne di questo nome. Da esse discende l’importanza dell’attività di marketing, sulla quale non vi è probabilmente più nulla da aggiungere rispetto a quello che ormai si sa, ma che alla luce dei fatti non sembra sempre condivisa dalle imprese e, in particolare, da quelle dedite alla produzione e alla distribuzione di servizi finanziari”.

“È questo in verità un mondo speciale – secondo Roberto Ruozi - nell’ambito del quale i comportamenti delle singole imprese, con specifico riferimento anche al marketing, variano molto da un caso all’altro. L’indagine illustrata nel volume che qui si presenta riguarda un campione non molto vasto ma sufficientemente rappresentativo di banche e di compagnie di assicurazione italiane di grande dimensione e di banche di credito cooperativo di dimensioni evidentemente minori”.

“I risultati sono estremamente interessanti – conclude Ruozi - e pongono in evidenza situazioni molto diverse, che tuttavia sono spiegabili solo in parte con le differenze dimensionali delle singole aziende considerate. Essi ci dicono che i progressi nel marketing dei servizi finanziari sono stati molto importanti nel nostro paese e che tale attività ha assunto via via maggior rilevanza nella preparazione di diverse decisioni aziendali sia a livello centrale sia a livello periferico. Ci dicono, tuttavia, anche che molta strada è ancora da fare”

Nell’*Introduzione* al volume Fabio Ancarani e Paola Musile Tanzi hanno scritto: “Non di rado ragionare di marketing dei servizi finanziari significa scatenare reazioni di scetticismo, misto a sfiducia. Questa reazione nasce dalla convinzione che il settore sia dominato da competenze tecnico-specialistiche e che l’attività di marketing nelle banche o nelle assicurazioni abbia un ruolo, nella migliore delle ipotesi, ancillare, nella peggiore, segnaletico di lacune nelle competenze tecnico-specialistiche. Come se il *lato serio* del business si possa concentrare nelle competenze tecnico-specialistiche, mentre nell’attività di marketing si possa identificare il *lato superfluo* o peggio *mistificatore* del business”.

“Eppure – secondo Ancarani e Musile Tanzi – la recente crisi finanziaria, nella quale siamo tuttora immersi, ha ampiamente dimostrato

che se nelle banche e nelle assicurazioni manca un'autentica capacità di 'ascolto del mercato' e di comprensione dei bisogni dei clienti, il rischio è che il sistema finanziario diventi autoreferenziale rispetto ai propri bisogni e, forte delle proprie elevate competenze specialistiche, produttore di innovazioni che complicano il sistema invece di semplificare”.

Per questo è stato necessario concentrare gli sforzi di un gruppo multidisciplinare di ricercatori di SDA Bocconi School of Management sul tema delle competenze di marketing nel settore finanziario attraverso la presentazione delle migliori prassi e col sostegno di un'ampia indagine e molte interviste. Nel libro vengono affrontati i seguenti aspetti: le competenze messe in campo, oggi e in prospettiva, il budget da assegnare e le soluzioni organizzative, le modalità più efficaci con cui condurre le ricerche di mercato, il ruolo del web marketing nel settore, le metriche più affidabili per misurare i ritorni.

(Ida Ferraro)

