



assonebb

associazione nazionale per
l'enciclopedia della banca e della borsa

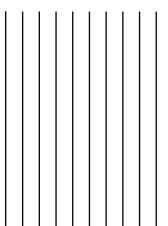
review bankpedia

June 2011

electronic semiannual review Vol. 1 **N° 1/2011**

N. registrazione tribunale di Roma 117/2011
del 4 aprile 2011. ISSN 2239-8023

➤	Editoriale "Il progetto Bankpedia" _____	5
➤	Analysts' forecasts on earning per share _____	9
➤	Business ethics _____	17
➤	Contagion _____	27
➤	Credit scoring _____	31
➤	Emission Trading Scheme _____	33
➤	Finanza Islamica _____	37
➤	Liberalismo _____	41
➤	Lisbon treaty _____	53
➤	Markets in Financial Instruments Directive-MIFID _____	63
➤	Modello Neo-Keynesiano dinamico _____	75
➤	Sergio Paronetto _____	87
➤	Purchasing Power Parity _____	93
➤	Unione Europea _____	101
➤	Vigilanza finanziaria in Europa _____	107



review bankpedia

Chiara Oldani (Direttore Responsabile)

Redazione:

Carlo A. Bollino
Rocco Ciciretti
Simona Fallocco
Daniele Fano
Carlo Jean
Valerio Lemma
Domenico Lombardi
Gian Carlo Loraschi
Rainer S. Masera
Melania Michetti
Mirella Pellegrini
Zeno Rotondi
Paolo Savona
Salvatore Zecchini

Segreteria di redazione:

Catia Ciprianetti
Bianca Giannini
Pierfrancesco Savona

Direzione e redazione:

via Virgilio, n.8
00193 Roma
tel. e fax +39 06 3236082

IL PROGETTO BANKPEDIA

Chiara OLDANI, direttore responsabile

L'Associazione Nazionale per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa (**Assonebb**) ha dato vita, nell'arco di oltre un trentennio, a rilevanti iniziative sia di carattere editoriale che divulgativo. In particolare, le diverse edizioni del "Dizionario di Banca, Borsa e Finanza" rappresentano un fondamentale contributo alla cultura bancaria e finanziaria italiana. L'Assonebb ospitata dall'Università G. Marconi di Roma e presieduta da Paolo Savona dal 2008 ha deciso di digitalizzare l'ultima edizione del "Dizionario di Banca, Borsa e Finanza" per renderlo accessibile al pubblico attraverso la rete internet (**www.bankpedia.org**).

Bankpedia è nata come dizionario aperto sulla rete ed è il primo in lingua italiana su argomenti bancari e finanziari per numero di navigatori Internet. A partire dal 2009 il **Comitato Scientifico** di Assonebb, guidato da Rainer Masera, ha deciso di ampliare il progetto e inserire anche voci di natura enciclopedica sui temi cari agli associati, in lingua italiana e inglese. Le nuove tecnologie informatiche e di rete costituiscono un potente strumento per la creazione, la riproduzione, la trasmissione e la distribuzione di contenuti informativi, superando i limiti posti dal tempo e dallo spazio. L'editoria rappresenta uno dei settori in cui l'applicazione di tali tecnologie ha consentito di ottenere notevoli progressi nella capacità di rispondere con maggiore efficacia, efficienza e utilità alle esigenze comunicative ed informative espresse dalla società. La rete internet permette la diffusione istantanea della conoscenza senza barriere e il progetto Bankpedia rappresenta un esperimento di diffusione della conoscenza specialista nel settore economico finanziario con una forte valenza culturale.

Le **enciclopedie online** possono essere concepite sulla base di modelli collaborativi e non, dove l'elemento discriminante è dato dal grado di partecipazione dell'utente alla creazione del prodotto editoriale: nel modello collaborativo, il consumatore è coinvolto non solo nella fruizione del prodotto, ma anche in fase di

redazione e sviluppo dei contenuti. In particolare, le enciclopedie *open content* si distinguono per la possibilità concessa agli utenti di inserire arbitrariamente nuove voci e modificare e/o correggere le voci esistenti, senza una previa verifica dell'identità degli autori o delle competenze da essi possedute. Un caso noto è quello di Wikipedia, un'enciclopedia online generalista, libera ed aperta, che si basa su un modello partecipativo in cui gli utenti collaborano ad un obiettivo comune – la costruzione della conoscenza – mediato attraverso il meccanismo della reputazione (ovvero l'accettazione al lavoro di gruppo attraverso il riconoscimento del valore del proprio contributo). Tale sistema, non giovandosi dell'autorevolezza derivante da una comprovata competenza dell'autore, pone alcune criticità: la scarsa affidabilità e attendibilità della fonte e la scarsa oggettività e obiettività dell'informazione.

Il modello maggiormente utilizzato per le enciclopedie specialistiche è, invece, quello collaborativo non aperto, in cui gli utenti possono partecipare alla creazione e al miglioramento delle voci enciclopediche, ma la pubblicazione del loro contributo è sottoposta a un meccanismo di selezione e revisione (*peer review*), nel quale la validità dei contenuti è giudicata da apposite commissioni di esperti (*referee*). L'esempio più noto è la **Stanford Encyclopedia of Philosophy**, edita da Edward N. Zalta dell'Università di Stanford, concepita su un rigoroso sistema di controllo e verifica dei contributi realizzato attraverso un Comitato Editoriale, a garanzia della qualità dell'opera e della congruenza con gli standard richiesti per le pubblicazioni scientifiche ed accademiche.

Bankpedia s'ispira al secondo dei modelli appena descritti; i contributi inseriti in Bankpedia sono preventivamente verificati da esperti della materia, per garantirne la qualità scientifica. La rete di collaboratori di Bankpedia comprende esponenti dell'accademia italiana, delle professioni ed esperti delle materie pertinenti. Le aree finora tratte da Bankpedia sono quella giuridica, economica, finanziaria, sociologica, politica e delle relazioni internazionali. Gli atenei coinvolti nel progetto Bankpedia sono l'Università della Tuscia di Viterbo, l'Università G. Marconi e l'Università di Roma II "Tor Vergata". Ciascun autore di voce enciclopedia indica l'area di pertinenza del lemma al fine d'individuare un *referee*, anche all'interno della

rete di Bankpedia, che attesti la completezza e la bontà della voce; il nome del *referee* è pubblico. Questo meccanismo vuole garantire la qualità scientifica del prodotto.

Il mio impegno, come Direttore della Ricerca, è quello di coordinare l'attuazione di Bankpedia, al fine di promuovere la cultura bancaria e finanziaria, compito assai complesso in questo periodo difficile di crisi e calo di fiducia. **Bankpedia Review** raccoglie le migliori voci pubblicate su www.bankpedia.org in lingua italiana e inglese; sono certa che questa nuova opportunità contribuirà al progresso del progetto e alla diffusione della conoscenza nei prossimi anni.

Chiara Oldani

Assonebb

Roma, 1 luglio 2011

ANALYSTS' FORECASTS ON EARNINGS PER SHARE

Rocco CICIRETTI ¹

Analysts' forecasts of firms' earnings and the related forecast errors are issues widely discussed over the huge economic literature. Analysts' forecast are considered as a proxy of rational expectation (RE) therefore they are expected to be much more useful than traditional time series forecasts.

Timeliness of the forecasts and forecast accuracy is an interesting trade-off for those that issue forecasts. They need to choose between release forecasts with respect to new information or wait in order to produce more accurate forecasts in the future using additional information.

Information about earning per share can be gained starting from different sources such as proxy statements, quarterly and annual reports, conference calls and other management communications.

These information produced by the analysts are used, among the others, by investors in their trading decisions that affect market prices. If capital markets and the analyst forecasting process are efficient therefore market prices and analysts' forecasts fully and immediately reflect the processed information. A forecast produced this way is denoted as follows:

$$f_{j,t,t} = E[A_{j,t} | \phi_{t,t}] \quad (1)$$

Where $\phi_{t,t}$ represents the information available at P_{T-1}^i a horizon prior to the realization, and $E[\cdot | \cdot]$ is the conditional expectation operator. Nevertheless, in the span between the forecast and the realization date new information may arrive in the market producing inefficiencies that lead to forecast errors. The forecast error is therefore the difference between actual earnings and forecast companies' earnings (per share) and it is defined as:

¹Rocco Ciciretti is Assistant professor of Economic policy at SEFEMEQ Department, University of Rome "Tor Vergata", Italy.

$$e_{T,t}^{i,j} = \frac{a_T^i - f_{T,t}^{i,j}}{P_{T-1}^i} \quad (2)$$

Where $e_{T,t}^{i,j}$ is the computed relative forecast error for the company i made t months before the release date by analyst j for year T , a_T^i is the actual earning per share for company i in year T , $f_{T,t}^{i,j}$ is the forecasted earning per share for company i by analyst j made for year T with the forecast being made t months before the release date and P_{T-1}^i is the stock price for company i at the end of the previous year, $T-1$. Technically there is a scale problem in measuring analysts' forecasts and forecast errors when data at level are used. This problem can persist across firms and over time.

So a firm with the same total earnings as another but half as many shares outstanding will have earnings per share that are twice as large. To adjust for differences in the magnitude of earnings (per share) and forecast errors across firms is to divide the forecast error by the stock price. Dividing by the stock price assumes that errors in forecasting earnings per share relative to the stock price are relatively homogeneous across firms.

So far the literature focuses on the deviations between the earnings and the forecasts, which makes it easy to lose sight of how informative the forecasts are about actual earnings. Analysts' earnings forecasts are quite informative about actual earnings.

Over time it can happen that a large number of positive/negative forecast errors can reflect analysts' are too low/high; it also can occur for other reasons. For instance, firms with actual earnings less than forecasted earnings may provide analysts with information before the announcement and forecasts are revised accordingly.

Forecast errors across firms and analysts are likely to differ for a variety of reasons,

one being the likelihood that earnings are more predictable for some industries than others. It is plausible that earnings forecasts in less-volatile industries are smaller. For example energy prices are subject to large unpredictable price swings, which obviously affect earnings. Although health care prices have risen substantially in recent years, the increases have been relatively persistent and therefore predictable. Health care can be virtually unaffected by recessions, while the demand for energy falls in recessions. Some other industries show low earnings around recessions as well, such as materials and consumer discretionary goods. If recessions are not predicted, there is little reason to think that these earnings decreases are predictable either.

More information becomes available as time goes on, and this information is substantial: eleven-twelfths of the year is past when the 1-month-ahead forecast is made. Firms announce earnings quarterly; when the 1-month-ahead forecast is made, earnings for the first three quarters of the year have been announced and are known. Besides this relatively mechanical effect, as time passes other information becomes known about earnings and the magnitudes of forecast errors can be expected to decrease. From this perspective the evidence indicates that analysts' forecasts of earnings, far away from the release date, are higher on average than actual earnings. So ruffling speaking whatever earnings an analyst forecasts for a firm, a better prediction is a somewhat lower level of earnings. This predictable difference is called biased forecast.

At first glance, it seems obvious that unbiased forecasts are the best forecasts because a biased forecast is high or low on average. Such a bias suggests that the forecast can be improved by adjusting the forecast by the bias. There are many conditions in which an unbiased forecast is the best one. A common criterion for forecast errors is mean squared error. If a forecaster wants to minimize the expected mean squared error of a forecast, then an unbiased forecast is the best one. The expected squared forecast error applies an increasing penalty to forecasts farther from the average - a forecast twice as far from zero is four times as bad. The unbiased forecast - the mean - is not necessarily the best forecast in all

circumstances. Suppose that someone is trying to forecast the value shown when a fair die is thrown. The mean forecast is the average of 1, 2, 3, 4, 5, and 6, which is 3.5. If the forecaster's earnings depend on how close the forecast is to the actual value, the best forecast in fact is 3.5. On the other hand, if the forecaster gets paid only when the value shown is the same as the value forecasted, this unbiased forecast guarantees that the forecaster always loses.

The die will never have the value 3.5. If the forecaster is paid when the forecast is the same as the value thrown and values from 1 to 6 are equally likely, any integer forecast from 1 to 6 is equally good and 3.5 never is predicted. While this is a simple example, the point is more general. The value forecasted depends on the forecaster's incentives and on the distribution of the data. An unbiased forecast may not be the "best" forecast. There also are objectives similar to minimizing the expected squared error that lead to forecasts being "biased." If a forecaster wants to minimize the expected absolute deviation of the forecast error, then the median is the best forecast.

The absolute forecast error applies an increasing penalty to forecast errors farther from zero - a forecast error twice as far from zero is twice as bad. The cost of forecast errors increases linearly with the size of the error.

The forecast that minimizes the expected absolute forecast error is the median, not the mean (or more precisely, the arithmetic average). If the mean and the median are the same, this is a distinction that does not matter. On the other hand, if the distribution is not symmetric, as the earnings distribution is not, the median is a better forecast than the mean if a forecast error's cost increases linearly with the forecast error.

The median is the middle forecast, the forecast that divides the forecasts into two parts, with half the observations above the median and half below the median. If the median forecast error is noticeably closer to zero than the average forecast error this indicates that the typical negative (positive) forecast error is larger in magnitude than the typical positive (negative) forecast error. In other words the distribution of forecast errors is not symmetric. So the consistently negative/positive values of

skewness indicate that negative forecast errors are larger in magnitude than the positive/negative errors. The measure of skewness indicates that forecast errors are skewed toward negative/positive values. Finally Kurtosis measures how concentrated a distribution is around the mean compared with the number of observations in the tails of the distribution. The positive values for kurtosis indicate that the tails of the distribution have more observations than would be suggested by a normal distribution.

The evidence on the distribution of analysts' forecasts and forecast errors using data for US firms from 1990 to 2004 indicates substantial asymmetry of earnings, earning forecasts, and forecast errors. There is strong support for average and median earning forecasts being higher than actual earnings a year before the earnings announcement. Such differences between earnings and forecasts also exist across time periods and industries. A month before the earnings announcement, the mean and median differences are small. One question can be rise: Are there predictable differences between analysts' earnings forecasts and actual earnings? On the other side it also suggest that analysts' forecasts close to the earnings announcement decline to less than the actual earnings. The rationale for this reverse bias is a suggestion that earnings greater than recent forecasts are interpreted as a positive earnings surprise and the firm's stock price increases. Almost all of the existing economic literature on analysts' forecasts examines whether their forecasts are biased finding that analysts overestimate earnings. This overestimation falls as the earnings announcement approaches. Moreover some evidence and analysis suggests that analysts' forecasts change from overestimates to underestimates just before the earnings announcement. Such near-term forecasts are intended to be helpful to a firm's management because the announcement of higher-than-forecasted earnings generates favorable publicity and a higher stock price after the announcement. Asking for forecasts that are neither too high nor low on average seems like a relatively simple request, especially compared with asking that forecasts be accurate. Even so, it is possible that analysts process the information available to them as best as possible, but some or all analysts do not

have an incentive to produce forecasts that are correct on average. On average the mean forecast errors decline as the announcement of earnings for the year approaches.

The theme of the analysts' incentive is deeply analyzed in the literature and in particular it is highlighted the fact that analysts do not make forecasts in isolation. Other analysts are making forecasts as well, and the existence of other forecasts can affect an analyst's forecasts in many ways. Furthermore the analyst's ability may change over time by doing forecasts and consequently gaining new experience beside the fact that analysts possess differing abilities in forecasting that affect the evolution of their forecasting error.

Rather than isolated forecasts, analysts' situations may be considered closer to a forecasting game in which the smallest forecast error wins (and receive a prize), while everyone else receives nothing. Such forecasting game illustrates that an unbiased forecast may not be an analyst's best forecast and the incentive is to be the closest. If you are not the closest, then it matters not at all whether your forecast error is almost as good as the best or is far away. More generally, any analyst's forecast will depend on what he or she thinks other people will forecast or what others have already forecasted. A simple example is one in which two people guess someone else's pick of a number between 0 and 10. The unbiased forecast is 5. Suppose that the first person picks 5. If the second person picks 5, then he or she cannot win, only tie. A pick of either 4 or 6 can increase the expected winnings of the second person if there is no payoff from tying. Neither 4 nor 6 is unbiased, but that doesn't matter. Either number maximizes expected winnings, and it is winnings that matter. This suggests that, even if analysts' forecasts are biased, it is important to consider analysts' incentives before denouncing them as "irrational" or "ignoring information readily available to them". A lot of factors can explain a nonzero predictable forecast error (i.e. an analyst who performs poorly and is at risk of being fired is more likely to make a "bold" forecast that is unlikely to be correct but will save the analyst's job if it is correct).

Bibliography

Ciciretti, R. Bagella, M. Becchetti, L. (2007), "The Earning Forecast Error in the US and European Stock Markets", in *The European Journal of Finance*, Vol. 13 (2), pp. 105-122.

Ciciretti, R. Dwyer Jr., G. P. Hasan, I. (2009), "Investment Analysts' Earnings Forecasts and Errors: A Summary of the Data", in *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*, 91(5, Part 2), pp. 545-67.

Clarke, J. Subramanian, A. (2006), "Dynamic Forecasting Behavior by Analysts: Theory and Evidence", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, pp. 81-113, April .

Gu, Z. Wu, J. S. (2003), "Earnings Skewness and Analyst Forecast Bias", in *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35(1), 5-29.

Hong, H. Kubik, J. D.(2003), "Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts", in *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 313-51.

Keane, M. P. Runkle, D. E. (1990), "Testing the Rationality of Price Forecasts: New Evidence from Panel Data", in *American Economic Review*, Vol. 80(4), pp. 714-3.

BUSINESS ETHICS

Valentina GENTILE¹

Definition. Business Ethics is a form of applied ethics, which is focused on business (Marcoux 2008). Several subjects contributed to the development of this discipline, such as law (and, in particular, civil law, labour law and international law of economy), theory of the Firm, corporate governance, political economy and moral philosophy.

Before embarking on the discussion regarding business ethics, it is necessary to clarify the meaning of applied ethics. Applied ethics can be considered as part of or, to be more precise, as a branch of a wider discipline, that is, moral philosophy; thus it is different from normative ethics, which investigates the rules of behavior and their principles, and different also from meta-ethics, a discipline which studies the origin of judgements and of moral considerations (Maffettone 2001). As a discipline, applied ethics originates as an application of moral principles and rules to a medical discipline (medical ethics) and, afterwards, it reaches out various fields of technology and science.² Its aim is to promote an ethical observation tightly linked to particular matters and, thus, different from a general or fundamental approach (as it is the case of normative theory and meta-ethics). However, a strict distinction between applied ethics and normative ethics could be misleading (Maffettone 2001). As a consequence, applied ethics is more and more focused on considering sufficiently general cases and on appealing to general principles and rules (Maffettone 2001).³

Business Ethics is thus a form of applied ethics, which concerns the business world. It is made up of two components: one is mainly empirical, the other one is

¹Valentina Gentile is Research Fellow in the Centre for Ethics and Global Politics at LUISS University in Rome, Italy.

²With reference to this, Beauchamp defines Applied Ethics as follows, «A weaker and more defensible view is that "applied ethics" refers to any use of philosophical methods to treat moral problems, practices and policies in the professions, technology, government, and the like. » Beauchamp 2005, p.3.

³On this, see also D'Orazio (2001).

theoretical-philosophical. (Donaldson e Dunfee 1994) The first applies techniques borrowed from finance, marketing and other fields of theory of the Firm in order to study matters related to the behavior of both enterprises and human subjects in the world of finance; the second offers a general theoretical perspective having as its main object the relation between the liberal principles of economy and individual autonomy (Maffettone 2001). Numerous studies have pointed out that there are several interconnections between the empirical approach and the theoretical-philosophical one; empirical-descriptive studies are very often an important resource in the process of justification and production of normative judgements (Donaldson e Dunfee 1994).

From a theoretical point of view, business ethics carries out a function of impartial justification of institutions and economic regulations as well as a normative function, that is, it identifies some necessary social norms for the self-regulation of economy. (Sacconi 2004). Generally speaking, we can distinguish among three different levels of application of the moral theory to the world of economy: a macro level, which is concerned with the link between state, market and society in a broad sense, a meso level, which refers to the firm as an institution and a micro level, which examines the behavior of individuals involved in economic organizations. (Maffettone 2001; Sacconi 2004).

The following paragraphs are aimed at offering a general introduction to the evolution of the discipline of business ethics by defining also its spheres of action.

History and evolution of business ethics. Although Business Ethics is a relatively young area of study, the relation between ethics and economics is an old one. According to Amartya Sen⁴, in his work *On Ethics and Economics* (Laterza 2002), economics, as an autonomous discipline, would have originated from the fusion of two systems of thought, one of which would have been ethical theory. According to the Indian professor, this tradition dates back to Aristotle's work. In *Nicomachean*

⁴Nobel Memorial Prize in Economic Sciences winner in 1998.

Ethics, the Greek philosopher linked economics to politics and to ethics because "the study of economics, although it is immediately linked to the pursuit of wealth, at a deeper level, it is linked to other studies, aimed at the evaluation and promotion of more fundamental objectives" (Sen 2000, p.9).

Sen's thesis is also supported by the fact that several of the founders of classical political economy were also notable moral philosophers as in the case of Adam Smith.

Business Ethics, understood as an autonomous area of investigation, is instead rather young, since it began to be studied in the United States between the end of the Sixties and the beginning of the Seventies of the last century (D'Orazio 2001; Marcoux 2008). The first contributions to the discipline was offered by Raymond Baumhart between 1961 and 1968.⁵ Nevertheless, because of the serious economic crisis United States were facing in those years, it was only from the Seventies that the debate developed and broadened. The first great conference on Business Ethics, whose title was Ethics, free Enterprises and Public Policy, took place at a university in Kansas in November 1974 (D'Orazio 2001; Marcoux 2008). The first academic positions dedicated to business ethics were created in U.S. Business Schools only after the first part of the Eighties. In 1987, while the scandal of financial espionage was affecting Wall Street, the first programme of business ethics was instituted at the Business School of Harvard (Marcoux 2008). Nowadays, business ethics is taught in several U.S. Business Schools and in philosophy departments.

Starting from the first years the Eighties, the academic debate concerning Business Ethics involved European scholars. The first academic position on business ethics was created in 1984 at the Business School of the University of Nijmegen in Breukelen, Netherland. However, for several years, the main aim of European

⁵I am referring to the following works: Baumhart Raymond, 1961, "How Ethical are Businessmen's", *Harvard Business Review*, 39(4):6-9; Baumhart Raymond, 1963, "Explanatory Study of Businessmen's view on Ethics and Business", DBA Dissertation, Harvard Business School; Baumhart Raymond, 1968, "An Honest Profit: What Businessmen say about Ethics and Business", New York: Holt, Rinehart and Winston.

scholars was to contextualize business ethics to the economic and entrepreneurial reality of Europe. Indeed, in 1994, a handbook, whose title was Business Ethics. A European Approach, and a collection of surveys taken from European experience were published. Today, academic positions dedicated to business ethics are present in several European countries, and in particular courses and academic programs on business ethics have emerged in the United Kingdom, Netherlands, Switzerland and France.

In Italy, the new discipline found it difficult to make a reputation in the academic field. Nevertheless, with the introduction of the new university regulation⁵⁶, courses on Ethics and/or of Philosophy of the Corporation has been introduced in several academic programs in Political Sciences and Economics.

The fields of business ethics. Generally speaking, it is possible to distinguish three levels of application of Business Ethics to the world of economy. While the micro level concerns with the rules for the equal exchange between individuals, the meso level is focused on the corporation and the macro deals with the cultural and institutional rules for the trading of the society as a whole.⁷

The distinction among these three levels helps us to understand the relevance and the amount of issues raised by scholars in the field of business ethics, ranging from the behaviour and responsibility of managers, workers and businessmen to the morality of the corporation up to the evaluation of governmental and public policies regarding the market, on a national as well as international level. Research areas, therefore, vary from corporation analysis⁸ to international Business Ethics, up to the recent development of environmental ethics applied to the business⁹. The following paragraphs will offer a short analysis of the fields of business ethics and of the main issues linked to it.

⁶Italian Ministerial Decree n. 509/1999.

⁷This distinction, largely employed in scholarly works, firstly appeared in the *Companion to Ethics* edited by Peter Singer, in Solomon, R.1991. "Business Ethics", Singer P. [Ed.] *A Companion to Ethics*. Malden MA: Blackwell.

⁸See also Corporate Social Responsibility.

⁹See also Sustainability.

The analysis of corporation in business ethics. Nowadays, much scholarly works on business ethics deal with the analysis of corporations. In this sense, business ethics can be defined as the study of the behavior of individuals and corporations and of the practices that managers and firms should or should not adopt (Werhane and Freeman 2005).

The attention towards the corporation, seen as the subject of the ethic investigation, became clear since the first studies on business ethics. During the first half of the Eighties, two essays, which still constitute the theoretical foundation for any investigation related to the corporation, were published: in 1982 Tom Donaldson, with his work *Corporation and Morality*, drew the attention of several scholars. This work was followed by Patricia Werhane's *Persons, Right and Corporations*¹⁰. In both works the ethical investigation were focused on corporations and these essays were also the first to raise some problems which are still object of academic debate, related to the "moral status" of Corporation and of the actors involved, whether they are managers, workers, etc. (Marcoux 2008; Werhane 2005).

The issue of the moral status of the corporation and of its economic actors can be divided into three streams. The first, which could be defined as ontological, considers the corporation in terms of moral agency¹¹. The second analyses the nature of the responsibility of the corporation independently from its nature of moral agent. Finally, the third stream is focused on managers' and other workers' responsibility (Werhane and Freeman 2005).

With respect to the first point, the main problem concerns with the possibility of conceiving of the corporation as a moral agent. This idea derives from an analogy with the legal system, since, at law, the corporation has a legal personality distinct from the personality of its owners and shareholders. Thus, if it is a "legal person"¹²

¹⁰Donaldson (1982) e Werhane (1985).

¹¹This problem is defined in terms of *moral agency*.

¹²With reference to this, Marcoux argues that in Anglo-American law corporate personality is frequently described as a legal fiction, in this sense corporation's personality is not also an ontological fact.

similarly the corporation might be considered as a moral entity or a "moral person"¹³. However, some critics highlight the fact that the corporation should be understood as an association of persons. In this perspective, it would not be possible to attribute to the corporation actions which are carried out by individuals who are part of it.¹⁴

Linked for some reasons to the previous point, the second issue deals with corporate responsibility. Generally, the problem is handled in terms of social contract theory (stakeholder theory). In this respect, between 1994 and 1995 Donaldson and Dunfee suggested the Integrative Social Contract Theory. In their opinion, it is possible to consider each rational individual as capable of accepting an hypothetical macro-social contract which could enable economic communities to have a significant space of free moral choice where it could be possible to generate one's own rules of economic behaviour through micro-social contracts. In other words, according to these two American authors, at a macro level there would be general moral standards ruling economic relationships towards which enterprises and economic actors are bound.

Finally, with reference to the role of managers and workers, it is possible to distinguish at least two important issues: the first concerns managerial responsibility, while the second is focused on workers. In the first case, the main problem is to understand if managers responsibility is limited to the obligations tied to the role they play within the enterprise. In this perspective, the debate is about the possibility of extending the content of the "role's obligation" up to include some general norms of moral nature (Werhane and Freeman 2005). In the second case, on the contrary, most of the scholarly work is focused on the nature and the purpose of employee rights.

International business ethics. The internationalization of corporations and the globalization of financial markets of the last two decades have had such a great impact on Business Ethics that a new field of investigation has emerged:

¹³See also French (1979) quoted in Marcoux (2008) and Werhane (2005).

¹⁴Velasquez (1983) quoted in Marcoux (2008) and Werhane (2005).

International Business Ethics. The main moral issue raised by the globalized market concerns cultural relativism: considering that ethical practices deeply differ from one country to another one, can we conceive of a universal moral standard for all the economic actors applicable to very different contexts? In this respect, in 1989, Donaldson suggested a solution that would have guaranteed the respect of fundamental human rights though preserving cultural difference, through a minimum list of moral standards which would have bound international economic subjects to respect freedom of association, of speech and movement, ownership, right to an equal judgement, without any discrimination, physical and psychological security, right to bare minimum subsistence and education (Donaldson 1989). However, supporters of a relativistic account criticizes this idea of a minimum moral standard, since they argue that cultural differences generate moral, unsolvable differences among societies. In this perspective, general moral standards, aimed at solving disputes generated by peculiar moral values, do not exist.

Nevertheless, most of the scholars agree on the existence of a minimum set of universally accepted moral standards, generally recognized in the Universal Declaration of Human Rights of 1948. Recently, the Global Compact, supported by the **United Nations**, represented a further step in this direction. It offers a globally accepted code of conduct for economic actors. Among the principles supported by the Global Compact there are the prohibition of complicity in cases of human rights violation, the support to freedom of association and collective bargaining, the prohibition of child labour and the abolition of every form of work discrimination (Marcoux 2008).

Environmental ethics applied to the business world. In the last years, the environmental issues have been increasingly associated to the economic development. As a consequence, much scholarly work have been done on this nexus trying to understand the impact of consumerism and of economic

development on the ecosystem. The main issue concerns with the impact of globalised market and of multinational corporations on the relation between the North and the South of the world.

This aspect has brought to the development of two different positions. Indeed, according to a first group of scholars (Myers and Simon 1994), economic growth and consumerism of the industrialized countries are unsustainable from an environmental point of view and destructive on the ecologic side and, thus, they cannot be carried out in less developed countries. On the contrary, a second group of scholars emphasize the progress made by multinational corporations in achieving a more sustainable development, with special attention to new technologies and biotechnologies. In this sense, multinational corporations turn out to be a motivating force for the economic growth of less developed countries (Werhane and Freeman 2005).

However, the most important issue in this field is concerned with the relation between economic development and the future of the planet. In this respect, several works have been focused on the argument related to future generations: since there are not so certainties about the future of the planet, it is necessary not to threaten life opportunities of future generations (Werhane and Freeman 1999).

Bibliography

Beauchamp, T. L. (2005), "The Nature of Applied Ethics", In *A Companion to Applied Ethics*, ed. R. G. Frey and C. H. Wellman. Blackwell Publishing Group, Oxford.

D'Orazio, E. (2001), "Recenti Sviluppi della Ricerca, Organizzazione e Formazione in Etica degli Affari", *Filosofia e Questioni Pubbliche* VI (1):53-112.

Donaldson, T. (1982), *Corporations and Morality*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.

Donaldson, T. (1989), *The Ethics of International Business*. New York: Oxford University Press.

- Donaldson, T, e Dunfee, T.W. (1994), "Toward a Unified Conception of Business Ethics: Integrative Social Contracts Theory." *The Academy of Management Review* 19 (2):252-84.
- French, P. A. (1979), "The Corporation as a Moral Person", *American Philosophical Quarterly* 16: 207-215
- Harvey, B. [a cura di] (1994), *Business Ethics. A European Approach*. Prentice-Hall, New York.
- Harvey, B., Van Lwijk, H e Stainmann, H. (1994), *European Casebook on Business Ethics*. Prentice-Hall, New York.
- Maffettone, S. (2001), *Etica Pubblica*. Il Saggiatore, Milano.
- Marcoux, A. (2008), "Business Ethics." In *Stanford Encyclopedia of Philosophy*. Stanford: The Metaphysics Research Lab, Center for the Study of Language and Information, Stanford University. (<http://plato.stanford.edu/entries/ethics-business/>).
- Myers, N., e Simon, J. (1994), *Scarcity or Abundance*. W. W. Norton, New York.
- Sacconi, L. (2004), "Responsabilità Sociale come Governance Allargata d'Impresa: un'interpretazione basata sulla teoria del contratto sociale e della reputazione." *Liuc Papers, Serie Etica, Diritto ed Economia* 11 (143).
- Sen, A. (2002), *Etica ed Economia*. Laterza, Roma-Bari.
- Velasquez, M. (1983), "Why Corporations Are Not Morally Responsible For Anything They Do," *Business & Professional Ethics Journal* 2: 1-18.
- Werhane, P.H. (1985), *Persons, Rights, and Corporations*. Englewood Cliffs, Prentice Hall, N.J.
- Werhane, P.H., e Freeman, R.E. (2005) "Business Ethics." In *A Companion to Applied Ethics*, (a cura di) R. G. Frey e C. H. Wellman. Blackwell Publishing Group, Oxford.

CONTAGION

Roberta DE SANTIS¹

Since the Asian crisis in 1997 the term contagion has been referred to the spread of financial turmoil across countries. Among economists there is little agreement on what exactly the term contagion entails. The exam of the literature provides three prevailing definitions¹²:

1. Fundamental base contagion (interdependence): the contagion is the transmission of global or local shocks across countries through fundamentals (spillover effects). According to this definition contagion could arise also during stable periods (Calvo e Reinhart (1996), Pristker (2000));
2. Excess of co-movements: the contagion is the transmission of global or local shocks across countries through mechanisms that not include fundamentals. This type of contagion is considered to be caused by "irrational" phenomena, such as financial panic, herd behaviour, increase in risk aversion or a loss of confidence (Claessens, Dornbusch, Park (2001), Jeanne and Masson (1998));
3. Shift contagion: the contagion is a significant change in cross-market linkages after a shock to an individual country (or group of countries). (Forbes and Rigobon (1998)).

The transmission mechanisms underlying the three definitions could be represented by the following model, partly taken from Forbes and Rigobon (1999), Pristker (2001) and Pericoli and Sbracia (2001):

$$x_{i,t} = \alpha_i + \beta_i X_t + \gamma_i a_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

where:

$x_{i,t}$ is the **stock** price in country i at time t ,

¹ Roberta De Santis, Senior Researcher at ISTAT, Italy.
http://works.bepress.com/roberta_de_santis/

²Pericoli and Sbracia (2001) include five different definitions, the two missed in this paragraph are i) "contagion is a significant increase in the probability of a crisis in one country conditional on a crisis occurring in another country" and ii) "contagion occurs when volatility spills over from the crisis country to the financial markets of other countries".

X_i is the vector of stocks prices $x_{i,t}$ in countries different from i ($j \neq i$),

a_t is a common aggregate shock linked to fundamentals, and

$\varepsilon_{i,t}$ is an idiosyncratic and independent shock.

On the basis of this equation, it is possible to show how transmission mechanisms work according to the three different definitions of contagion:

the first transmission mechanism of aggregated or specific shocks is measured by a_t and X_i , and the direct effect of these shocks on each country i is embodied respectively by γ_i and β_i .

the second transmission mechanism is measured by the correlation of idiosyncratic shocks of different countries $\varepsilon_{i,t}$, it is interpreted as contagion because there is excess of co-movements that cannot be explained by fundamentals;

the third transmission mechanism is measured by a shift in cross-market linkages and therefore is embodied in changes in both parameters β_i and γ_i (i.e. structural break).

The first definition, as noticed by Claessens, Dornbusch and Park (2001), should not be properly considered as contagion. Therefore, it reflects the interdependence that exists in each state of the world among countries. According to the interdependence definition, global or local shocks are transmitted internationally by financial or real channels

3

The second definition, as noticed in Pritsker (2001)⁴, presents two orders of problems: the first is that the finding of contagion can always be questioned on the basis that the correct set of fundamentals was not controlled for (i.e. omitted variables problem). The second is related to the possibility that contagion occurs through a channel that Kodres e Pritsker (2000) refer to as "cross market hedging". In the cross market hedging models some operators receive information (information shock) about country-specific components. After the shock the informed operators will optimally alter their portfolio for the country where the shock occurred. But they

³The others two categories occur when the transmission of a crisis cannot be linked to observed changes in fundamentals and result solely from the behavior of investors or other financial agents.

⁴"I prefer a broad definition because the economics profession will probably never reach agreement on the appropriate set of fundamentals which are needed to make a narrow definition operational".

will also hedge the change in their macroeconomic **risk** exposures by rebalancing in other countries. The rebalancing transmits the idiosyncratic shock across markets, generating correlation in short-run stock returns.

First, the test for shift contagion is a test of the effectiveness of international diversification in reducing the portfolio risk during a crisis. In fact, if shift contagion occurs after a negative shock it would undermine much of the rationale for international diversification.

Second, the definition is useful in evaluating the role and potential effectiveness of international institution and bailout funds. If shift contagion occurs the transmission mechanisms of the financial crisis do not involve the macroeconomic fundamentals. Thus there will not be any endogenous adjustment process and the intervention of the international organisation is necessary. On the contrary if we are not in presence of shift contagion the intervention of the international organisation could be an obstacle to the endogenous adjustment process of the economies.

Third, tests based on this definition provide a useful method to classify theories as those that entail either a change in propagation mechanisms after a shock (crisis-contingent theories) versus those which are a continuation of existing mechanisms (non crisis contingent theories).

Bibliography

Calvo S. and C. Reinhart, (1996), Capital flows to Latin America: is there evidence of contagion effects?, *World Bank Policy Research W.P.* 1619

S. Claessens, R. Dornbush and Y.C. Park (2001), "Contagion: Why Crises spread and how this can be stopped", in *International financial contagion* ed. by S. Claessens e K.J. Forbes, Kluwer Academic Publishers, Boston.

Forbes K. and Rigobon R., (1999), "No contagion only interdependence: Measuring stock market co-movement", *NBER WP*, n.7267, July.

Forbes K. and Rigobon R., (2001), Measuring contagion: Conceptual and empirical issues, in *International financial contagion* ed. by S.Claessens e K.J. Forbes, Kluwer Academic Publishers, Boston.

- Kodres L.E. and M. Pritsker, (1998), A rational expectations model of financial contagion, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Finance and Economics D.P.* 48
- Masson P. (1998), "Contagion: Monsoonal effects, Spillovers, and jumps between multiple equilibria", *IMF WP* 98/142, Washington.
- Masson P., (1999), Contagion: macroeconomic models with multiple equilibria, *Journal of International Money and Finance* 18, 587-602
- Pericoli M. and M. Sbracia, (2001), A primer on financial contagion, *Temi di discussione Banca d'Italia*, n. 407, June.
- Pritsker M., (2000), The channels of financial contagion, in *International financial contagion*, edited by Claessens S. e Forbes K., Kluwer Academic Publishers, Boston/Dodrecht/London.



CREDIT SCORING

Il *credit scoring* è un metodo statistico di valutazione della **solvibilità** del cliente utilizzato da banche e finanziarie (in genere per la concessione del credito al consumo): si tratta di un sistema di calcolo, coerente, veloce e accurato che analizza una serie di informazioni sul consumatore e fornisce come risultato un punteggio (*score*) sul rischio di insolvibilità del cliente. In base al punteggio, la banca o la finanziaria decide se erogare o rifiutare il prestito. Secondo la **Banca d'Italia**, le informazioni più rilevanti utilizzate per il *credit scoring* sono di quattro tipi: sul cliente, sul finanziamento da erogare, sul bene da finanziare e sul grado di indebitamento di chi chiede il credito, informazione registrata nella **centrale rischi**. Un altro fattore molto importante tenuto in considerazione dal *credit scoring* è la reputazione finanziaria e la storia creditizia del richiedente: le banche controllano i dati registrati nelle centrali rischi *sic* e *crif* al fine di verificare eventuali comportamenti che non consentano la concessione del credito (ad esempio, il non avere rispettato i tempi di scadenza dei pagamenti nei prestiti rateali impedirà la concessione del prestito).

EMISSION TRADING SCHEME (EU-ETS)

Melania MICHETTI¹

To the aim of preventing irremediable disasters and limit the increasing cost of climate mitigation and adaptation (European Commission, 2007), the European Commission set, for the Kyoto period, a limit or cap on the amount of CO₂ that each member can emit, in order to control the concentration in the atmosphere of this greenhouse gas and not exceed 2°C of the mean global surface temperature. EU-ETS is one of the flexibility mechanisms (along with **CDM** and **JI**) provided by the **Kyoto Protocol** to contain **GHGs** emissions from pollutants. By signing the Kyoto Protocol parties (Annex B) accept the emission reduction targets of the European Commission and are given a certain number of Assigned Amount Units (AAUs) which represents the right to emit a specific amount of GHGs.

The EU-ETS was approved with the **Directive** 2003/87/2003 EU-ETS and it come into force on the 1st of January 2005. The Directive divides the scheme into two phases. The first one, the pilot phase, started in 2005 and ended in 2007. The second one covers the period which goes from 2008 to 2012. After the decision of the European Union to reduce 20% of its emissions (comparing with the 1990 values) by the year 2020, a third phase will begin in 2013 and will last until 2020 (post-Kyoto). While the Kyoto Protocol assigns to the European Union (EU), the 8% general emission reduction target, distributed among its 15 members, for the EU-ETS no common target was provided. For this reason, the Directive 2003/87 requires, in order to develop the EU-ETS, the implementation of the National Allocation Plans (NAPs).

With NAPs each participating government is asked to determine a national cap, namely the maximum quantity of emissions allowed, to be distributed among all the possible national emission sources within different sectors. NAPs, which base the emission computation on the analysis of past emissions, must also take into

¹Melania Michetti is Junior Researcher in the Climate Change Modelling and Policies at Fondazione Eni Enrico Mattei, Milan. Italy.

account, emissions from sectors not considered, or partially considered by the EU-ETS. In the pilot phase, the total amount of quotes for each country was calculated by adjusting the projections of past emissions in the different sectors considered. These emissions were distributed within the three years period of the phase I. Every country, in the pilot phase, presented its own NAP to the European Commission for approval.

The EU-ETS is defined by the Kyoto Protocol in the Art. 17, which states that under this trading scheme countries that use only a part of the emissions permitted are allowed to sell the extra units to those that are over their targets. There exist a number of emission trading programs (regional and national) for several pollutants, but their markets are generally smaller and more localized than the ones of the GHGs (Stern, 2008). For GHGs the largest active trading program in the world is the European Union ETS. Emission units and removals can then be traded with:

- Allowances-based transactions, in which the buyer purchases emission allowances (AAUs) created and allocated by regulators under the cap-and-trade ETS (Kyoto Protocol, Art. 17). This mechanism allows countries that need to increase their right to emit to buy credits from those who do not "use" their emissions.
- Project-based transactions, in which the buyer purchases emission credits (in the form of CERs, ERUs, and RMUs) that result from a project under the CDM, JI mechanisms and the **land use**, land-use change and forestry (LULUCF) activities (see the Kyoto Protocol, Art. 6 for the JI, Art. 12 for the CDM, and see the **IPCC** GPG for LULUCF). Once the emission credits are issued they work as allowances. Because they are project-based credits, they involve significantly higher transaction costs and embody **risks** (related with regulation, project performance, etc.) that are reflected in their transaction value. Furthermore, sometimes project-based scheme may generate negative impacts outside the project boundaries.

All these transactions have created a market of allowances also called "carbon market" (as carbon dioxide is the principal greenhouse gas), where the buyer is charged for polluting, while the seller is being rewarded for having reduced emissions, or created removals.

The introduction of a wide range of possibilities, in terms of credits and projects to be implemented, has the aim of reducing marginal costs of mitigation measures. Investing in emission reduction policies in developing countries as well as in Economies in Transition, possibly requires a lower economic effort and could support essential technology transfers toward them. Summarizing, by providing economic incentives the EU-ETS approach allows emission reduction at the lowest possible cost for society.

In January 2008, the European Commission proposed several changes to the EU-ETS, e.g. the substitution of the national allocation plans, with a centralized allocation by a European Authority, the inclusion of all GHGs, the extension of emission reduction targets to the air transport industry, etc. The revisions are likely to become effective only starting from January 2013 (Third Phase).

There is an open debate about which one, between an emission cap program (quantity target based system), rather than a tax on carbon or an hybrid scheme (price target based mechanisms), offers greater benefits in terms of achieving the reduction targets at the lowest cost for the society. Under a pure emission trading scheme, or a hybrid scheme (McKibbin W., 2008), there will be certainty on the achievement of the level of emissions reduction provided by the target, but uncertainty about the price of emissions which could eventually reach very high values. On the contrary, with a tax, or with a mixed scheme where the emissions price is capped, the price would be certain while the amount of emissions reduced uncertain. Both mechanisms aim at the same goal but they seem to differ in more than one feature. For some aspects, the carbon trading approach can be better than a direct carbon tax or regulation.

In fact, it can be politically preferable since the initial allocation of allowances is provided by a European centralized authority on the basis of historical emissions. Moreover, the investment directed at environmental sustainable projects (CDM, JI) in developing countries can contribute achieving the Millennium Development Goals. Nevertheless, several criticisms have been made about the emissions trading of carbon, regarding complexity, monitoring, enforcement, and partiality in the initial

allocation methods and caps. Furthermore, a massive use of credits may discourage investments in clean technology and energy efficiency in developed countries. With respect to the transmission of economic disturbances among regions, the global cap and trade regime would probably spread the shocks more than the tax or hybrid scheme. Furthermore in a context of financial slowdown a price based mechanism allows cost-efficient reductions in emissions, while in the cap regime, which is counter-cyclical, carbon prices fall, as a result of the world economy slowdown, reducing the economic deceleration (McKibbin W. and P. Wilcoxon, 1997, 2002).

Bibliography

Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council establishing a scheme for greenhouse gas emission allowance trading within the Community and amending Council Directive 96/61/EC.

European Commission (2007). Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - *Limiting global climate change to 2 degrees Celsius - The way ahead for 2020 and beyond*. Brussels, Belgium.

McKibbin W. and P. Wilcoxon (1997). A Better Way to Slow Global Climate Change. Brookings Policy Brief no 17, June, The Brookings Institution, Washington D.C.

McKibbin, W. J. and P. J. Wilcoxon (2002). *Climate Change Policy After Kyoto: A Blueprint for a Realistic Approach*. Washington: The Brookings Institution.

McKibbin, W., Morris, A. and P. Wilcoxon (2008). *Expecting the Unexpected: Macroeconomic Volatility and Climate Policy*. Lowy Institute Working Paper in International Economics 4.08

Stern, N. (2008). *Key elements of a global deal on climate change*. LSE.

The Kyoto Protocol, http://unfccc.int/kyoto_protocol/items/2830.php

FINANZA ISLAMICA

Patrizio REGOLA¹ e Paolo SAVONA²

I **contratti** finanziari islamici sono caratterizzati dal rispetto dei precetti della Muamalat, la parte della Shari'ah (la Legge Islamica) relativa ai comportamenti da tenere nell'economia e nella finanza.

A livello dottrinale, per gli islamisti il problema della scarsità delle risorse rispetto ai bisogni della popolazione, è un problema dell'homo oeconomicus tradizionale, ma non dell'homo islamicus. Al contrario del pensiero capitalista, secondo il Corano, Dio ha creato ogni cosa nella giusta quantità per soddisfare i bisogni umani. Quindi la scarsità è frutto del comportamento umano e dell'avarizia dell'accumulazione. Per questa ragione, l'homo islamicus, mediante la rinuncia e il comportamento altruistico (contrapposto al comportamento massimizzante dell'homo oeconomicus), ovvia al problema della scarsità delle risorse. Il Corano nomina gli esseri umani come custodi di Dio nel mondo. All'interno di questo mandato, la proprietà privata è consentita anche se ogni **attività patrimoniale** detenuta da chiunque è da intendersi come un "**prestito**" da parte di Dio. Ne deriva che la gestione di ogni **bene** da parte dei musulmani deve seguire una "guida morale", evitando, senza alcuna eccezione, taluni comportamenti vietati.

I cinque pilastri della finanza islamica intervengono nel rendere concreta tale "guida morale": divieto di percepire **interessi** (riba); divieto di introdurre elementi di incertezza o di speculazione nelle **condizioni** contrattuali (gharar); divieto di finanziare settori banditi dalla Shariah; principio dell'asset-backing, secondo il quale ogni **transazione** finanziaria deve far riferimento ad un asset sottostante, tangibile ed identificabile); purificazione della ricchezza (secondo il quale colui che possieda un ammontare minimo di ricchezza è obbligato a purificare sé stesso, o il suo **patrimonio**, con il pagamento di un'offerta. Le due tipologie di offerta sono: la zakat

¹Patrizio Regola, nome de plume.

²Paolo Savona è Professore di geopolitica economica all'Università Guglielmo Marconi di Roma.

- obbligatoria, calcolata sul reddito e sul profitto e la sadaqat -volontaria, a discrezione del donatore).

L'**attività finanziaria** islamica si pone obiettivi sia nel senso economico (conservazione del **capitale**, massimizzazione dei guadagni, equilibrio tra liquidità e profittabilità) sia religioso (rispetto dei precetti e degli standard comportamentali del Corano e della Shariah, considerazione dei soli beni legittimi -halal- evitando le attività proibite -haram-).

Nella finanza islamica, il concetto di cooperazione (partnership) sostituisce quello tradizionale di concorrenza nella definizione del meccanismo di mercato. In particolare, le partnership sono basate sul principio del profit-loss sharing (PLS). Le attività economiche che ne conseguono trovano finanziamento in tre tipologie di contratti finanziari islamici: a) prestiti sintetici (debt-based), realizzati con accordi di vendita-riacquisto di asset, o di **vendita** di asset detenuti da terzi per conto del debitore (back-to-back). Salam, *Istisnā* e Murabaha sono tipologie di prestito sintetico; b) contratti di lease (asset-based), realizzati con un accordo di vendita-riacquisto in **leasing** (lease operativo) o mediante lease di asset acquisiti da terze parti con obbligazione al riacquisto (lease finanziario). *Ijarah* è una tipologia di lease; c) contratti profit-loss sharing (PLS, equity-based), nei quali solitamente una **banca** fornisce il finanziamento e l'**imprenditore** tempo e sforzo. Mudaraba e Musharakah sono contratti PLS.

La proibizione di un **tasso di interesse** crea difficoltà per le banche islamiche nella gestione della liquidità a causa dell'assenza di un mercato interbancario Shariah-compliant, unita all'impossibilità di investire nei **titoli** convenzionali a breve scadenza e a basso **rischio** (quali i **titoli di Stato**). La soluzione offerta per il **rifinanziamento delle banche** islamiche è rappresentata, allora, dall'ultima tipologia di contratti islamici, i *sukûk*, spesso definiti impropriamente come "obbligazioni islamiche" (una traduzione più accurata del termine arabo sarebbe "**certificati azionari** di investimento islamico").

In ogni strategia d'integrazione una delle criticità più rilevanti è costituita dall'armonizzazione dei rischi di gestione. Generalmente le banche islamiche

fronteggiano gli stessi rischi degli istituti finanziari operanti nel sistema convenzionale (il rischio legato alle **insolvenze**, il rischio legato alle fluttuazioni del prezzo delle materie prime, il rischio connesso alla gestione della liquidità del sistema, il rischio di mercato, i rischi legali e regolamentari). Ma il rischio tipico di un'attività di finanza islamica è il c.d. Shariah risk, ossia il rischio di non adempiere correttamente al principio di condivisione del rischio o alla conformità dei precetti religiosi.

Per motivi di copertura, anche nel settore degli **hedge fund** si stanno creando occasioni di investimento Shari'ah compliant. Nel dicembre 2007, la Dubai Financial Services Authority (DFSA), ente regolatore indipendente attivo nell'ambito del Dubai International Financial Center (DIFC), ha emesso il suo Hedge Fund Code of Practice, il primo del suo genere nella regolamentazione generale dell'industria degli hedge funds. Il Codice fissa gli standard di best practice per gli operatori in hedge funds nel DIFC, ed evidenzia alcuni rischi specifici associati all'uso degli hedge riflettendo l'impegno della DFSA all'introduzione di una regolamentazione. Ci sono nove principi di alto livello nel Codice che coprono aree chiave (in particolare, valutazione degli asset, funzioni di **back office** ed esposizione ai rischi di mercato). Ogni strategia di hedging deve essere certificata da uno studioso della Shari'ah tramite una fatwa. Nella strutturazione di hedge fund islamici, tre problemi devono essere risolti: la stock selection (tutti gli investimenti devono soddisfare certi criteri allocativi rispettosi della Shari'ah); **leverage** (un fondo islamico non può indebitarsi in maniera convenzionale, ossia corrispondendo interessi, bensì tramite l'uso di un prestito sintetico tipo salam o murabaha); short sale (ogni contratto di hedging che preveda una short sale di titoli dovrà rispettare il fondamentale principio della Shari'ah che "non si può vendere ciò che non si possiede"). I musulmani non possono utilizzare l'assicurazione convenzionale in quanto contrasta con due fondamenti dell'Islam, il divieto di incertezza (gharar) e di scommessa (maysir) nel contratto. Ad esempio, assicurare una casa equivale a trasferire il rischio ad una compagnia di **assicurazione**, la quale trasformerà i **premi** ricevuti in un reddito in assenza del verificarsi dell'evento assicurato.

L'assicurazione islamica (takaful) consiste nel versamento di premi (in termini di **donazione** o contribuzione volontaria) da parte degli assicurati in un fondo comune, la cui gestione è delegata a un terzo, al quale viene pagata una **commissione**. Secondo il meccanismo contrattuale usato (mudaraba), né l'assicurato, né il gestore assumono alcun rischio singolarmente, ma vi è una condivisione dello stesso da parte dei partecipanti, nel pieno rispetto della Legge islamica.

Bibliografia

P. Regola, P. Savona (2009), *Il ritorno dello Stato padrone. I fondi sovrani e il grande negoziato globale*, Rubbettino.

LIBERALISMO

Simona FALLOCCO¹

Origini e presupposti filosofici del liberalismo

Il liberalismo è la filosofia e la teoria politica a difesa della libertà individuale di scelta conseguita tramite la limitazione e il controllo del potere politico. Le sue radici possono essere rintracciate già nell'antichità classica², ma la sua forma moderna risale alla seconda metà del Seicento e si accompagna all'affermazione dei principi politici dei whigs inglesi. I quali rappresentano la razionalizzazione postuma di una situazione a cui aveva condotto in Inghilterra la lunga lotta tra la Corona e il Parlamento, conclusasi con il riconoscimento di sfere individuali di azione e di **possesso** di beni protette nei riguardi del potere coattivo del re. Tali principi trovano la loro classica formulazione nel *Secondo trattato sul governo civile* (1690) di John Locke, il primo grande pensatore liberale. Muovendo da premesse giusnaturalistiche, egli descrive lo stato di natura originario dell'uomo come uno stato di perfetta libertà e uguaglianza, governato da una legge di natura la quale "insegna agli uomini (...) che, essendo tutti eguali e indipendenti, nessuno può nuocere ad un altro nella vita, nella salute, nella libertà e nei beni" (Locke, 1960, p.242). Pertanto, il "contratto sociale", cui gli individui ricorrono per scongiurare il pericolo di una minaccia alle loro libertà, pone le condizioni per l'edificazione di uno **Stato** in grado di assicurare la pacifica convivenza fra gli uomini³. L'unico motivo per cui gli individui si vincolano col contratto sociale è infatti quello di ricevere

¹ Simona Fallocco è ricercatore di Sociologia generale presso la Facoltà di Scienze Politiche dell'Università della Tuscia.

² Molti autorevoli studiosi ed esponenti del pensiero liberale sono concordi nell'affermare che già Atene e Roma antiche conoscevano questo tipo di libertà. Cfr. per esempio, Benjamin Constant (1966) e, in tempi più recenti, Bruno Leoni (1994).

³ Locke è, infatti, un esponente della corrente di pensiero nota come "contrattualismo". Fiorita in Europa tra l'inizio del Seicento e la fine del Settecento, essa riconduce l'origine della società e il fondamento del potere politico in un contratto, e cioè in un accordo tacito o espresso fra gli individui, il quale segnerebbe la fine di uno stato di natura e l'inizio dello stato sociale e politico. Tra i suoi massimi rappresentanti, oltre a Locke, annovera Thomas Hobbes, Baruch Spinoza, Samuel von Pufendorf e Jean-Jacques Rousseau. Sul contrattualismo esiste un'ampia letteratura. Cfr. la voce "contrattualismo" in Bobbio *et al.* (1990, pp.220-231).

maggiori garanzie circa la tutela della propria persona e il possesso dei **beni di proprietà**. Contrariamente ad Hobbes, che usò la metafora del contratto sociale per teorizzare uno Stato autoritario, Locke difende infatti l'idea secondo cui **diritti soggettivi** inalienabili ed imprescrittibili esistono fin da prima della nascita della società, e quindi anche dello Stato, il quale, di conseguenza, sorge per volontà degli stessi individui e non può violarne i diritti fondamentali. Egli pone così le basi per la prima teorizzazione dello Stato di diritto, quello in cui cioè i diritti dei cittadini non possono mai essere violati dal potere politico, che viene limitato dalla **legge**. I governanti, infatti, non sono i beneficiari del **contratto**, ma dei semplici contraenti dello stesso e come tali vi sono anche loro vincolati. Essi non possono andare contro i loro sudditi, tant'è che i cittadini hanno pieno diritto di opporsi al potere legislativo o esecutivo, anche con la forza (diritto di resistenza), quando questo diventa illegittimo.

È tuttavia col contributo dei filosofi morali scozzesi del XVIII secolo (soprattutto Adam Smith e David Hume) che il mito di un legislatore onnisciente finisce per essere messo definitivamente in discussione. Il loro liberalismo, infatti, muove dalla premessa gnoseologica dell'ignoranza e della fallibilità dell'essere umano e perciò combatte la presunzione che ci possa essere una fonte privilegiata della conoscenza e la conseguente assunzione che tale fonte possa legittimare un potere politico illimitato, repressore dell'**autonomia** individuale.

In tal senso, la legge di Hume, stando alla quale è logicamente impossibile derivare proposizioni prescrittive (dunque, valori) da proposizioni descrittive (cioè, fatti), rappresenta un'invalicabile barriera difensiva per la libertà di coscienza ed è assolutamente in contrapposizione con la possibilità, per esempio, di edificare uno Stato confessionale. E l'idea di Smith secondo cui la conoscenza umana non può che essere parziale, fallibile e dispersa tra milioni di individui, tant'è che è impossibile per chiunque centralizzarla e divenire così portatore esclusivo di un sapere superiore, costituisce una critica convincente ed efficace contro ogni forma di **protezionismo** o interventismo dello Stato amministrativo-assistenziale, il quale non può presumere di sapere quello che "ognuno, nella sua posizione locale, può

giudicare meglio di qualsiasi uomo di Stato o legislatore" (Smith, 1975, p.584)⁴. Su quali dovessero essere in particolare i compiti dello Stato, sia sul piano più strettamente normativo, sia su quello economico, sono gli stessi Hume e Smith a fornirci delle indicazioni precise. Hume, ha affermato che le "tre leggi fondamentali" (Hume, 1982, p.557) della convivenza, e cioè la stabilità del possesso, la trasferibilità per consenso e il mantenimento delle promesse, non sono la statuizione deliberata di un Legislatore, bensì sono state inintenzionalmente create dagli uomini. Anche il diritto e la morale, infatti, così come tante altre istituzioni (il linguaggio, la **moneta**, il mercato, ecc.), si sono formati senza una previa programmazione dall'interazione tra soggetti⁵.

Anche per Smith l'intervento delle pubbliche autorità è semplicemente di carattere residuale. Allo Stato, dunque, spettano solamente tre doveri: quello di difendere la società dai nemici esterni, di proteggere ogni individuo dalle offese che gli possano derivare dagli altri individui e di provvedere a quelle opere pubbliche che non potrebbero essere eseguite se affidate al profitto privato. Coerentemente con i presupposti del **liberismo** o liberalismo economico, lo Stato deve perciò limitarsi a garantire con **norme giuridiche** la libertà e a provvedere ai bisogni della collettività soltanto quando non possono essere soddisfatti privatamente.

⁴L'obiezione gnoseologica che Smith muove all'interventismo economico del Legislatore, e della politica in genere, vale peraltro anche nei confronti dell'interventismo legislativo. Tema caro, questo, successivamente anche a altri autorevoli rappresentanti del pensiero liberale come Benjamin Constant, François Guizot, Alexis de Tocqueville che nel XIX secolo si sono spesi per affermare l'idea che la libertà nasce dalla limitazione del potere politico. Sul contributo di tutti questi autori alla demolizione del "mito del Grande Legislatore", cfr. Infantino (2008a, pp.113-160).

⁵Questo approccio di tipo evolucionistico è quello che, dalle riflessioni di Hume, Smith, e prima ancora di Bernard de Mandeville, giunge a Carl Menger e alla Scuola Austriaca di Economia. Ad essa si deve la formulazione di una teoria sociale che ha fatto dei risultati inintenzionali delle azioni individuali il proprio tema centrale, dimostrando per esempio che la maggior parte delle norme e delle istituzioni sono nate senza essere state progettate deliberatamente da qualcuno, cioè spontaneamente, quale risultato della composizione di azioni individuali dirette a scopi diversi rispetto a quelli effettivamente perseguiti. Per una breve sintesi, cfr. Fallocco (2002).

Poteri e funzioni dello stato liberale

Per liberalismo si intende dunque quella concezione per cui lo stato ha poteri e funzioni limitate e come tale si contrappone sia allo stato assoluto sia allo stato sociale⁶.

Quanto alla limitazione dei poteri, lo stato liberale si configura come "stato di diritto", con cui si intende generalmente uno stato in cui i poteri pubblici vengono regolati da norme generali e astratte (le leggi fondamentali o costituzionali) e debbono essere esercitati nell'ambito delle leggi che li regolano, salvo il diritto del cittadino di ricorrere a un giudice indipendente per far conoscere e respingere l'abuso o **l'eccesso di potere**.

Principio cardine della dottrina liberale è tuttavia che i poteri, oltre che essere limitati, siano separati. Si deve a Charles-Louis de Montesquieu il merito di aver arricchito di nuovi e importanti contenuti il principio della limitazione dei poteri. Ne *Lo spirito delle leggi* del 1748, egli afferma che, al fine di impedire la prevaricazione e la concentrazione del potere e quindi la sua trasformazione in potere dispotico, occorre che i poteri (legislativo, esecutivo e giudiziario) siano separati anche se interagenti. In tal senso, i meccanismi costituzionali che precludono o ostacolano l'esercizio arbitrario e illegittimo del potere e ne impediscono o scoraggiano l'abuso devono consistere nel controllo del potere esecutivo da parte del legislativo, o più esattamente del governo cui spetta il potere esecutivo da parte del parlamento cui spetta in ultima istanza il potere legislativo e d'indirizzo politico; nell'eventuale controllo del parlamento da parte di una corte giurisdizionale cui è demandato il **sindacato** di costituzionalità delle leggi; in una relativa autonomia del governo locale in tutte le sue forme e gradi rispetto al governo centrale; e in una magistratura indipendente dal potere politico.

La separazione dei poteri è un'applicazione della concezione del diritto come insieme di norme generali e astratte, perché solo norme di questo tipo, imponendo non un contenuto specifico bensì esclusivamente procedurale, fanno salva

⁶Cfr. Bobbio (1986, pp.13 e ss.)

l'autonomia individuale. Se viene meno, per esempio, l'idea che il Legislativo debba produrre o riconoscere solo norme generali e astratte, qualunque provvedimento voluto dalla sovranità popolare può vedere la luce. E per quanto i poteri possano essere formalmente separati, nulla garantirebbe la libertà individuale. Pertanto non è semplicemente la separazione dei poteri a tutelare l'autonomia dei soggetti, ma è la sovranità della legge a consentire la separazione dei poteri e la libertà individuale⁷. Nella dottrina liberale tuttavia stato di diritto significa non solo subordinazione dei poteri pubblici di ogni grado alle leggi generali del paese - che è un limite puramente formale - ma anche subordinazione delle leggi al limite materiale del riconoscimento di alcuni diritti fondamentali considerati costituzionalmente, e quindi in linea di principio, inviolabili. Stando alla formula della Dichiarazione dei diritti dell'uomo e del cittadino del 1789 (che all'articolo 2 recita che "lo scopo politico di ogni **associazione** politica è la conservazione dei diritti naturali e imprescrittibili dell'uomo"), ogni società nella quale non sia assicurata la garanzia dei diritti "non ha Costituzione". Anche in questo caso, però, conferire una speciale rilevanza o garanzia a certi diritti è solo un'applicazione particolare del principio generale secondo cui la coercizione deve essere limitata all'imposizione di norme generali e astratte, di norme cioè che, definendo solo i confini fra le azioni, lasciano uno sconfinato campo ai diritti individuali. Ciò significa che qualunque statuizione relativa a un particolare diritto non è fondativa di quel diritto, ma è solamente un *posterius* rispetto a una situazione di "sovranità della legge".

Per il pensiero liberale la libertà individuale è altresì garantita, oltre che dai meccanismi costituzionali dello Stato di diritto, anche dal fatto che allo stato si riconoscono funzioni limitate. Lo Stato, sia pur necessario, non può che essere concepito perciò come "stato minimo", il quale deve interferire il meno possibile nella sfera d'azione dell'uomo.

⁷In tal senso, Hayek (1986, p.110) si è spinto a scrivere che la "libertà degli inglesi", diversamente da quel che gli inglesi pensavano e da quanto Montesquieu insegnò al mondo, non è stato un prodotto della separazione dei poteri tra il legislativo e l'esecutivo, bensì il risultato del fatto che il diritto che governava le decisioni dei tribunali fosse la *common law*, un diritto cioè la cui esistenza era indipendente dalla volontà di chiunque.

Nato per garantire la libertà e la proprietà degli individui che si associano per autogovernarsi, il potere civile non può assumere la forma e la dimensione di un governo paternalistico. Infatti, come affermava Immanuel Kant nel 1793, "un governo fondato sul principio di benevolenza verso il popolo, come il governo di un padre verso i figli, cioè un governo paternalistico (*imperium paternale*), in cui i sudditi, come figli minorenni che non possono distinguere ciò che è loro utile o dannoso, sono costretti a comportarsi solo passivamente, (...) è il peggior dispotismo che si possa immaginare" (Kant, 1956, p.255). Al contrario, il compito specifico dello Stato – scriveva nel 1792 Wilhelm von Humboldt, teorico dello "stato minimo" - è quello di promuovere esclusivamente la "certezza della libertà nell'ambito della legge" (Humboldt, 1961, p.113). Quella libertà "negativa", intesa come sfera di azione in cui l'individuo non è costretto da chi detiene il potere coattivo a fare quello che non vuole o non è impedito a fare quello che vuole, e in ogni caso accompagnata dalla garanzia che "gli affari privati non si traducano immediatamente in un'offesa al diritto degli uni da parte degli altri" (Ivi, p.63)⁸. Lo Stato liberale è cioè quello le cui leggi hanno per fine la garanzia dell'azione dei singoli **consociati** alla sola condizione che tale azione non violi i diritti fondamentali degli altri consociati. La condizione della cittadinanza liberale è dunque costitutivamente una condizione di eguaglianza delle *chances* di partenza di ciascuno. L'unico limite che le leggi liberali devono prevedere è quello che deriva dalla tutela di questa condizione egualitaria originaria di ciascuno⁹.

La critica del paternalismo ha dunque la sua principale ragione d'essere nella difesa dell'autonomia dell'individuo e nel rifiuto di ogni forma di **omologazione** della

⁸La distinzione tra libertà "negativa", quella difesa dalla dottrina liberale, e libertà positiva ...deve la sua notorietà al discorso *Sui due concetti di libertà* pronunciato da Isaiah Berlin alla Conferenza di Oxford del 1958. Cfr. Berlin (1989).

⁹L'uguaglianza sostenuta e difesa dalla dottrina liberale è quella "formale" per cui tutti i cittadini si equivalgono davanti alla legge. Essa, tuttavia, dal punto di vista giuridico, rappresenta una *fiction iuris*, perché non presuppone una reale e sostanziale uguaglianza fra le persone, ma si riferisce all'atteggiamento di imparzialità che lo Stato deve tenere di fronte ai suoi cittadini. L'uguaglianza sostanziale, che non è al contrario uguaglianza di opportunità quanto di punti di arrivo, è infatti assolutamente inaccettabile per un liberale perché non tiene conto delle diverse aspirazioni e delle peculiari attitudini delle persone e deresponsabilizza l'individuo nei confronti del suo operato. Cfr. (Antiseri, 2003, pp.67-72).

società. L'ingerenza dello Stato nella vita spirituale, civile ed economica degli individui li rende infatti passivi e sostituisce l'iniziativa e la conquista autonoma con l'attesa di provvedimenti di assistenza, sviluppando una cultura dei "diritti" che non sono tali, trattandosi di forme di protezione e di assistenza che distorcono i meccanismi della concorrenza e limitano la libertà e l'autonomia degli individui. I quali, sempre più, si deresponsabilizzano e affidano la propria vita allo Stato anziché alle proprie energie e alla propria attività¹⁰.

Ciò nondimeno, già alla fine del Settecento Honoré Gabriel de Mirabeau ammoniva che "il difficile è promulgare soltanto leggi necessarie e restare sempre fedeli a questo principio veramente costituzionale della società, di stare in guardia contro il furore di governare, la più funesta malattia dei governi moderni"¹¹. Nei decenni successivi, infatti, l'ingerenza dello Stato è andata progressivamente aumentando.

In particolare, l'allargamento della sfera dell'intervento pubblico si è realizzato nel momento in cui, parafrasando Friedrich A. von Hayek, il maggiore pensatore liberale del Novecento, alla "legge" si è sostituita la "legislazione", e cioè si affermata una nuova concezione del diritto, che non è più quello delle norme generali e astratte, ma è quello delle prescrizioni e norme statuite, progettate per raggiungere fini particolari e implementare ordini concreti¹². Norme che, laddove violano il principio dell'uguaglianza di fronte alla legge, hanno finito per privilegiare gruppi particolari di interesse. E che hanno creato "le condizioni perché la classe politica potesse 'pagare' il consenso mediante la continua dilatazione del territorio dei beni pubblici, di finalità cioè perseguibili attraverso la 'mano invisibile' dello Stato" (Infantino, 2008, p.315).

¹⁰All'elogio della "varietà" su cui tanto aveva insistito per esempio Humboldt (1961, pp.65 e ss.) è riconducibile uno dei principi cardine del pensiero liberale, quello della competizione. Il liberale infatti crede fermamente nella fecondità dell'antagonismo, inteso come veicolo di innovazione e di crescita in una società dinamica ed aperta, dal momento che l'interesse di ciascun individuo a soddisfare i propri interessi in concorrenza con gli interessi di tutti gli altri è condizione necessaria e benefica del progresso materiale e morale della collettività. Cfr. Antiseri (2003, pp.43-46)

¹¹Citato come motto al primo capitolo in Humboldt (1961).

¹²Cfr. Hayek (1986, pp.48-180).

Questa tendenza è stata favorita peraltro dall'applicazione in campo economico di teorie (soprattutto quelle di ispirazione keynesiana) che hanno posto in discussione il principio del **pareggio del bilancio** pubblico, fino ad allora l'unico compatibile con una gestione responsabile e trasparente della cosa pubblica.

Il **saldo** del **bilancio** è così diventato uno strumento di **politica economica** affidato alla discrezionalità (se non all'arbitrio) dei governanti. I quali, non essendo più vincolati dalla necessità di rispettare la regola del pareggio, hanno potuto deliberare nuovi e maggiori spese senza preoccuparsi eccessivamente del loro finanziamento¹³. Pertanto, l'esigenza economica di stabilità ha finito per tradursi "nel passaggio dalla *prospettiva costituzionale*, basata sull'imparzialità di regole volte a garantire **responsabilità e trasparenza** nelle decisioni di spesa, alla *prospettiva discrezionale*, in cui il saldo del bilancio e il finanziamento delle spese vengono affidati all'arbitrio delle autorità" (Martino, 1993, p.90).

Il liberalismo è perciò contro l'interventismo dello Stato in campo economico e legislativo innanzitutto perché questo attenta al principio della sovranità del diritto e, con esso, all'intera concezione liberale della società.

Liberalismo e approccio utilitarista

La tendenza ad allargare la sfera dell'intervento pubblico è piuttosto in relazione con una diversa tradizione liberale, che è stata di gran lunga prevalente. Quella che trova espressione nella dottrina utilitaristica iniziata da Jeremy Bentham in Inghilterra nella seconda metà del XVIII secolo e giunta al suo massimo sviluppo con John Stuart Mill nel secolo successivo.

L'utilitarismo è "la dottrina che ammette come fondamento della morale l'utilità o il principio della massima felicità" (Mill, 1981, p.58). Esistendo una propensione antropologica dell'uomo a massimizzare il piacere e a minimizzare le pene, le azioni umane devono essere considerate perciò necessariamente giuste o sbagliate nella

¹³Sugli effetti "perversi" delle teorie di ispirazione keynesiana, cfr. Buchanan e Wagner (1997).

misura in cui producono un saldo netto del piacere sul dolore, che viene addirittura misurato attraverso un "calcolo felicifico"¹⁴. Ne consegue che la stessa azione politica debba avere come primo obiettivo quello di promuovere la massima felicità e il massimo piacere per il maggior numero possibile di individui.

Nell'ottica del rigido determinismo utilitaristico di Bentham questa posizione approda ad un costruttivismo sociale razionalistico. Il quale è riassunto da Hayek con queste parole: "L'uomo, dato che ha creato egli stesso le istituzioni della società e della civiltà, deve anche poterle alterare a suo piacimento in modo che soddisfino i suoi desideri e le sue aspirazioni" (Hayek, 1988, p.11). Esso, infatti, lungi dal concepire l'idea dei limiti e della dispersione della conoscenza, esalta la ragione, in quanto capace di intendere e di dominare tutto ciò che è nell'esperienza dell'uomo, e dunque vede nell'individuo un essere altamente razionale e intelligente e in tutto ciò che egli consegue il risultato di un piano deliberato della ragione stessa.

Il razionalismo costruttivista postula, "dal punto di vista economico, la necessità della pianificazione o perlomeno, come nel caso della *welfare economics*, il proposito di costruire (e massimizzare) una funzione del benessere sociale" (Infantino, 2008, p.219n), destinata ad essere utile, quale guida per l'autorità preposta alla pianificazione di una società per raggiungere un massimo di benessere sociale nella gestione statale. Tale funzione deve, infatti, esprimere, sotto forma di rappresentazione numerica, e soddisfatte alcune condizioni di carattere tecnico, il giudizio di un "decisore sociale", vale a dire di un soggetto che abbia la piena responsabilità di compiere scelte in nome della società¹⁵. Dal punto di vista giuridico, invece, il razionalismo costruttivista approda al positivismo giuridico (che

¹⁴Bentham ritiene che "la Natura abbia posto il genere umano sotto la guida di due sovrani assoluti, il *piacere* il *dolore*. A loro spetta di indicare cosa dovremmo fare, così come determinare ciò che effettivamente faremo. Sia la distinzione tra giusto e sbagliato da un lato, così come il nesso tra cause e effetti dall'altro, sono subordinati al loro potere. (...) Un uomo può, a parole, pretendere di sfuggire al loro controllo, ma nella realtà egli ne rimarrà soggetto nonostante tutto. Il *principio di utilità* riconosce questa soggezione e la considera come fondante di quel sistema, il cui oggetto è costruire l'edificio della felicità con i mattoni della ragione e della legge" (Bentham, 1998, p.90).

¹⁵Il problema centrale dell'Economia del benessere è, in particolare, quello della produzione di decisioni pubbliche destinate ad allocare le risorse economiche in modo da ottenere il massimo benessere per i membri di una collettività. Com'è noto, tale problema era stato posto, alla fine

ha avuto prima in John Austin poi in Hans Kelsen due autorevoli esponenti) secondo cui la legge e il diritto derivano dalla volontà creatrice di un legislatore onnisciente alla cui volontà non si devono porre limiti perché ciò sarebbe in contraddizione con il principio generale di felicità¹⁶. Si tratta perciò di un'ideologia sorta dal desiderio di ottenere il controllo completo dell'ordine sociale e dalla fiducia nel nostro potere di poter determinare consapevolmente e nel modo voluto ogni aspetto di questo ordine sociale" [Hayek, 1986, p.250]. In tal senso, si spiega come dal "radicalismo filosofico" di Bentham e dei suoi seguaci siano nate varie correnti politiche di ispirazione socialista e anche l'idea della possibile coniugabilità fra liberalismo e socialismo¹⁷.

Storicamente tuttavia questa tradizione "radical" del liberalismo, con particolare riferimento all'opera di John Stuart Mill, ha sostenuto le ragioni della **democrazia** quale organizzazione politica che garantisce a ognuno un margine di libertà ma soprattutto il più alto benessere individuale perché lascia gli individui liberi di competere e cooperare per rimuovere le loro insoddisfazioni. Una democrazia da intendere tuttavia, come ha insegnato anni dopo Karl Popper (1996, pp.160 e ss), non come "governo del popolo" bensì come "controllo del popolo sui governanti", per evitare quella tirannia della maggioranza contro quale già Tocqueville aveva messo in guardia e che Mill considerava la più grave minaccia della forma di governo democratica.

dell'Ottocento, da Vilfredo Pareto, per il quale il benessere economico è in condizioni ottimali (da cui il criterio conosciuto come "ottimo paretiano") quando non è possibile aumentare il livello di utilità di uno o più individui senza, d'altro canto, ridurre l'utilità degli altri individui. Quando, durante gli anni '30, diventarono di moda i modelli di "socialismo di mercato", che descrivevano come i governi potevano soppiantare il sistema dei prezzi allocando i beni in misura altrettanto efficiente di quanto avvenisse sul mercato, alcuni economisti - primi tra tutti, Abram Bergson e Paul Samuelson - cercarono di "costruire" una "funzione del benessere sociale". Per un'analisi critica, cfr. Arrow (1977).

¹⁶Sul positivismo giuridico, cfr. Bobbio (1996).

¹⁷Critico del comunismo, responsabile di distruggere qualsiasi spazio per le libertà individuali con l'assoggettamento del singolo nei confronti del potere, John Stuart Mill guardava, per esempio, con un certo interesse al socialismo cooperativistico di Fourier per la sua compatibilità con il sistema della proprietà privata e la concorrenza. Cfr. Mill (1953, pp.206 e ss).

Bibliografia

- Antiseri D. (2003), *Principi liberali*, Soveria Mannelli, Rubbettino.
- Arrow K (1977), *Scelte sociali e valori individuali*, Milano, ETAS Libri.
- Bentham J. (1998), *Introduzione ai principi della morale e della giurisdizione*, Torino, Utet.
- Berlin I. (2000), *Due principi di libertà*, Milano, Feltrinelli.
- Bobbio N. (1986), *Liberalismo e democrazia*, Milano, Franco Angeli.
- Bobbio N. et al. (a cura di) (1990), *Dizionario di politica*, Torino, Utet, pp.220-231 (voce: contrattualismo).
- Bobbio N. (1996), *Il positivismo giuridico. Lezioni di filosofia del diritto*, Torino, Giappichelli.
- Buchanan J. – Wagner R.E. (1997), *La democrazia in deficit. L'eredità politica di lord Keynes*, Roma, Armando.
- Constant B. (1966), *Discorso sulla libertà degli antichi paragonata a quella dei moderni*, Treviso, Canova.
- Fallocco S. (2002), *La "serendipity" nella ricerca sociale e politica. Cercare una cosa e trovarne un'altra*, Soveria Mannelli, Rubbettino.
- Hayek F.A. von (1986), *Legge, legislazione e libertà*, Il Saggiatore.
- Hayek F.A. von (1988), *Nuovi studi di filosofia, politica e storia delle idee*, trad.it. Armando, Roma.
- Humboldt W. Von (1961), *Idee per un "Saggio sui limiti dell'azione dello Stato"*, Bologna, Il Mulino.
- Hume D. (1982), *Trattato sulla natura umana*, Bari, Laterza.
- Kant I. (1956), *Scritti politici e di filosofia della storia e del diritto*, Torino, Utet.
- Infantino L. (2008a), *L'ordine senza piano*, Roma, Armando,.
- Infantino L. (2008), *Individualismo, mercato e storia delle idee*, Soveria Mannelli, Rubbettino.
- Leoni B. (1994), *La libertà e la legge*, Macerata, Liberilibri.
- Locke J. (1960), *Due trattati sul governo*, Torino.

Martino A. (1993), *Le conseguenze non intenzionali della politica keynesiana*, in Antiseri A. et al (a cura di) (1993), *L'individualismo metodologico: genesi, natura e applicazioni*, Roma, Borla.

Mill J. S. (1953), *Principi di economia politica*, Torino, Utet.

Mill J.S. (1981), *Utilitarismo*, Bologna, Cappelli.

Popper K. (1996), *La società aperta e i suoi nemici* (vol.I), Roma, Armando.

Smith A. (1975), *La ricchezza delle nazioni*, Utet, Torino.

LISBON TREATY

Lucio LANUCARA¹

Introduction

The **Treaty of Lisbon** (*Treaty*) is the result of the new push for European integration subsequent to the non ratification of the European Constitution in 2005. The Treaty was signed on 13 December 2007 and entered into force on 1 January 2009, after ratification from all 27 member States.

History. The project of a European Constitution

The **Nice Treaty** already contemplated a further study of the fundamental issues of a better definition of the competences of the Union and of the Member States, of the European Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, of simplification of the Treaties and of the role of the national parliaments. With the Laeken declaration of December 2001, the **European Council** specified that the reform would develop through a Convention, in order to prepare an intergovernmental conference.

The Convention was composed of representatives from national governments and parliaments in the Member States and candidate countries and representatives from the European Parliament and the Commission. Its inaugural session was held on 28 February 2002 and work came to an end after 17 months of discussions. The Convention produced a draft Treaty establishing a European Constitution, which was presented to the Thessaloniki European Council. The draft Constitution served as a basis for the work of the inter-governmental conference, convened in October 2003. The draft finalized by the Conference was signed by the Heads of State and Government on 29 October 2004. The entering into force of the Constitution was conditioned to ratification by all Member States, in accordance with each one's constitutional rules. Due to the difficulties encountered in certain States, the Heads

¹Lucio Lanucara is Deputy Director, EU and International Affairs - Legal Division at Trenitalia.

of State and Government decided, at the European Council meeting on 16 and 17 June 2005, to launch a period of reflection.

The drafting of the Lisbon Treaty

The debate following the European Council of June 2005 allowed to gradually clarify the aims of the European Union until the Member States, at the fifty year anniversary of the signing of the Rome treaties (in March 2007) reaffirmed their determination to continue with institutional and political integration (Berlin Declaration). This led to the decision, at the European Council meeting on 21 and 22 June 2007, to convene an intergovernmental conference to draft, instead of a Constitution, a reform treaty for the European Union.

The intergovernmental conference began its work on 23 July 2007, based on a very detailed mandate on principles and contents to be developed, with the goal of adopting a reform Treaty, instead of a Constitution, although it was specified that the profound innovations set forth by the 2004 intergovernmental conference were to be taken into account. The result has been the Treaty of Lisbon, which entered into force on 1 December 2009 and is summarized below.

Description of the Treaty. Structure and general principles

The Treaty entered into force on 1 December 2009, after ratifications from all 27 Member States and includes relevant institutional and procedural reforms, aimed at addressing the enlargement of the current 27 Member States. The Treaty amends the Treaty on the European Union (TEU, also known as Maastricht Treaty) and the Treaty establishing the European Community (TEC, previously known as Rome Treaty), redennominated Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU), without replacing them. Even after renouncing to the constitutional level, the Treaty reproduced many of the items included in the Constitution for Europe in 2004.

The basic principles introduced in the TEU and included in a specific Title denominated "*Provisions on democratic services*" are:

- equality of citizens toward the institutions of the Union (Article 9);
 - representative democracy, according to which citizens shall be represented within the institutions of the Union (directly in the European Parliament, indirectly in the European Council and in the Council of Ministers, through domestic governments which are accountable to their parliaments – Article 10);
 - democratic participation, contemplating that citizens and their organisations can actively participate to the Union, which has to interact with them (Article 11).
- Human rights have an important recognition, with regards to the Charter of Fundamental Rights of the European Union, annexed to the Lisbon Treaty, and to the European Convention for the Protection of Human Rights and Fundamental Freedoms, to which the Union adheres (Article 6).

The TEU – composed of 55 Articles – includes a description the institutions and an ample section (Title V) on the external action of the Union and on common foreign and security policy. Finally, adhesion procedures to the Union and the right of National parliaments to be informed on submitted requests are described, as well as the right for a Member State to leave the Union.

Institutional reform

The Treaty intervenes on the whole institutional framework of the Union, both reallocations power and introducing new institutions. The new framework, as revised by the Treaty and now detailed in Title III TEU, "*Provisions on the institutions*" (articles 13-19) and in the TFEU (consisting of 345 articles), is described below.

European Parliament. Based on the principle of representative democracy, the role of the Parliament is strengthened by widening recourse to the co-decision legislative procedure. The Parliament's role is also strengthened in its budgetary functions. The Parliament will also have a role political control through election of the President of the **European Commission**, which will confer to the latter institution more democratic legitimacy. The Parliament now consists of 751 members, excluded the President, with each State having between 9 and 96 seats.

Council of Ministers

This institution, which was formerly denominated Council, is formed by ministerial representatives from the Member States and has competences in the legislative, balance and definition of coordination politics. The council is no more presided based on a six months rotation, but instead by a group of 3 Member States for 18 months terms. As for voting, qualified majority is extended versus unanimity. A new system of qualified majority is introduced, inclusive of 55% of the States (i.e. 15) representing 65% of the Union population.

European Council

This body, which has also previously gathered the heads of State and government in order to agree on the general political lines of action of the Union, now becomes an institution. Presidency will last 2 and an half years, renewable once.

European Commission

The Commission remains the institution holding the power of legislative initiative, it promotes the general interest of the Union and is the watchdog of the respect of the Treaties and of European union law. Until 1 November 2014, the Commission will consist of a representative for each Member State. Subsequently, its composition will be reduced to 18. The President will be elected by the Parliament.

High Representative of the Union for Foreign Affairs and Security Policy

The Treaty introduces this new institution, which unifies the functions previously held by the Commissar for external relations and the High Representative for the Common Foreign and Security Policy (CFSP). The High Representative is appointed by the European Council, presides over the Foreign Affairs Council and acts as Vice-president of the Commission. The High Representative uses the European diplomatic service, composed of officers from the Council, the Commission and the National diplomacy services.

Allocation of competences between the Union and the Member States

Title I (Artt. 2-6) of the TFUE better clarifies the allocation of competences between the Union and the Member States, now organised in three categories:

- exclusive competences of the Union in the sectors where it has the power to legislate¹;
- concurrent competences, on which Member States can legislate where the Union decides not to²;
- sectors on which competence belongs to Member States and the Union can only act in support³.

The Treaty does not confer new exclusive competences to the Union, but introduces new concurrent competences and support actions. Title I also specifies that the allocation of competences is based on three principles:

- attribution, according to which the Union cannot expand its competences further to the Treaty attributions;
- subsidiarity, providing that the Union, where its competence is not exclusive, can intervene only to the extent that the aims set in the Treaty cannot be adequately pursued by the Member States;
- proportionality, which ensures that the actions by the Union do not exceed what is necessary for achieving their goals. National parliaments oversee the respect of the subsidiarity principle.

¹Such as customs union; the establishing of the competition rules necessary for the functioning of the internal market; monetary policy for the Member States whose currency is the euro; the conservation of marine biological resources under the common fisheries policy; common commercial policy.

²Such as internal market; social policy, for the aspects defined in this Treaty; economic, social and territorial cohesion; agriculture and fisheries, excluding the conservation of marine biological resources; environment; consumer protection; transport; trans-European networks; energy area of freedom, security and justice; common safety concerns in public health matters, for the aspects defined in this Treaty.

³Such as protection and improvement of human health; industry; culture; tourism; education, vocational training, youth and sport; civil protection; administrative cooperation.

Legislative process

Procedures are described at Articles 288-299 TFEU. Codecision⁵, which ensures equal relevance to the role of the Parliament and the Council, is extended to several subjects. This procedure is now extended to fifty areas⁶. Only for the more politically sensitive matters – such as defence and security – unanimity by the Council remains the rule. The Treaty also allows the Council, by a unanimous decision, to move some areas from unanimous to majority decision. The Council can also decide to subject to codecision matters that would not belong to such procedure. The Treaty also attributes i) to the National parliaments to raise objections to proposals by the Commission, determining its review, and ii) to the citizens a right of initiative, with the right to have the Commission adopt a legislative proposal when a million signatures are collected from a relevant number of Member States. Moreover, the meetings of the Council of Ministers where legislative proposals are discussed will be public.

Main policies of the European Union

II Treaty, in updating the policies within the TFUE, deals with subjects of great interest for the XXI^o century, such as climate changes, globalisation, and security. Moreover, in developing policies in favour of citizens, the Union shall also consider, besides growth of competitiveness, the effects of social protection. These policies shall also include with employment, social protection and fight to exclusion. The Policies of the Union represent the widest part of Section Three of the TFEU, with about 200 articles. Below are some issues on the main changed or new policies:

Climate change and environment. The Treaty strengthens the action of the Union in

⁵Article 294 TFUE, formerly 251 of TEC.

⁶Some of the main policies are: structural funds, agriculture, matters of freedom, safety and justice, control of external frontiers, illegal immigration, judiciary cooperation in the civil and criminal field.

these sectors, introducing the goals of fight to climate change and promoting International measures on environment issues.

Civil Protection. The Treaty acknowledges that climate change causes natural disasters, which require cooperation between Member States. A specific legislative foundation is introduced for this cooperation, so to improve prevention and protection from natural and man-made disasters.

Energy. The Treaty provides the Union with a specific policy on Energy and energetic supplies, defining principles such as the functioning of the Energy market, efficiency and safety of supplies. The principle of solidarity in case a State has supply difficulty is introduced.

Research and technological development. A space policy is introduced by the Treaty, with the aim of supporting research and coordinate efforts for the use of space, coherently with the goal of setting up a European space for research, where researchers, knowledge and technology can freely circulate.

Economic and monetary policy. The Treaty introduces the possibility, for the Commission, to address a warning to a Member State, in case there is a risk of excessive deficit, rather than a recommendation by the Council under a proposal by the Commission, as it was previously the case. Solidarity is also expressly mentioned. The so called "Eurogroup" is also officially introduced in the Treaty.

Economic, Social and Territorial Cohesion. A special attention is dedicated to rural areas, areas affected by industrial transition, and regions which suffer from severe and permanent natural or demographic handicaps such as the northernmost regions with very low population density and island, cross- border and mountain regions. Public services, such as schools and health assistance, play an important role. A specific Protocol establishes the principles for ensuring adequate and sufficient services of general interest.

Health. The Treaty deals with wellbeing and health of citizens and extends the competence of the Union on serious transborder threats. The States need to cooperate to improve complementarity of their border health services. Measures can be adopted to protect health with regards to tobacco and alcohol.

Social policy. The Union confirms its aims of supporting employment, improvement of the working and living conditions, social dialogues, fight against emargination and encourages cooperation between member states in all fields of social policy.

Freedom, safety and justice. The Treaty will facilitate decision in this field, as most of them will no longer require unanimity, since they will pass to codecision procedure with qualified majority. The Union's endeavour to implement a space of freedom, safety and justice is based on the judicial systems of the Member States. The Union will fight criminality, racism, xenophobia through coordination and cooperation of police and judiciary authorities. Europol is recognised as an investigative body. Judicial cooperation is strengthened in criminal and civil policies, through reciprocal recognition of decisions.

External action. The Treaty confirms the juridical personality of the Union (Article 47), which has negotiating power for adhesion to international conventions and organisations. External actions will be strengthened by the appointment of the High Representative of the Union for Foreign Affairs and Security Policy.

Common commercial policy. The Treaty refers to the interest of the Union for development of world commerce, end of restriction to International trade and direct investment and to reduction of customs barrier.

Cooperation with third countries. Assistance is contemplated in the field of finance, also for countries different from developing countries. A specific reference is made to humanitarian help for third countries victims of natural or human caused disasters, with the constitution of a specific voluntary body.

Conclusions

The Treaty has been approved at the end of a complex process, which has been characterised by the failure of the project of a Constitution. It seems to be the conclusive point of a phase of expansion of the activities of the Union in further areas, besides the economic issues that characterised the original architecture of the **Rome Treaty**. This phase also saw the adapting of the institutional framework and functioning to the rapid expansion toward east subsequent to the end of the

Cold War. While several observers thought that the new framework would have made new relevant updates unnecessary, the difficulties arising from the economic-financial crises, which hit, particularly from 2010, some Member States have brought about discussions on possible reforms of the parameters of the Monetary Union and on the powers of the European Central Bank.

MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE - MIFID

Maria Giovanna CERINI¹

MiFID stands for Markets in Financial Instruments **Directive** (Directive 2004/39/EC). Approved by the European Parliament in April 2004, the MiFID replaces and repeals the previous Investment Services Directive (Directive 93/22/EEC or ISD), radically changing the community legislative framework on the offer of investment services. Together with the Market Abuse Directive (MAD), the Prospectus Directive, and the Directive on Transparency Requirements for listed companies, the MiFID is an integral part of the **Financial Services Action Plan** adopted by the **European Commission** in May 1999.

Pursuant to the approach proposed by the Lamfalussy Commission, MiFID regulations consist of three levels:

- the first level, represented by the cited Directive 2004/39/EC, defines the regulation's general principles;
- the second level, represented by **Regulation** 1287/2006/EC (on market discipline and pre and post-trade transparency issues in particular) and Directive 2006/73/EC (on the conduct and organisation of intermediaries providing investment services);
- the third level, corresponding to Committee of European Securities Regulators (CESR) guidelines designed to ensure uniform reception and application at the national level of all regulations at the first two levels.

From ISD to MiFID

The first MiFID Consideranda clearly outline the difference in approach compared to the ISD Directive. While the ISD aimed at harmonizing only “... *initial authorisation and operating requirements for investment firms, including conduct of business rules, ...*” and “... *some conditions governing the operation of regulated markets ...*”, the MiFID is designed to ensure “...*the degree of harmonisation needed to offer*

¹ Maria Giovanna Cerini, Intesa Sanpaolo Research Department, Milan, Italy.

investors a high level of protection and to allow investment firms to provide services throughout the Community ... on the basis of home country supervision..." (Directive 2004/39/EC, Consideranda 1 and 2).

Compared to the ISD - where "minimum harmonisation" principles prevailed - the MiFID and related execution measures represent a switch to a "very wide harmonisation" approach, identified as the tool for developing an effectively integrated and single financial market. Even when assumes the form of a Directive, the European legislation looks very detailed: this tightly limits the possibility for member States to introduce additional rules, when EU standards are transposed into national law.

MiFID's objectives

Despite the complexity and variety of the issues address, the objectives of MiFID and related implementation provisions are clear:

- stimulate competition, repealing regulated market trading concentration obligations and facilitating the offer of cross-border investment services (free provision of services in EU member countries, otherwise known as the "single passport");
- strengthen market integrity, efficiency, and transparency by setting out detailed rules on trade execution;
- ensure investor protection and set uniform rules of conduct in relations between investment firms and their clients;
- introduce minimum organisational requirements for investment firms.

Market organisation

As far back as 2002, with the first draft of the new Directive, the European Commission noted that: *"... since the ISD was adopted, the EU financial market has become more complex and the line between markets and intermediaries has become more blurred ..."*: alternative trading systems (ATS) had developed alongside regulated markets - known in the Italian law as Sistemi Scambi Organizzati (SSO).

The MiFID addresses this blurred line between intermediaries and markets in an ambitious and highly innovative way. Considerandum 5 of Directive 2004/39/EC reads: *"It is necessary to establish a comprehensive regime governing the execution of transactions in financial instruments irrespective of the trading methods used to conclude those transactions so as to ensure a high quality of execution ... and to uphold the integrity and overall efficiency of the financial system ...It is necessary to recognise the emergence of a new generation of organised trading systems alongside regulated markets which should be subjected to obligations designed to preserve the efficient and orderly functioning of financial markets".*

To achieve these objectives, EU legislation has developed along several lines:

- elimination of the faculty previously attributed to member States to impose that negotiations of listed securities concentrate on regulated markets;
- recognition of **"systemic internalisers"** - *i.e.*: investment firms which, on an organised, frequent and systematic basis, deal on own account by executing client orders;
- inclusion of the "operation of **Multilateral Trading Facilities - MTF** among investment services;
- obligation that systematic internalisers, multilateral trading facilities and regulated markets abide by pre- and post-trade transparency rules, in order to avoid the negative effects deriving from the fragmentation of execution venues.

The repeal of trading concentration obligations means that buy and sell orders for financial instruments may currently be executed using three different trading venues in competition among themselves: regulated markets, multilateral trading facilities, and systematic internalisers. Readers can view an updated list of authorised trading venues on the **CESR website**.

Client relations

The MiFID regulates relations between intermediaries and their clients through:

- a more complex set of know-your-customer rules, centred on the notions of suitability, appropriateness, and execution only;

- the introduction of a different client categorisation, consisting of two general levels – “retail” and “professional” clients - and the new category of “eligible counterparties”;
- the requirement that investment firms establish and implement procedures capable of channelling orders to the trading venue that offers the best execution conditions, “... taking into account price, costs, speed, likelihood of execution and settlement ...” (i.e. best execution, article 21, paragraph 1 of Directive 2004/39/EC);
- tight discipline over the intermediary's duty to provide clients with information;
- prohibition on banks and investment companies from receiving fees, commissions or non-monetary benefits (inducements) in connection with providing an investment service, except under particular conditions;
- extension of the notion of investment services, to include investment advice.

Suitability, appropriateness, execution only

In the MiFID framework, the intermediary's assistance to the client is categorised at different levels depending on the nature of the service provided (see article 19 of Directive 2004/39/EC and related application provisions).

In the case of more complex and value-added services – i.e. portfolio management and investment advice – investment firms are required to have in-depth knowledge of the client and to assess that recommended services or investments are “suitable” for him (so-called “suitability assessment”). Investment firms must gather information regarding the client's knowledge and experience in the fields relevant to the specific type of product or service, his financial situation and his financial goals. Afterwards, it must ensure that the service or product effectively corresponds to the client's stated goals and does not expose him to risks that he is not able to understand or to bear. If the investment firm does not obtain the information necessary for the suitability assessment, it must refrain from offering investment advice and / or portfolio management services.

For financial services other than advice and portfolio management, investment firms must carry out an “appropriateness” assessment. In other words, they have to

assess whether the client has sufficient knowledge and skills to understand the risks involved with the specific type of product or service offered or demanded, gathering information on financial instruments he has most knowledge of, the frequency of transactions in the past, his level of education and profession. In case the investment firm considers, on the basis of the information received from the client, that the product or service is not appropriate to him, it shall warn the client. Once notification is given, the investment firm may proceed with providing the product or service.

Finally, in the case of "execution only", the investment firm is not obliged to assess whether the transaction is appropriate for the client's profile; therefore, it does not have to gather any information. The "execution only" procedure may be applied only when the service offered refers to shares listed on a regulated market, money market instruments, bonds and other debt securities, harmonised funds, and other non-complex financial instruments.

Professional clients, retail clients, eligible counterparties

The MiFID offers different degrees of protection according to different client categories.

Pursuant to Directive 2004/39/EC, a professional client is defined as "... a client who possesses the experience, knowledge and expertise to make its own investment decisions and properly assess the risks that it incurs ..." (Annex II). This category includes credit institutions, investment firms, insurance companies, collective investment schemes and their management companies, pension funds, other institutional investors, national and regional governments, public bodies with mandates to manage public debt, entities dedicated to the securitisation of assets, central banks, international and supranational institutions (World Bank, IMF, ECB, EIB, etc.). The following may also be classified as professional clients: a) large

companies, subject to certain conditions²; b) clients other than those mentioned above, provided that they file a specific application with the investment company (so-called "professional clients upon request") and that satisfy the cases, conditions, and procedures described in Annex II, Section II of Directive 2004/39/EC³.

According to the MiFID, "eligible counterparties" are a sub-set of professional clients⁴. The attribution of the status of eligible counterparty is relevant only with reference to specific investment and related ancillary services⁵: **dealing on own**

²Large undertakings that meet two of the following size requirements on a company basis are considered professional clients: 1) total balance sheet, EUR 20M; 2) net turnover, EUR 40M; 3) own funds, EUR 2M.

³Recognition of professional client status "upon request" presupposes that the investment firm carries out "... an adequate assessment of the expertise, experience, and knowledge of the client ..." which reasonably allows it to deem "...in light of the nature of the transactions or services envisaged, that the client is capable of making its own investment decisions and understanding the risks involved ..." (Directive 2004/39/EC, Annex II, Section II, paragraph II.1). In the assessment, at least two of the following criteria should be satisfied: 1) that the client has carried out transactions, in significant size, on the relevant market with an average frequency of 10 transactions per quarter over the previous four quarters; 2) that the size of the client's financial portfolio exceeds EUR 500,000 - including cash deposits; 3) that the client works or has worked in the financial sector for at least one year in a professional position that presupposes knowledge of the transactions or services envisaged. The client must state in writing that it wishes to be treated as a professional client, either generally or with regard to a particular investment service or transaction, or type of transaction or product.

⁴According to Article 58, paragraphs 1 and 3, of Regulation n°16190 (Regolamento Intermediari) the following are identified in Italy as "eligible counterparties": 1) investment firms, banks, insurance companies, UCITSs and their management companies, pension funds, financial intermediaries enrolled in the list pursuant to articles 106, 107, and 113 of the Consolidated Law on Banking (Testo Unico Bancario, or TUB), companies pursuant to article 18 of the TUB, electronic money companies, bank foundations, national governments and their divisions, including government agencies with a mandate to manage public debt, central banks, and supranational government organisations; 2) companies whose main activity is trading on own account in commodities and derivative financial instruments on commodities; 3) companies whose exclusive business is trading on own account in the markets for derivative financial instruments and – for mere hedging purposes – on spot markets, provided that they are backed by members of settlement houses of such markets; 4) entities as listed above, resident in non-EU countries. Also professional clients pursuant to Annex 3 of Regulation n°16190, Section I, points (1) and (2), not included in the list above, may be treated as eligible counterparties: among them are stock brokers and large companies.

⁵According to Annex I of Directive 2004/39/EC, "investment services and activities" include: reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments; execution of orders on behalf of clients; dealing on own account; portfolio management; investment advice; underwriting of financial instruments and / or placing of financial instruments on a firm commitment basis; placing of financial instruments without a firm commitment basis; operation of Multilateral Trading Facilities (see Section A). "Ancillary services" include: safekeeping and administration of financial instruments for the account of clients, including custodianship and related services; granting credits or loans to an investor to allow him to carry out a transaction in one or more financial instruments; advice to undertakings on capital structure, industrial strategy and related matters and advice and services relating to mergers and the purchase of undertakings; foreign exchange services

account, execution of orders on behalf of clients, reception and transmission of orders.

Finally, all persons not included among professional clients and eligible counterparties are classified as “retail clients”. The “retail” category also includes clients applying to be treated as such: as a matter of fact, the categorisation as eligible counterparty or professional client does not prevent the client to enjoy a more protective treatment, in general or for individual transactions. Obtaining a different status is subject to the consent of the investment firm.

Retail clients enjoy the highest level of protection pursuant to the MiFID. Directive 2004/39/EC specifies that, within a reasonable time before the service is provided, the investment firm must spell out for the retail client all the terms of service, together with a set of information about the investment firm and its services, the nature and risks of its financial products, the instruments designed to protect the client's instruments and funds, and all the costs and charges for the service.

On the contrary, professional clients have to be provided with information exclusively regarding the nature and risks of the products and services on offer, the protection of the client's financial instruments and funds, the existence and terms of any rights of guarantee or privilege that the investment company has or could have on its financial instruments or funds.

Before providing investment advice and portfolio management services, the investment firm must acquire from the retail client all information useful for a “suitability” assessment. If the service is other than investment advice or portfolio management, the investment firm will ask the client for information only about his knowledge and experience of the specific product or service recommended or requested (“appropriateness” assessment).

When the counterparty is a professional client, the presumption pursuant to the MiFID is that it has the necessary knowledge and experience to understand the inherent risks of products, transactions, and services in relation to which it is

where these are connected to the provision of investment services; investment research and financial analysis; services related to underwriting (Section B).

categorised as a professional client. Applicable to such services, the investment firm may omit the appropriateness assessment. If the financial service in question consists of investment advice, the investment firm has the right to presume that the professional client is financially capable of sustaining any risk connected to it and compatible with its investment objectives. Hence the suitability assessment will be simpler than the one conducted for a retail client.

Some of the MiFID rules on retail and professional client protection do not apply to eligible counterparties. In detail, when providing to such counterparties the services of dealing on own account, execution of orders on behalf of clients, and reception and transmission of orders, investment firms are not required to comply with the obligations pursuant to articles 19, 21, and 22(1) of Directive 2004/39/EC, which deal respectively with the general rules of conduct to follow when providing services, the obligation of executing orders at the most favourable conditions, and the obligation of applying procedures that ensure rapid and efficient order execution.

Investment firms' organisational requirements

As already mentioned, among MiFID's objectives is to introduce minimum organisational requirements for investment firms.

The Directive features a principle-based framework, setting general objectives and minimum requirements, and leaving investment firms the freedom to autonomously structure their organisational models. Hence the organisational and control set-up must be proportional to the type, size, and complexity of firm's operations, as well as the type and range of services offered (so-called "proportionality principle").

The provisions on organisational requirements are contained in article 13 of Directive 2004/39/EC and detailed in Title II, Chapter 1 of Directive 2007/69/EC.

In short, these provisions set out investment firms' obligations regarding general organisational requirements, compliance, risk management, internal audit, and the responsibility of senior management. They also define guidelines for establishing sound policies and procedures to ensure accurate and regular provision of services;

monitor compliance with regulation; prevent conflict of interests; regulate personal transactions. Finally, they define conditions for outsourcing essential / important functions and mitigating related risks.

The transposition of MiFID into Italian legislation

Passage of Law Decree¹⁷ September 2007, no. 164, started the process of transposing the MiFID into Italian legislation, adding a series of significant amendments to the Consolidated Law on Financial Intermediation (Testo Unico della Finanza, TUF). The Decree came into effect on 1 November 2007.

On 29 October 2007, after a market consultation, the Italian Securities and Exchange Commission (CONSOB) introduced pertinent amendments to Regulation no. 16190 ("Regolamento Intermediari") and Regulation no. 16191 ("Regolamento Mercati"). At the same time, the CONSOB and the Bank of Italy jointly published the "Regulations on the organisation and procedures of investment firms" (so-called "Regolamento congiunto" or "Joint Regulation").

In pursuit of the objective of reducing fragmentation risks to a minimum and to ensure effective parity of treatment among all investment companies operating in the European market, Italy's reception laws and regulations show very little deviations from the EU legislation.

Assessment and review process

Pursuant to EU legislation, the European Commission should periodically review the MiFID and its application provisions: see article 65, paragraphs 2, 3, and 4, of Directive 2004/39/EC; article 44, paragraph 5, and article 51, paragraph 5, of Directive 2006/73/EC; and article 40 of Regulation 1287/2006/EC.

Starting in 2008, the CESR started checking several aspects of the Directive's effectiveness, publishing, together with the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) a report "CESR/CEBS's technical advice to the European Commission on the review of commodities business" (CESR/08-752 and CEBS 2008 152 rev., 15 October 2008). Then in June 2009, the CESR published an

assessment report on the Directive's impact on the functioning of secondary markets ("CESR's assessment on the impact of the Markets in Financial Instruments Directive - MiFID - on the functioning of equity secondary markets", CESR/09-355), and another report on the transparency of corporate bond, structured finance products, and credit derivatives markets ("Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets", CESR/09-348).

In the same year, the Commission begun work ahead of the review of other aspects of the Directive. In July 2010, the CESR published a first set of technical reports on equity markets ("CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - Equity Markets", CESR/10-802), the transparency of non-equity markets ("CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Non-equity Markets Transparency", CESR/10-799), transaction reporting requirements ("CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Transaction Reporting", CESR/10-808), and on investor protection ("CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - Investor Protection and Intermediaries", CESR/10-859). It also published responses to questions that the European Commission addressed to the Committee regarding the Directive review process ("CESR's Responses to Questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID" - CESR/10-860).

A second set of technical reports was released by the CESR on 13 October 2010, addressing issues of standardisation and organisation of over-the-counter derivatives trading ("CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives" - CESR/10-1096), post-trade transparency standards for the equity market ("CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets: Post Trade Transparency Standards" - CESR/10-882), and client categorisation ("CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - Client Categorisation" - CESR/10-

1040). It also published a second set of answers to questions posed by the European Commission ("CESR's Responses to Questions 1-14 and 19 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID" - CESR/10-1254).

In 2011, the European Commission should submit a draft revision of Directive 2004/39/EC, to be passed by year-end. Revision of Directive 2006/79/EC is scheduled for 2012.

Link:

CESR: <http://www.cesr-eu.org/>

CEBS: <http://www.c-ebs.org/>

CONSOB: <http://www.consob.it/>

MODELLO NEO-KEYNESIANO DINAMICO

Salvatore NISTICO¹

Il modello Neo-Keynesiano Dinamico (DNK) rappresenta, ad oggi, la struttura teorica di riferimento per l'analisi della **politica monetaria**. Da un punto di vista filosofico e metodologico, esso raggiunge la sintesi tra la Nuova Macroeconomia Classica e la scuola Keynesiana.

La Nuova Macroeconomia Classica aveva costituito una rivoluzione per la moderna macroeconomia, proponendo una nuova classe di modelli in grado, da un punto di vista metodologico, di superare la critica di Lucas ai modelli econometrici in forma ridotta, che erano stati popolari fino agli anni '70². A questo scopo, questa nuova classe di modelli introduce tre caratteristiche principali. In primo luogo, piuttosto che postulare equazioni comportamentali che descrivano le relazioni tra variabili aggregate, questi modelli le derivano da principi primi, come soluzione dei problemi di ottimizzazione intertemporale che affrontano gli agenti economici, come famiglie e imprese.³ In secondo luogo, questa nuova classe di modelli sostituisce le tante, e spesso ad hoc, ipotesi circa la formazione delle aspettative, con il nuovo e rigoroso paradigma delle **Aspettative Razionali**, secondo cui gli agenti economici formano le proprie aspettative circa il futuro usando in maniera efficiente tutte le informazioni disponibili. In terzo luogo, l'attenzione si sposta da modelli di equilibrio "parziale" a

¹Salvatore Nisticò è Professore Associato di Economia Politica presso la Facoltà di Scienze Politiche, Sociali e della Comunicazione dell'Università di Roma "La Sapienza" e Docente di Money and Banking presso la Facoltà di Economia della LUISS Guido Carli.

²"Given that the structure of an econometric model consists of optimal decision rules of economic agents, and that optimal decision rules vary systematically with changes in the structure of series relevant to the decision maker, it follows that any change in policy will systematically alter the structure of econometric models" (Lucas, 1976, p. 41): un modello econometrico in forma ridotta è inutile per inferire gli effetti di un cambiamento nella politica economica, perché i parametri del modello, condizionatamente ai quali si opera l'inferenza, sono a loro volta dipendenti dalla politica economica.

³In questo senso questi modelli superano la critica di Lucas: visto che i parametri del modello sono legati a principi primitivi come le preferenze o la tecnologia, essi sono indipendenti dalla politica economica, e consentono di essere utilizzati affidabilmente per prevedere gli effetti di cambiamenti in quest'ultima.

modelli di equilibrio "generale". Il prototipo di riferimento di questa nuova classe di modelli è il modello del ciclo economico reale (Real Business Cycle, RBC). Da un punto di vista concettuale, questo nuovo filone della letteratura si basa sulle idee della scuola Classica, che i mercati sono privi di frizioni e raggiungono sempre un equilibrio, che tutti i fattori di produzione sono usati in ogni momento, completamente e in maniera efficiente, e che la moneta è neutrale. In conseguenza di ciò, la principale conclusione dei modelli RBC è che le fluttuazioni cicliche sono causate principalmente da cambiamenti nella produttività dei fattori, e riflettono la risposta dinamica ed efficiente di un'economia senza imperfezioni. Non c'è quindi nessun ruolo per politiche di stabilizzazione.

La scuola di pensiero Keynesiana, d'altro canto, spinge l'idea che l'esistenza di frizioni nominali e reali possa impedire al sistema di raggiungere un equilibrio di pieno impiego nel breve periodo, e possa invece farlo convergere a un equilibrio sub-ottimale ed inefficiente. In un'economia siffatta, le fluttuazioni cicliche possono essere influenzate e amplificate dalle rigidità nominali e reali che la caratterizzano, e queste ultime assegnano quindi alla politica monetaria un ruolo centrale per la definizione del livello di equilibrio delle variabili reali (come nel modello IS-LM di base).

Il modello DNK combina questa visione filosofica del sistema economico con l'impostazione metodologica della struttura RBC. Per questa ragione, la letteratura spesso parla del modello DNK come della Nuova Sintesi Neoclassica (con un processo analogo, la "vecchia" Sintesi Neoclassica degli anni '50 aveva generato il modello IS-LM).

Con il modello RBC, quindi, il modello DNK condivide il cuore metodologico: un modello economico Dinamico, Stocastico, di Equilibrio Generale (DSGE) in cui il lato della domanda è caratterizzato dal comportamento ottimale di famiglie che scelgono il proprio profilo intertemporale di consumo e tempo libero in modo da massimizzare la propria utilità (lungo un orizzonte di pianificazione infinito) compatibilmente con un vincolo di bilancio intertemporale, e il lato dell'offerta è descritto dal comportamento ottimale di un *continuum* di imprese, che adoperano una tecnologia di produzione

comune e interagiscono con le famiglie sui mercati dei fattori produttivi. Sia le famiglie che le imprese formano le proprie aspettative in maniera razionale. Su questa struttura metodologica di base, il modello DNK innesta una serie di caratteristiche tipiche della scuola di pensiero Keynesiana: concorrenza imperfetta e rigidità nominali. Diversamente dal modello RBC, quindi, le imprese non operano in regime di concorrenza pura, come *price-takers*. Al contrario, nel modello DNK esiste un insieme di beni differenziati, e ogni impresa che produce un particolare tipo di bene può beneficiare di un certo grado di potere di mercato, e decide il prezzo di vendita del bene, in maniera tale da massimizzare il flusso scontato dei profitti presenti e futuri. Inoltre, nella fissazione del prezzo, le imprese sono soggette a rigidità nominali (nella forma di vincoli sulla frequenza di aggiustamento o di costi di aggiustamento) che, di fatto, impediscono che il livello generale dei prezzi risponda in maniera flessibile agli shock che colpiscono l'economia. Di conseguenza, variazioni nel tasso d'interesse nominale non si traducono in variazioni equivalenti del tasso d'inflazione, generando fluttuazioni nel tasso d'interesse reale e quindi non-neutralità della politica monetaria.

Queste ipotesi aggiuntive rendono il modello DNK profondamente diverso dal modello RBC, in termini d'implicazioni sia positive che normative. Da un punto di vista positivo, le rigidità nominali agiscono da meccanismo di amplificazione, che rendono inefficiente la risposta dinamica dell'economia a shock strutturali, diversamente dal caso RBC, in cui le fluttuazioni sono efficienti. Da un punto di vista normativo, inoltre, queste inefficienze consegnano un ruolo per le politiche economiche (e monetarie in particolare) di stabilizzazione del ciclo. Il modello DNK, pertanto, ripropone le principali conclusioni del modello IS-LM-AS di base, all'interno di una struttura dinamica e micro-fondata, in cui la domanda e l'offerta aggregata non sono semplicemente postulate, ma derivate come conseguenza diretta del comportamento microeconomico ottimale di famiglie e imprese.

Struttura del modello

Il modello DNK, nella sua formulazione di base che assume uno stock di capitale fisico costante e astrae dalla **politica fiscale**, si compone di tre blocchi principali, che rappresentano le tre classi di agenti che interagiscono nell'economia. Il primo blocco descrive il lato della domanda, e consiste di una famiglia rappresentativa, il cui orizzonte di pianificazione è infinito. La famiglia consuma un paniere di tutti i beni differenziati prodotti nell'economia

$$C_t \equiv \left(\int_0^1 C_t(i)^{1-1/\varepsilon} di \right)^{\varepsilon} \quad (1)$$

Dove $\varepsilon > 1$ misura l'elasticità di sostituzione tra due qualsiasi dei beni prodotti, e questi ultimi sono identificati dall'indice $i \in [0, 1]$. Questa differenziazione è la prima deviazione del modello dalla struttura RBC, e implica un potere monopolistico per le imprese che producono tali beni. Al limite, quando $i \in [0, 1]$ va a infinito, questa differenziazione si azzerava, ogni tipo di bene diventa un perfetto sostituto degli altri, e la forma di mercato converge alla concorrenza pura.

La famiglia sceglie quanto consumare, risparmiare e lavorare, in modo da massimizzare il flusso atteso scontato dell'utilità derivante dal consumo e dal tempo libero, lungo un orizzonte infinito e compatibilmente con il proprio vincolo di bilancio intertemporale. Dal punto di vista formale, il problema può essere espresso come

$$\max_{\{C_t(i), N_t, B_t\}_{t=0, \infty}} E_0 \left\{ \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(C_t, N_t) \right\}$$

tale che valga

$$\int_0^1 P_t(i) C_t(i) di + B_t \leq W_t N_t + (1+r_{t-1}) B_{t-1} + D_t \quad (2)$$

per ogni $t > 0$, che il consumo aggregato rispetti l'equazione (1) e sia garantita la solvibilità asintotica. Nella formulazione sopra, E_0 denota l'operatore aspettativa razionale condizionatamente alle informazioni disponibili al tempo $t=0$, β è il fattore di sconto deterministico, C_t il livello di consumo reale domandato al tempo t , N_t l'ammontare di ore di lavoro offerte, $P_t(i)$ il prezzo del bene di consumo di tipo -

i , P_t il livello aggregato dei prezzi, B_t un'obbligazione priva di rischio a maturità un periodo, in cui la famiglia investe il proprio risparmio, r_{t-1} il tasso di rendimento nominale di questa obbligazione tra $t-1$ e t , W_t il salario orario nominale e D_t i profitti nominale prodotti e distribuiti dalle imprese monopolistiche.

La formulazione sopra si compone di due problemi di ottimizzazione distinti: il primo intra-temporale e il secondo inter-temporale. Il problema intra-temporale riguarda la combinazione ottimale di beni differenziati $C_t(i)$ per ogni dato livello aggregato di consumo C_t , in ogni periodo. La soluzione di questo problema implica, come condizioni di equilibrio, una curva di domanda per ogni tipologia di bene differenziato i , come funzione decrescente del proprio prezzo relativo

$$C_t(i) = \left(\frac{P_t(i)}{P_t} \right)^{-\varepsilon} C_t \quad (3)$$

che evidenzia l'interpretazione di ε come elasticità della domanda al prezzo; e il livello generale dei prezzi

$$P_t = \left(\int_0^1 P_t(i)^{1-\varepsilon} di \right)^{\frac{1}{1-\varepsilon}} \quad (4)$$

Il problema inter-temporale, invece, riguarda la scelta ottima di quanto consumare oggi e quanto risparmiare per il consumo futuro e la simultanea scelta tra quanto lavorare per finanziare il consumo e quanto beneficiare di tempo libero. La soluzione a questo problema implica due condizioni di equilibrio aggiuntive, che determinano l'evoluzione dinamica del consumo aggregato e il livello di equilibrio delle ore lavorate. In particolare, la scelta consumo-risparmio ottimale richiede l'uguaglianza tra il costo marginale (in termini di utilità) di rinunciare a una unità di bene di consumo oggi per risparmiare, e il beneficio marginale atteso scontato (in termini di utilità) di consumare domani il rendimento del risparmio:

$$U_{C,t} = \beta(1+r_t)E_t \left\{ U_{C,t+1} \frac{P_t}{P_{t+1}} \right\} \quad (5)$$

in cui $U_{C,t}$ denota l'utilità marginale del consumo al tempo t . A sua volta, la scelta consumo-tempo libero, per essere ottimale, richiede l'uguaglianza tra il Saggio

Marginale di Sostituzione (SMS) tra consumo e tempo libero, e il loro prezzo relativo (dove W_t misura il costo-opportunità di scegliere un'ora in più di tempo libero, in termini di salario orario cui si rinuncia):

$$-\frac{U_{N_t}}{U_{C_t}} = \frac{W_t}{P_t} \quad (6)$$

L'equazione (6) implica la curva di offerta di lavoro, che determina il livello ottimale di ore lavorate al tempo t , dato il salario orario reale nello stesso periodo e il livello di consumo desiderato. La forma funzionale dell'utilità U è tipicamente assunta "isoelastica"

$$U(C_t, N_t) = \frac{C_t^{1-\sigma}}{1-\sigma} - \frac{N_t^{1+\varphi}}{1+\varphi} \quad (7)$$

nel senso che l'elasticità di sostituzione intertemporale del consumo ($1/\sigma$) e l'elasticità di Frisch dell'offerta di lavoro ($1/\varphi$) sono parametri primitivi costanti.

Il secondo blocco del modello descrive il lato dell'offerta, e consiste di un continuum di imprese, identificate dall'indice $i \in [0, 1]$, ciascuna delle quali produce un bene differenziato utilizzando il solo fattore lavoro, secondo una tecnologia a Rendimenti Costanti di Scala (CRS) del tipo

$$Y_t(i) = A_t N_t(i) \quad (8)$$

in cui A_t è un indice di produttività aggregata, che evolve seguendo un processo stocastico log-stazionario:

$$A_t = A_{t-1} e^{\rho_a \varepsilon_t} \quad (9)$$

Ciascuna impresa sceglie l'ammontare ottimale di fattore lavoro da impiegare in ogni periodo, che, data la specificazione della tecnologia nell'equazione (8), richiede che i costi marginali reali uguaglino il salario reale per unità di efficienza (e siano quindi comuni per tutte le imprese):

$$MC_t(i) = \frac{W_t}{A_t P_t} = MC_t \quad (10)$$

Il problema di ogni impresa i è di fissare il prezzo cui vendere il bene differenziato che produce, compatibilmente con due vincoli. Il primo è dato dalla domanda del proprio bene che deriva dalle famiglie, come implicato dall'equazione (3). Il secondo vincolo riguarda la frequenza di aggiustamento dei prezzi. Ogni impresa, infatti, può fissare il prezzo in maniera ottimale secondo una regola stocastica e time-independent: in ogni periodo, ed indipendentemente da quello che è successo nei periodi precedenti, ogni impresa ha la possibilità di fissare il prezzo in maniera ottimale con probabilità $1-\theta$, mentre con probabilità θ è costretta a lasciare il prezzo invariato⁴. Per la legge dei grandi numeri, pertanto, in ogni periodo t un insieme di massa θ di imprese percepirà per i propri prodotti lo stesso prezzo del periodo precedente, mentre un insieme di massa $1-\theta$ potrà fissare il prezzo in maniera ottimale. In conseguenza di ciò, il livello aggregato dei prezzi (4) può essere espresso nella forma semplificata

$$P_t \equiv \left[\theta P_{t-1}^{1-\tau} + (1-\theta)(P_t^o)^{1-\tau} \right]^{\frac{1}{1-\tau}} \quad (11)$$

Questo meccanismo di fissazione del prezzo implica un grado di vischiosità del livello generale dei prezzi proporzionale a θ , nel senso che ogni perturbazione aggregata inattesa, che richiederebbe una variazione nei prezzi come risposta ottimale da parte di tutte le imprese, è seguita da una variazione effettiva soltanto per un sottoinsieme di massa $1-\theta$ di loro, mentre tutte le altre saranno costrette a rispondere variando il livello di produzione. Quest'asimmetria nella risposta delle imprese a perturbazioni aggregate modifica in modo inefficiente l'allocazione delle risorse tra i settori che aggiustano i prezzi e quelli che aggiustano le quantità, e rappresenta l'origine dei costi sociali dell'inflazione in questo modello⁵.

⁴Questa formulazione è stata introdotta da Calvo (1983), da cui il termine "Calvo rule".

⁵Un modo alternativo di introdurre rigidità nominali in modelli del genere è stata proposta da Rotemberg (1982), ed è basato sull'ipotesi che tutte le imprese possano fissare il prezzo in maniera ottimale in ogni periodo, ma nel fare ciò ciascuna di esse debba sostenere un costo per modificare i "listini", proporzionale all'aggiustamento effettivo. Nonostante la simmetria che questa specificazione implica, tuttavia, può essere dimostrato che le sue implicazioni positive e normative, in questa versione di base del modello DNK, sono equivalenti a quelle della "Calvo rule" (si veda, per esempio, Nisticò 2007).

Quando un'impresa si trova nella possibilità di fissare il prezzo in maniera ottimale, terrà in considerazione il fatto che per altri k periodi dovrà mantenere il prezzo inalterato, con probabilità θ^k . Questa caratteristica del meccanismo di fissazione dei prezzi rende il problema della singola impresa un problema dinamico, perché il prezzo ottimale sarà fissato in maniera tale da massimizzare non solo i profitti correnti, ma piuttosto il valore atteso scontato dell'intero flusso di profitti futuri.

Formalmente, il problema di una generica impresa che fissa il prezzo al tempo t è:

$$\max_{P_t^o(i)} E_t \left\{ \sum_{k=0}^{\infty} \theta^k \Lambda_{t,t+k} \left[\frac{P_t^o(i)}{P_{t+k}} - MC_{t+k} \right] Y_{t,t+k}(i) \right\} \quad (12)$$

tale che

$$Y_{t,t+k}(i) = \left(\frac{P_t^o(i)}{P_{t+k}} \right)^{-\varepsilon} Y_{t+k} \quad (13)$$

i costi marginali reali rispettano l'equazione (10), e

$$\Lambda_{t,t+k} \equiv \beta^k \frac{U_{C,t+k}}{U_{C,t}} \quad (14)$$

denota il Saggio Marginale di Sostituzione Intertemporale (SMSI) del consumo, a cui le famiglie (che sono i proprietari ultimi delle imprese) scontando i flussi di cassa futuri. La soluzione di tale problema implica che tutte le imprese che hanno la possibilità di fissare il proprio prezzo al tempo t sceglieranno lo stesso livello

$$P_t^o = (1 + \mu) E_t \left\{ \sum_{k=0}^{\infty} \omega_{t,t+k} P_{t+k} MC_{t+k} \right\} \quad (15)$$

in cui $\mu = 1/(\varepsilon - 1)$ è il markup medio che ogni impresa applica ai costi marginali come conseguenza del proprio potere di mercato, e $\omega_{t,t+k}$ sono pesi temporali (decrescenti in k) che riflettono quanto le imprese scontano i flussi di cassa futuri. L'equazione (15), pertanto, implica che il prezzo ottimale per un'impresa che ha la possibilità di fissare il prezzo, è pari a un markup costante applicato ad una media ponderata dei costi marginali correnti e futuri (attesi). Nel caso limite di prezzi pienamente flessibili (quanto $\theta=0$), tutte le imprese possono fissare il prezzo in maniera ottimale in ogni periodo, e quindi solo i costi marginali correnti sono rilevanti per le scelte di prezzo:

$$P_t^o = (1+\mu)P_t MC_t \quad (16)$$

Il terzo e ultimo blocco descrive il comportamento delle autorità di politica monetaria. Nella specificazione senza moneta adottata in questa presentazione, la politica monetaria è tipicamente definita come il controllo diretto, da parte della Banca Centrale, del tasso d'interesse di breve periodo, secondo una regola di *feedback* del tipo

$$(1+r_t) = (1+rr)(1+\pi_t)^{\phi_\pi} \left(\frac{Y_t}{Y_t^*} \right)^{\phi_y} e^{u_{m,t}} \quad (17)$$

Questa specificazione della politica monetaria, proposta originariamente da Taylor (1993), implica che il tasso di interesse nominale al tempo t viene aumentato oltre il suo livello di lungo periodo rr , ogniquale volta il tasso d'inflazione o il livello di prodotto reale osservati sono più alti dei rispettivi obiettivi che la **Banca Centrale** si pone (rispettivamente 0 e Y_t^*), o per effetto di qualche altro obiettivo non esplicitamente descritto nel modello ($u_{m,t}$), e ϕ_π , ϕ_y sono i coefficienti di risposta, che misurano il grado di aggressività della politica monetaria verso il raggiungimento dei propri obiettivi.

Equilibrio e Implicazioni

Il modello descritto finora, in assenza di perturbazioni esogene al livello di produttività del lavoro, converge a un equilibrio deterministico di lungo periodo, in cui il livello del tasso d'interesse reale è legato al fattore di sconto temporale ($1+rr = 1/\beta$) e il livello del prodotto reale è legato all'indice di produttività

$$Y = \left(\frac{A^{1+\varphi}}{1+\mu} \right)^{1/(\sigma+\varphi)} < Y^* = A^{\frac{1+\varphi}{\sigma+\varphi}} \quad (18)$$

La prima implicazione del modello DNK è nella disuguaglianza (18). L'esistenza di una distorsione reale statica, dovuta alla concorrenza imperfetta, implica un livello di equilibrio del prodotto reale inefficiente. Infatti, l'equivalente modello RBC della specificazione usata in questa presentazione, che emerge quando $\mu=\theta=0$, implica

un livello di prodotto reale più alto, Y_t^* , come diretta conseguenza della concorrenza pura.

Da un punto di vista dinamico, invece, le implicazioni del modello DNK riflettono la seconda distorsione, dinamica: le rigidità nominali. Queste implicazioni possono essere analizzate nel dettaglio utilizzando un'approssimazione del primo ordine delle condizioni di equilibrio derivate in precedenza, che consente di ridurre il modello dell'economia ad un sistema di cinque equazioni lineari stocastiche, in cui variabili in minuscola denotano deviazioni logaritmiche dai rispettivi valori di lungo periodo. Il lato della domanda è descritto dall'equazione di Eulero (5) e dal vincolo delle risorse aggregato, che impone l'uguaglianza tra consumo aggregato e prodotto, dal momento che stiamo astraendo dalla spesa pubblica:

$$y_t = E_t y_{t+1} - \frac{1}{\sigma} (r_t - E_t \pi_{t+1} - rr) \quad (19)$$

L'equazione sopra è talvolta definita Curva IS dinamica stocastica, in quanto essa implica una relazione inversa tra prodotto e tasso d'interesse analoga alla Curva IS statica protagonista della Sintesi Neoclassica degli anni '50, discussa in tutti i manuali universitari di macroeconomia. Val la pena, tuttavia, di sottolineare una importante differenza tra le due. Mentre nella Curva IS statica l'impatto negativo del tasso d'interesse sul prodotto è innescato dall'effetto restrittivo sugli investimenti, nel caso del modello DNK l'effetto negativo opera attraverso la sostituzione intertemporale del consumo: un tasso d'interesse più alto rende più conveniente consumare meno oggi, risparmiare di più e rimandare il consumo al futuro.

Il lato dell'offerta è descritto dalla funzione di produzione aggregata, ottenuta aggregando l'equazione (8); dall'equilibrio nel mercato del lavoro, equazioni (6) e (10); dalla regola di fissazione del prezzo delle imprese, equazioni (11) e (15). Combinate, queste equazioni implicano la Curva di Phillips Neo-Keynesiana (NKPC) di breve periodo, che descrive la dinamica di equilibrio del tasso d'inflazione:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \kappa (y_t - y_t^*) + v_t, \quad (20)$$

in cui il parametro k è definito da $k=(1-\theta)(1-\theta\beta)(\sigma+\varphi)/\theta$ e lo shock stocastico aggiuntivo v_t cattura shock inflazionistici da costi.⁶ La terza equazione descrive il comportamento della Banca Centrale

$$r_t = rr + \phi_x \pi_t + \phi_y (y_t - y_t^*) + u_{mx} \quad (21)$$

la quarta definisce il livello obiettivo per il prodotto reale, corrispondente al livello di equilibrio prevalente in assenza di frizioni (cioè quando $\mu=\theta=0$),

$$y_t^* = \frac{1+\varphi}{\sigma+\varphi} a_t \quad (22)$$

e l'ultima descrive l'evoluzione dinamica dell'indice di produttività:

$$a_t = \rho a_{t-1} + u_{ax} \quad (23)$$

Le principali implicazioni del modello DNK, pur nella versione di "scala ridotta" discussa in questa presentazione, sono radicalmente diverse da quelle della corrispondente versione RBC. In quest'ultima, fluttuazioni nel prodotto reale sono proporzionali all'evoluzione dinamica del solo indice di produttività, come implicato dall'equazione (22), e sono pertanto efficienti. La politica monetaria, pertanto, è completamente inefficace e la Curva di Phillips è verticale. Il sistema economico, in questo caso, si riduce alle equazioni (22) e (23), e dalla (19), da cui discende, data la (22), la dinamica del tasso d'interesse. Nella specificazione (più generale) DNK, tuttavia, la presenza di concorrenza monopolistica e rigidità nominali producono una serie di deviazioni dalle implicazioni del modello RBC. Innanzitutto, la dinamica del prodotto reale sono, in questo caso, il risultato di un meccanismo amplificativo innescato dalle rigidità nominali, attraverso l'interazione tra la NKPC, la Curva IS dinamica stocastica, e la regola di politica monetaria. Secondo, la NKPC assume una pendenza positiva, e implica un *trade-off* di breve periodo tra stabilizzazione del prodotto e stabilizzazione del tasso d'inflazione. Terzo, la dinamica del livello dei prezzi è vischiosa, e dipende principalmente dalle deviazioni del prodotto reale dal

⁶In questa presentazione questo termine è stato aggiunto *ad hoc*. Ciononostante, esso può essere facilmente derivato dalla struttura sottostante l'economia, ad esempio assumendo un'elasticità della domanda dei beni differenziati al loro prezzo (ϵ) che varia nel tempo.

suo livello corrispondente all'equilibrio privo di frizioni. Quarto, la politica monetaria, attraverso variazioni del tasso d'interesse nominale e reale, e i loro effetti di ripercussione sul consumo, è capace di esercitare effetti reali sul livello di attività economica aggregata, tanto di più quanto più vischiosi sono i prezzi al consumo.

Bibliografia

Calvo, G. A., (1983). "Staggered prices in a utility-maximizing frame work". *Journal of Monetary Economics*, 12 (3).

Clarida, R., J. Galí and M. Gertler, (1999). "The science of monetary policy: a new Keynesian perspective". *Journal of Economic Literature*, 37 (4).

Galí, J., (2003). "New Perspectives on Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle". In: Dewatripont, M., Hansen, L., Turnovsky, S. (Eds.), *Advances in Economic Theory*, vol. III. Cambridge University Press.

Galí, J., (2008). *Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle*, Princeton University Press, Princeton.

Goodfriend, M. and R. King, (1997) "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy". In: Bernanke, B. and J. Rotemberg (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1997*, MIT Press.

Long, J. B. and C. Plosser. (1983) "Real Business Cycles." *The Journal of Political Economy*, 91 (1).

Lucas, Robert (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", in Brunner, K.; Meltzer, A., *The Phillips Curve and Labor Markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1.

Nisticò, S., (2007). "The Welfare Loss from Unstable Inflation". *Economics Letters*, 96.

Rotemberg, J.J., (1982). "Sticky Prices in the United States". *The Journal of Political Economy*, 90 (6).

Woodford, M., (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.

SERGIO PARONETTO

Giovanni FARESE¹

Sergio Paronetto (1911-1945), economista, manager industriale, scienziato sociale. P. nasce a Morbegno (Sondrio) nel 1911. Frequenta l'intero ciclo scolastico a Ivrea. Viene premiato con un viaggio in Ungheria, destinato agli 80 migliori studenti d'Italia: vi contrae una malattia reumatica che, ledendo il cuore, compromette nel tempo la sua salute. Si iscrive alla Facoltà di Scienze Politiche di Roma, istituita nel 1925. Raccoglie le *Lezioni di Storia delle colonie e politica coloniale* di Camillo Manfroni (1863-1935), pubblicate a Roma nel 1930. Si forma negli ambienti della Federazione Universitaria Cattolica Italiana (FUCI), fondata nel 1896 e diretta, a partire dal 1925, da Giovanni Battista Montini (1897-1978), futuro Paolo VI, e dall'avvocato Igino Righetti (1904-1939), rispettivamente assistente ecclesiastico e presidente dell'organizzazione. La rivista «Studium» – espressione dell'omonima casa editrice fondata nel 1927 da Montini e Righetti con l'obiettivo di contribuire alla formazione di una coscienza etica nei giovani in vista dell'impegno nelle professioni – accoglie i primi scritti di P.: *Ambiente e metodo nelle scienze sociali* (1930), *Il pensiero sociale cattolico in rapporto alla Rerum Novarum* (1931) e *Le celebrazioni del quarantesimo della Rerum Novarum* (1931). Nel 1931 subisce all'Università un'aggressione da parte di elementi fascisti, che intendono strappargli dal petto il distintivo della FUCI. Le lesioni riportate saranno permanenti. Nel 1932 si laurea con una tesi in Storia economica (argomento: dogane e dazi negli Stati pre-unitari). Relatori sono Alberto De' Stefani (1879-1969) e Gioacchino Volpe (1876-1971). Medita sulle forme assunte dall'intervento dello Stato in economia in Europa e negli Stati Uniti: scrive, su «Azione Fucina», *Roosevelt il demiurgo* (1933). Nella FUCI P. aiuta Giulio Pastore (1902-1969), sindacalista cattolico, dopo l'annichilimento dei sindacati

¹Giovanni Farese è ricercatore presso la Facoltà di Economia dell'Università Europea di Roma, nelle Facoltà di Economia e di Scienze Storiche. Insegna Storia e teoria dello sviluppo economico presso la Facoltà di Economia della LUISS Guido Carli. Dal 2005 è Editorial Assistant delle riviste "The Journal of European Economic History", "Economia italiana", "Review of Economic Conditions in Italy", edite da UniCredit Group.

operato dal regime fascista, negli anni precedenti al passaggio di Pastore in clandestinità.

Il 1934 è per P. l'anno dell'immersione dal 'sistema-scienza' al 'sistema-azienda'. Su segnalazione di Pasquale Saraceno (1903-1991), anch'egli di Morbegno, entra all'**IRI**, sorto nel 1933. Capo della segreteria tecnica dell'Istituto alle dirette dipendenze del direttore generale Donato Menichella (1896-1984), P. dà un contributo assai apprezzato alla ristrutturazione delle banche di interesse nazionale (1934-1936), alla redazione della **legge bancaria** (1936), alla costituzione delle *holding* di settore Finmare (1936) e Finsider (1937), alla trasformazione dell'IRI in ente permanente (1937). Scrive le *Note sull'attività dell'IRI nel momento attuale in rapporto alla sua struttura e alla sua organizzazione* (1937). Si dedica alla conoscenza-valutazione-diagnosi dei problemi del sistema economico italiano nell'ottica di una strategia-Paese. Il problema cruciale è per P. l'accumulazione di capitale: come avviare, mantenere e rilanciare nel tempo tale processo in Italia. La possibilità di dare continuità e perfettibilità al processo di accumulazione è affidata agli istituti, intesi come 'pensiero istituzionalizzato': ordinamenti, leggi, istituzioni, programmi, piani economici. L'obiettivo, lungo la linea Nitti-Beneduce-Menichella-Carli, è l'allentamento del vincolo esterno; ma l'opzione fondamentale è la forma complessiva del sistema, la sua coesione, la sua efficienza. Lavora con il top della dirigenza IRI: il presidente Alberto Beneduce (1877-1944), il vice presidente Francesco Giordani (1896-1961), consulenti esterni quali Alfredo De Gregorio (1881-1979), giurista esperto di industria, ed Ezio Vanoni (1903-1956), economista, futuro ministro, anch'egli di Morbegno. È soprattutto con Menichella e Saraceno che opera: P. "studia", Saraceno "vede", Menichella "fa" – scrive P. in quegli anni. Favorisce, su insistenza di Montini, l'ingresso nell'IRI del giovane Guido Carli (1914-1993). Svolge una preziosa funzione di *ponte* tra ambienti e tradizioni differenti: quella radical-massonico-nittiana, da una parte, e quella cattolica, dall'altra. I due magisteri in cui si riconosce – e di cui egli coglie la vena inesauribile – sono quello di Menichella (economia) e quello di Montini (filosofia).

A partire dal 1940 P. avvia un profondo ripensamento dei presupposti normativi dell'azione umana all'interno del sistema-azienda, misurati con il metro dell'esperienza maturata. L'ingresso dell'Italia in guerra nel giugno del 1940 lo indigna e gli fa sentire il peso della libertà come responsabilità. Tanto più forte in chi come lui si sente, forse per difetto, 'uomo d'azione' (*Ascetica dell'uomo d'azione* è il titolo delle sue memorie, pubblicate postume da Studium, nel 1948, con prefazione di Montini). Il mutamento è evidente nella sterzata che imprime agli scritti pubblicati su «Studium» a partire dal 1940. Si tratta di un corpus unitario di scritti, ispirati a una visione originale d'impegno nel mondo moderno per chi sia portatore di un'etica cristiana: *Burocrazia e personalità* (1940); *Profilo del banchiere e dell'uomo di finanza* (1940); *Profilo del capo di azienda* (1941); *Morale professionale del cittadino* (1943); *Professione e rivoluzione* (1943); *Lettere al direttore sulla coscienza e la tecnica* (1944). Medita sulle conseguenze della separazione della tecnica dalla morale, dalla politica e dall'economia e sulla sua costituzione in sottosistema auto-propulsivo; coglie l'avvento della società manageriale e mostra interesse per la nascente scienza del *management*; anticipa i temi della necessaria competenza e responsabilità di chi è chiamato a 'fare' (*management* etico), nelle imprese e nelle istituzioni. È legato da profonda amicizia a Guido Gonella (1905-1992), che è il riferimento della stampa vaticana per gli affari italiani. Gonella chiede aiuto a P. per mettere a punto i contenuti economici presenti negli interventi di Pio XI e i concetti di 'giustizia' e 'pace giusta' espressi nei radiomessaggi di Pio XII (1941, 1942).

Il 1943 segna la 'riemersione' di P. dal 'sistema-azienda' al 'sistema-Paese'. Si rivolge a problemi che coinvolgono il riassetto, non solo industriale, del Paese. È l'ideatore ed estensore, *primus inter pares*, del *Codice di Camaldoli* del 1943, una nuova costituzione etica, politica ed economica per il Paese. Nel monastero di Camaldoli (Arezzo), dove si tenevano regolarmente i seminari della FUCI, convergono personalità come Amintore Fanfani (1908-1999), Giorgio La Pira (1904-1977), Aldo Moro (1916-1978), Giuseppe Spataro (1897-1979), Giuseppe Capograssi (1889-1956), Paolo Emilio Taviani (1912-2001), Giulio Andreotti (1919),

Vanoni, Saraceno. Il Codice sarà il riferimento della Democrazia cristiana ai lavori dell'Assemblea Costituente (1946-1947). Il convegno si conclude il 25 luglio 1943: parte da Camaldoli e il 26 sposa a Merano Maria Luisa Valier. La mattina dell'8 settembre 1943 Menichella si reca segretamente a casa di P. con la nomina dello stesso a direttore generale dell'IRI, nomina che questi rifiuta, accontentandosi della vicedirezione generale, purché condivisa con altro dirigente e connessa alla diminuzione dello stipendio. Su espresso mandato di Menichella, mantiene il timone dell'IRI e, specie nell'amara parentesi tra l'8 settembre 1943 e il giugno 1944, contribuisce al salvataggio di tanta parte del patrimonio industriale italiano. Il Commissario dell'IRI nominato dal governo della Repubblica Sociale, Alberto Asquini (1889-1972), insigne giurista, accetta la collaborazione di P., che diviene co-responsabile dell'Ufficio Stralcio di Roma. Dalla sede IRI di Milano, Asquini lavora in sintonia con P. al salvataggio dei cespiti industriali e tecnologici minacciati tanto dai bombardamenti alleati e dalle azioni dei partigiani, quanto dalla volontà dei tedeschi di fare terra bruciata delle capacità produttive non impiegabili subito e direttamente a vantaggio della causa del Reich (le altre vengono anche smontate e trasferite in Germania). Sono entrambi persuasi dell'importanza di pensare al "dopo", anche in un clima non privo di sospetti. P. nasconde nella sua casa romana di Via Reno diversi ricercati da tedeschi e repubblicani, correndo gravi rischi; è in contatto con il capo della Resistenza a Roma, il colonnello Giuseppe Cordero Lanza di Montezemolo (1901-1944), che sarà fucilato dai tedeschi.

Inizia una preziosa opera di *pedagogia*, che consente di pensare una *forma* per l'economia italiana. Presso la sua abitazione romana, svolge negli anni Quaranta preziose e private 'lezioni di economia' per i componenti della futura classe dirigente del Paese, in particolare per Alcide De Gasperi (1881-1954). Gli anni dal 1943 al 1945 sono impiegati a persuadere l'intero futuro vertice del Paese circa l'utilità di mantenere in vita l'IRI e le imprese con capitale partecipato dallo Stato in vista della ricostruzione contro il parere di Luigi Sturzo (1871-1959), della Confindustria e, almeno in un primo momento, degli Stati Uniti; come dell'opportunità di un intervento specifico dello Stato nel Mezzogiorno di sapore rooseveltiano nonché la prospettiva

di fare affidamento su un programma di aiuti organizzato dalle potenze vittoriose al fine anche di consolidare la libertà economica e la democrazia in Italia. L'amico Franco Rodano (1920-1983), che P. riuscirà a convincere in merito all'opportunità di cambiare nome al movimento da lui guidato, da Comunisti Cattolici a Sinistra Cristiana, si fa interprete della stessa esigenza presso Palmiro Togliatti (1893-1964). Negli ultimi tempi P. lavora alla bozza di riforma dell'IRI (il nuovo statuto sarà varato nel 1948). Muore nel 1945, a trentaquattro anni, già considerato un "maestro", non ancora prosciolti dalla falsa accusa di collaborazionismo, cosa che avverrà l'anno successivo. Consistente il debito del Paese nei confronti di P.: modernità e internazionalizzazione dell'approccio all'economia, all'industria e alla finanza della futura classe dirigente (Andreotti, De Gasperi, Fanfani, Gronchi, Gonella, La Pira, Moro, Vanoni, Saraceno, Spataro, Taviani); presenza nella Costituzione repubblicana di principi ispiratori che difficilmente vi sarebbero entrati; postulato di progettualità, e non di amministrazione pubblica, per l'azione diretta dello Stato in economia, necessario per inventare, dopo l'IRI, il futuro intervento straordinario nel Mezzogiorno (1950) e l'ENI di Marcello Boldrini (1890-1969), anch'egli esplicitamente ispirato dai principi di Camaldoli; realtà che, come l'IRI, possono promuovere i mercati, la concorrenza, la libertà economica e, quindi, la democrazia; necessità di dare pratico corso alla inclusività.

Bibliografia

Su Paronetto, M. L. Paronetto Valier (1991), *Sergio Paronetto. Libertà di iniziativa e giustizia sociale*, Edizioni Studium, Roma.

S. Baietti, G. Farese (2011), *Sergio Paronetto. La forma dell'economia italiana*, in corso di pubblicazione, Rubbettino, Soveria Mannelli.

PURCHASING POWER PARITY (PPP)

Lorenzo CARBONARI¹

The *purchasing power parity (PPP)* is a non-arbitrage condition. It states that a basket of identical goods should have the same price, adjusted for exchange rate, across different countries. Although this idea has a history dating back at least to scholars at the University of Salamanca in the XV and XVI centuries, the term *purchasing power parity* was first used by Gustav Cassel (1922, 1928), co-founder of the *Swedish School of Economics* together with Knut Wicksell and David Davidson. In particular, Cassel studied the gold parities of the currencies of WWI participating countries with the specific purpose of estimating the equilibrium exchange rates (Colombo e Lossani, 2003).

Purchasing power parity (PPP) and the law of one price (LOOP)

The *PPP* is a generalization of the *law of one price (LOOP)*. The *LOOP* says that the same good sold in different countries should have the same price when expressed in common currency. In short: if one unit of domestic currency would buy a larger amount of good *x* than would be affordable within the national economy, then it would be profitable to buy *x* abroad and sell it inside, making profits on the difference between the prices. This arbitrage (repeated over time by multiple subjects) implies the convergence of international prices of the goods in object. In the real world *PPP* is not always verified. However this theory provide a benchmark for monitoring exchange rate movements. For example, suppose that, based on the comparison of prices for U.S. and Eurozone, the exchange rate consistent with the *PPP* is equal to 0.85 (euro for one dollar), but that in reality the exchange rate determined on the forex market is 0.75. In this case, it is possible to conclude that the euro is overvalued against the dollar. Over the next few paragraphs we will have

¹Lorenzo Carbonari is Assistant Professor of Economics, University of Rome "Tor Vergata", Faculty of Economics, Italy.

the opportunity to clarify what can determine this discrepancy and how the values of *PPP* can be restored.

Formally, *PPP* implies that:

$$P_t = S_t P_t^* \Rightarrow S = \frac{P_t}{P_t^*} \quad (1)$$

where:

- $P_t = \sum_{j=1}^n \theta_j P_j$ is the price index for the domestic basket of goods (θ_j is the weight of the j -th item in the domestic basket);

- $P_t^* = \sum_{i=1}^n \theta_i^* P_i^*$ is the price index for the foreign basket of goods (θ_i^* is the weight of the i -th item in the foreign basket);

- S_t is the nominal Exchange rate (*NER*) that indicates how much one unit of foreign currency is worth in terms of the domestic one.

Equation (1) defines the so-called *absolute purchasing power parity* to distinguish it from its "soft" version known as *relative purchasing power parity*. Indeed *relative PPP* is said to hold when the rate of depreciation of one currency with respect to another one is proportional to the difference in terms of inflation rates. *Relative PPP* can be defined as follows:

$$cP_t = S_t P_t^* \Rightarrow S = c \frac{P_t}{P_t^*} \quad (2)$$

where c is a positive constant.

Whether that is considered in its absolute version (1) or in its relative version (2), *PPP* theory shows an interesting dynamic relationship between exchange rate and price level. Using the logarithms and differentiating with respect to time yields:

$$\frac{\dot{S}}{S} = \frac{\dot{P}}{P} - \frac{\dot{P}^*}{P^*} \quad (3)$$

where:

- $\frac{\dot{S}}{S}$ is the nominal depreciation rate;

$\frac{\dot{P}}{P}$
 - $\frac{\dot{P}}{P}$ is the domestic inflation rate;

$\frac{\dot{P}^*}{P^*}$
 - $\frac{\dot{P}^*}{P^*}$ is the foreign inflation rate.

From equation (3) it is easily seen that, if *PPP* holds, the greater is the spread between domestic and foreign **inflation** rate the higher it will be the depreciation of the domestic currency.

Purchasing power parity (PPP) and the real exchange rate (RER)

Starting from *PPP*, we can define the *RER* as a measure of the number of baskets of domestic goods necessary for the purchase of a basket of foreign goods, in formulas:

$$Q_t = \frac{S_t P_t}{P_t^*} \quad (4)$$

Looking at equation (4) it is clear that if the *PPP* is respected, and therefore the *NER* moves in the same direction of inflation rates differential, then the real exchange rate (*RER*) remains constant. If the price of the currency (represented by *NER*) reflects the purchasing power, then the *RER* remains constant over time. In formulas, using logarithms and differentiating with respect to time:

$$\frac{\dot{Q}}{Q} = \frac{\dot{S}}{S} - \frac{\dot{P}}{P} + \frac{\dot{P}^*}{P^*} \quad (5)$$

Hence if *PPP* holds then *RER* is constant, so that movements in real exchange rate represents deviations from *PPP*.

$$\frac{\dot{Q}}{Q} = 0 \Leftrightarrow \frac{\dot{S}}{S} = \frac{\dot{P}}{P} - \frac{\dot{P}^*}{P^*} \quad (6)$$

The Big Mac Index

An index widely used to determine whether a currency is appreciated or depreciate with respect to another is that the so-called *Big Mac Index*, based on prices of the

famous sandwich. Published by *The Economist* from the 1984, this index, based on the *LOOP*, is used to calculate the *PPP* for a large number of exchange rates using the *Big Mac* as good reference. Consider, for example in the table in figure 2 (source: *Economist* May 8th 2009). From the comparison of the *Big Mac* prices in US and in the EU emerges that the European currency, traded at 0.96 against the dollar, is overestimated. In fact, the (average) price of the sandwich in Europe (U.S. \$ 4.38,) is more than 24 higher than the price paid in the U.S. (3,54 US\$).

As clearly shown by the figure, the index provided by *The Economist* shows a significant misalignment of nominal exchange rates.

Data concerning the *Big Mac Index* suggest that *LOOP* is not verified. This failure is due to the fact that both *LOOP* and *PPP*, assume the existence of competitive markets and the absence of transaction costs. Thus, to evaluate properly the appreciation or depreciation of a currency it would be necessary that the goods traded were produced by using only inputs that can be easily traded on international markets and that there were no trade barriers, transport costs and differences in tax regimes. The real world is, unfortunately, very different. Indeed, despite the weight of intermediate inputs has been significantly reduced through globalization, strong differences remain in the cost of those inputs that are not (easily) traded internationally – e.g. labour and physical capital - and that also in the production of standardized goods, such as the *Big Mac*, play an important role. While input prices traded on international markets (such as onion, for example) converge rapidly towards the theoretical values of the *PPP*, this is not the case for the cost of labor and other non-traded input that contribute significantly to the formation of the *Big Mac* price.

More generally it is possible to identify four factors that can determine deviations from *PPP*.

1) *Transaction costs*: the presence of transport costs and insurance costs, tariff and non-tariff barriers, etc. implies that *LOOP* does not hold and reduces the chance of profit arising from international trade.

2) *Differentiation*: the *LOOP*, upon which the *PPP* is based, assumes that the good traded on different national markets is homogeneous. The real world instead provides many examples of differentiated goods. This differentiation prevents prices from equalizing across countries.

3) *Fixed capital formation*: the presence of high fixed costs (distribution contracts) prevents the trader from taking advantage of arbitrage opportunities (Sarno and Taylor, 2002).

4) *Non-traded goods*: the *LOOP* implicitly assume that all goods are tradable, but in fact a very significant part of the income is spent on the purchase of non-traded goods in international markets or for which it is not possible to perform arbitrage operations (e.g. housing, medical services, education, etc.).

Empirical evidence

There is an extensive empirical literature on the *LOOP* and the *PPP*. Generally these econometric studies suggest a rejection of the *LOOP* for a wide range of goods.

PPP implies that the change in the exchange rate in a certain period of time offsets the difference between domestic and foreign inflation. This implies that the *RER* is mean reverting, or, in other words, that any shocks – such as a sudden change of *NER* – being absorbed over time. In formal terms, many studies have tried to verify whether the relative price index followed the trend described by the equation:

$$q_t = \beta_0 + \beta_1 q_{t-1} + \varepsilon_t \quad (7)$$

or that described by a **random walk**.

A systematic survey of the empirical studies on *PPP* should be organized according to the econometric methodology applied.²

1. Papers based on cointegration analysis have provided heterogeneous results (Enders, 1988; Mark, 1990). Using the so-called "*two-step Engle-Granger method*" a cointegration analysis is usually applied to the following equation:

²For further details see Giovannetti (1992), Sarno and Taylor (2002) and Arese-Visconti (2002).

$$s_t = \alpha + \beta p_t + \beta^* p_t^* + \varepsilon_t \quad (8)$$

if s_t , p_t and p_t^* are integrated of order 1, then relative *PPP* exists if ε_t is stationary. Absolute *PPP* requires also that the parameter restrictions $\beta = 1$ and $\beta^* = -1$ be satisfied. Early cointegration studies have generally shown the absence of significant mean-reversion of the exchange rate towards *PPP* for the recent floating rate experience, but they have found support for the reversion towards *PPP* for the inter-war float and for high inflation countries (Sarno e Taylor, 2002).

2. Another approach to test the *RER mean reversion* hypothesis is provided by the *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* test for a unit root, which is generally based on a regression:

$$\Delta q_t = \rho_0 + \rho_1 t + \rho_2 q_{t-1} + \mathcal{B}(L)\Delta q_{t-1} + \varepsilon_t \quad (9)$$

where $\mathcal{B}(L)$ is a p -th order polynomial in the lag operator L and ε_t is a *white noise* disturbance. Testing the null hypothesis that $\rho_2 = 0$ would imply no long-run equilibrium level for *RER*. A further approach proposed by Meese e Rogoff (1988) tests the alternative hypothesis $\rho_2 < 0$. These empirical studies generally can not reject the *random walk* hypothesis for the *RER*.

3. An alternative method to test the non-stationarity of *RER* is based on the *variance ratio test (VR)* developed by Cochrane (1988). According to this approach the persistence of *RER* is measured using a simple non-parametric test, $z(k)$:

$$z(k) = \frac{1}{k} \frac{\text{var}(q_t - q_{t-k})}{\text{var}(q_t - q_{t-1})} \quad (10)$$

where k is a positive integer e *var* stands for variance. If *RER* follows a *random walk* then the ratio (10) must be equal to 1; on the contrary, if *RER* è *mean reverting* then $0 < z(k) < 1$. Using VR, Huizinga (1987) finds that the permanent component of the *RER* is around 60% (Sarno e Taylor, 2002).

4. A way to circumvent the problems of low power shown by the standard unit-root test is to infer on panel data. The first attempt in that direction is due to Hakkio (1984) who employs *Generalized Least Square (GLS)* on data from UK, France, Germany and Japan. Also in this case, the random walk can not be rejected.

In conclusion, three observations can be drawn from this brief review. First, it is evident that the empirical results on the validity of *PPP* depend substantially on the econometric technique used. Second, the literature provides empirical support to the *PPP* only in the long run, confirming the existence of a slow mean reversion of *RER*. In the short term, the dynamics of the real exchange rate is linked to fluctuations of the *NER* and therefore exhibits a high volatility. Finally, although many studies have highlighted the tendency of the real exchange rate to converge in the long run towards the values of *PPP*, the low speed at which they converge after the shocks raises some theoretical doubts. In other words, even if in the long run each currency reflects its purchasing power, empirical evidence indicates that a period from 3 to 5 years may be required before the exchange rate converges to the equilibrium established by *PPP*. Along this line Rogoff (1996) points out that there is purchasing power parity puzzle due to the contrast between the volatility of short term revealed by the exchange rates and the extreme slowness with which they adjust after shocks.

Bibliography

- Arese-Visconti G., (2002), "Tassi di Cambio Reale: Teoria ed Evidenza Empirica," *Econometrics Working Papers Archive*, wp n. 2002/11, Università degli Studi di Firenze, Dipartimento di Statistica "G. Parenti".
- Cassel G., (1922), *Money and Foreign Exchange after 1914*, Macmillan, London.
- Cassel G., (1928), *Post-War Monetary Stabilization*, Columbia University Press, New York.
- Cochrane J. (1988), "How Big is the Random Walk in GNP?," *Journal of Political Economy*, Vol. 96, pp. 893-920.
- Colombo E. e Lossani M. (2003), *Economia Monetaria Internazionale*, Carocci editore, Roma.
- Frenkel J.A. (1978), "Purchasing Power Parity: Doctrinal Perspectives and Evidence from the 1920s" *Journal of International Economics*, Vol. 8, pp.169-191.

- Giovannetti G. (1992), "A Survey of Recent Empirical Tests of the *Purchasing power parity* Hypothesis," *BNL Quarterly Review*, Vol. 180, pp. 81-101.
- Hakkio C.S. (1984), "A Re-examination of Purchasing Power Parity: a Multi-Country and Multi-Period Study", *Journal of International Economics*, Vol. 17, pp. 265-277.
- Huizinga J. (1987), "An Empirical Investigation of the Long-Run Behaviour of the Real Exchange Rates", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 27, pp. 149-214.
- Mark N. (1990), "Real and Nominal Exchange Rates in the Long-Run: An Empirical Investigation", *Journal of International Economics*, Vol. 28, pp. 115-136.
- Rodrik D., (2008), "The purchasing-power parity doctrine: A reappraisal", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2008, Vol.2, pp. 365-412.
- Rogoff K., (1996), "The purchasing-power parity puzzle", *Journal of Economic Literature*, Vol 34, pp. 647-668.
- Samuelson P.A. (1964), "Theoretical notes on trade problems", *The Review of Economics and Statistics*, Vol 46, pp.145-154.
- Sarno L. e Taylor M.P. (2002), "*The Economics of exchange rate*", Cambridge University Press, Cambridge, UK.

UNIONE EUROPEA

Gian Carlo LORASCHI¹ e Cristiana MENE'²

L'UE (fr. *Union européenne*-UE; ingl. European Union-EU) è un'organizzazione sovranazionale, dotata di personalità giuridica, composta da 27 Stati europei (nel 2010), istituita nel 1992 con il **Trattato di Maastricht**. In realtà, questo trattato ha segnato soltanto una delle tappe di un lungo processo d'integrazione avviato al termine del secondo conflitto mondiale (v. in proposito, anche per un profilo storico, **Comunità Europee**) e che, con fasi alterne, prosegue nel suo percorso comune.

I trattati istitutivi. Cronologia

1957 - Trattato che istituisce la **Comunità Economica Europea (Trattato di Roma)**

1957 - Trattato che istituisce la Comunità Europea dell'energia atomica

1986 - Atto unico europeo, modifica il Trattato CE e avvia la creazione del mercato unico

1992 - Trattato sull'Unione Europea (Trattato di Maastricht), istituisce l'UE fondata su tre pilastri e vara l'**Unione Economica e Monetaria**

1997 - Trattato di Amsterdam, modifica e introduce una nuova numerazione dei trattati UE e CE

2001 - **Trattato di Nizza**, modifica il Trattato CE e UE al fine di garantire il buon funzionamento delle istituzioni dopo l'allargamento a 25 Stati membri

2009 - Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (**Trattato di Lisbona**)

Stati membri

Fanno parte dell'UE 27 Stati: Austria, Belgio, Bulgaria, Cipro, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Gran Bretagna, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia,

¹ Gian Carlo Loraschi è Professore Associato di Scienza delle Finanze presso la Facoltà di giurisprudenza dell'Università degli studi di Sassari.

² Cristiana Menè, Studiare Sviluppo, Roma.

Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia, Spagna, Svezia, Ungheria (v. in proposito **Allargamento della Comunità Europea**). Il Trattato di Lisbona prevede che uno Stato possa recedere dall'Unione.

Obiettivi

I grandi obiettivi dell'UE sono: a) promozione della pace, dei suoi valori e del benessere dei suoi popoli; b) sviluppo di uno spazio di libertà, di sicurezza e di giustizia (libera circolazione delle persone insieme a misure appropriate per quanto concerne i controlli alle frontiere esterne, l'asilo, l'immigrazione, la prevenzione della criminalità e la lotta contro quest'ultima; c) **sviluppo sostenibile** dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata (stabilità dei prezzi, economia sociale di mercato fortemente competitiva, piena occupazione e progresso sociale); d) promozione del progresso scientifico e tecnologico; e) solidarietà e rispetto reciproco tra i popoli, lotta all'esclusione sociale e alle discriminazioni (commercio libero ed **equo**, eliminazione della povertà e tutela dei diritti umani); f) tutela della giustizia sociale (promozione della parità tra donne e uomini, solidarietà tra le generazioni e tutela dei diritti del minore, rispetto della diversità culturale); g) promozione della coesione economica (sociale e territoriale, solidarietà tra gli Stati membri); h) istituzione di un'Unione Economica e Monetaria la cui moneta è l'**euro**; i) relazioni con il resto del mondo (l'Unione afferma e promuove i suoi valori e interessi, contribuendo alla protezione dei suoi cittadini). Per realizzare questi obiettivi, nei settori che non sono di sua competenza esclusiva, l'Unione opera, secondo il principio di sussidiarietà, soltanto se e nella misura in cui gli obiettivi dell'azione prevista non possono essere sufficientemente realizzati dagli Stati membri - né a livello centrale né a livello regionale e locale - e possono dunque, a motivo delle dimensioni o degli effetti dell'azione in questione, essere realizzati meglio a livello comunitario.

L'architettura istituzionale

Con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, il 1 dicembre 2009, viene superata la struttura dell'Unione fondata su tre "pilastri" (Comunità Europee, politica estera e di sicurezza comune e cooperazione giudiziaria in materia penale e di polizia), prevista dal Trattato di Maastricht del 1992 e viene meno la distinzione tra "Comunità Europea" e "Unione Europea": la prima cessa formalmente di esistere e viene riassorbita nella seconda. Nel sistema originario ogni "pilastro" aveva procedure e strumenti giuridici propri, la loro soppressione ha consentito un'armonizzazione delle procedure e degli atti giuridici dell'Unione.

Istituzioni

Gli Stati membri operano una delega di sovranità a tre istituzioni indipendenti dell'UE: il **Parlamento Europeo** (eletto ogni cinque anni a suffragio universale diretto esprime gli interessi dei cittadini dell'Unione e non più dei popoli degli Stati, composto da 751 seggi ripartiti secondo il principio della proporzionalità decrescente); il **Consiglio dell'UE** (composto da ministri o esperti degli Stati membri, rappresenta gli interessi nazionali, delibera a maggioranza qualificata, salvo laddove i trattati prevedano una procedura diversa; dal 2014, verrà introdotto il voto a doppia maggioranza, vale a dire quella degli Stati (55%) e quella della popolazione (65%), secondo il principio della doppia legittimità ossia una decisione sarà valida se approvata dal 55% degli Stati membri, con un minimo di 15 paesi rappresentativi del 65% della popolazione UE) e la **Commissione Europea** (composta da un Commissario per Stato membro, è l'organo esecutivo ed è titolare dell'iniziativa legislativa, rappresenta gli interessi comunitari). Con il Trattato di Lisbona, il presidente della Commissione è eletto dal Parlamento con il voto della maggioranza dei componenti su proposta del Consiglio che deve tener conto dei risultati delle elezioni europee. In questo modo la legittimità politica del presidente della Commissione viene a essere rafforzata. A questo quadro istituzionale si sono aggiunti il **Consiglio Europeo**, summit dei capi di Stato e di governo cui partecipa

anche il presidente della Commissione, e la **Banca Centrale Europea (BCE)**, due organi ora inseriti espressamente nel novero delle istituzioni. Il Trattato di Lisbona, pur non innovando le funzioni di "impulso e di orientamento politico" del Consiglio Europeo, ne modifica la composizione, introducendo la figura del Presidente dei 27 Paesi. Il presidente del Consiglio Europeo è eletto per un periodo di due anni e mezzo e il suo mandato è rinnovabile una sola volta. Non può esercitare un mandato nazionale. Il Consiglio Europeo è assistito nei suoi lavori dai ministri incaricati degli affari esteri degli Stati membri e da un membro della Commissione. Altre istituzioni sono la **Corte di Giustizia Europea** (affiancata da un Tribunale di primo grado; assicura il rispetto e l'interpretazione uniforme del diritto europeo ed è competente a conoscere le controversie tra Stati membri, istituzioni comunitarie, **imprese** e privati); la **Corte dei Conti** (controlla legittimità e regolarità delle entrate e delle spese dell'UE e accerta la sana gestione finanziaria del bilancio europeo). Affiancano queste istituzioni due organi consultivi, il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE) e il **Comitato delle Regioni**; il **Mediatore Europeo** (cui possono rivolgersi i cittadini e le persone giuridiche dell'UE che si ritengono vittime di un atto di cattiva amministrazione da parte delle istituzioni o organi comunitari), il Garante europeo della protezione dei dati (che soprintende alla protezione dei dati personali nelle istituzioni e negli organi dell'UE e fornisce indicazioni sulla legislazione in materia di protezione dei dati). Gli organi finanziari dell'UE sono la **BEI** e il **FEI**. Non è propriamente un organismo europeo ai sensi dei trattati la **BERS** alla quale partecipano anche Stati non membri dell'UE. Con il Trattato di Lisbona nasce la figura dell'**Alto Rappresentante per gli Affari Esteri** e la politica di sicurezza che ha assunto le funzioni finora svolte dall'alto rappresentante per la politica estera e di sicurezza comune (PESC) e dal Commissario Europeo per le relazioni esterne. In particolare, l'Alto rappresentante guida la politica estera e di sicurezza comune dell'Unione, contribuendo all'elaborazione di detta politica e assicurando l'attuazione delle decisioni adottate in materia; presiede il Consiglio "Affari esteri"; è uno dei vicepresidenti della Commissione e rappresenta l'Unione per le materie che

rientrano nella politica estera e di sicurezza comune; conduce, a nome dell'Unione, il dialogo politico con i terzi ed esprime la posizione dell'Unione nelle organizzazioni internazionali; è a capo del servizio europeo per l'azione esterna.

Strumenti giuridici comunitari: regolamento, direttiva, codecisione, raccomandazione e parere

Gli strumenti giuridici a disposizione delle istituzioni comunitarie sono il **regolamento** (obbligatorio in ogni sua parte e direttamente applicabile in ogni Stato membro senza necessità di recezione nell'ordinamento nazionale), la **direttiva** (che richiede di essere recepita nell'ordinamento nazionale da ogni Stato membro cui è rivolta; questi è vincolato alla realizzazione di un certo risultato, ma conserva però una certa libertà di scelta della forma e dei mezzi), la **codecisione** (procedura legislativa ordinaria che prevede l'adozione di un atto con l'approvazione congiunta di Parlamento e Consiglio, è obbligatoria in ogni sua parte e vincolante per tutti i destinatari da essa espressamente designati), la **raccomandazione e il parere** (non vincolanti) (v. regolamento, **diritto comunitario**; direttiva europea; codecisione; raccomandazione e parere). Le istituzioni comunitarie dispongono di altri strumenti con cui comunicare: la **risoluzione**, la **dichiarazione**, il programma d'azione, la comunicazione ecc.

Agenzie europee

Le agenzie sono organizzazioni di diritto pubblico europeo, distinte dalle istituzioni, dotate di personalità giuridica e istituite con un atto comunitario per svolgere specifici compiti di natura tecnica, scientifica o di gestione precisati nell'atto istitutivo. Attualmente le agenzie sono ventidue, variamente denominate: Agenzia comunitaria di controllo della pesca (CFCA), Agenzia dell'Unione Europea per i diritti fondamentali (FRA), Agenzia europea delle sostanze chimiche (ECHA), Agenzia europea dell'ambiente (EEA), Agenzia europea per i medicinali (EMA), Agenzia europea per la gestione della cooperazione operativa alle frontiere esterne

(FRONTEX), Agenzia europea per la sicurezza aerea (EASA), Agenzia europea per la sicurezza delle reti e dell'informazione (ENISA), Agenzia europea per la sicurezza e la salute sul lavoro (EU-OSHA), Agenzia europea per la sicurezza marittima (EMSA), Autorità europea per la sicurezza alimentare (EFSA), Centro di traduzione degli organismi dell'Unione Europea (CdT), Centro europeo per la prevenzione e il controllo delle malattie (ECDC), Centro europeo per lo sviluppo della formazione professionale (Cedefop), Fondazione europea per il miglioramento delle condizioni di vita e di lavoro (EUROFOUND), Fondazione europea per la formazione (ETF), Istituto europeo per l'uguaglianza di genere (EIGE), Agenzia ferroviaria europea: promuovere reti ferroviarie sicure e compatibili (ERA), Autorità europea di vigilanza GNSS (GSA), Osservatorio europeo delle droghe e delle tossicodipendenze (EMCDDA), Ufficio comunitario delle varietà vegetali (CPVO), Ufficio per l'armonizzazione nel mercato interno (marchi, disegni e modelli) (OHIM). Ad esse si affiancano le agenzie per la cooperazione di polizia e giudiziaria in materia penale, le agenzie per la politica di sicurezza e di difesa comune, le agenzie esecutive (istituite per gestire specifici programmi dell'UE ubicate nelle sedi della Commissione) e l'istituto europeo di innovazione e tecnologia (che raccoglie le migliori risorse scientifiche, aziendali ed educative allo scopo di aumentare la capacità di innovazione dell'Unione). Diversi dalle Agenzie europee sono gli organismi interistituzionali quali l'Ufficio Statistico, la Scuola europea di amministrazione, l'Ufficio di selezione del personale e l'Ufficio delle Pubblicazioni Ufficiali dell'UE.

Link: http://europa.eu/institutions/index_it.htm

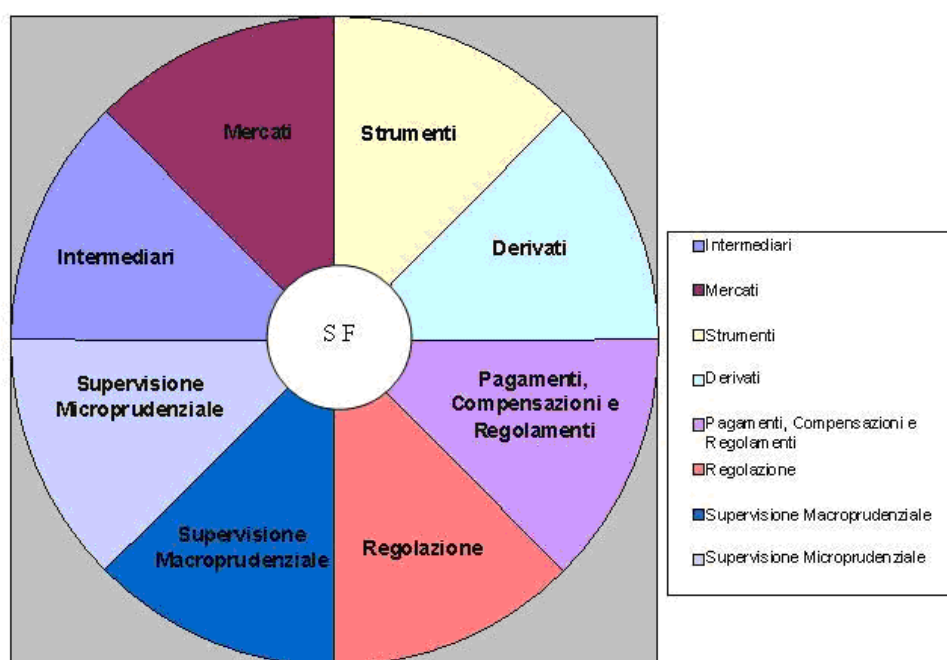
VIGILANZA FINANZIARIA IN EUROPA

Rainer MASERA¹

Vigilanza del Sistema Finanziario

La vigilanza del sistema finanziario - composto da intermediari, mercati, derivati, prodotti e infrastrutture (pagamenti, regolamenti, compensazioni e, appunto, vigilanza finanziaria) (FIG. 1) - si articola in: regolazione e supervisione.

Figura 1: Il sistema finanziario



I processi dinamici e interattivi di regolazione e di supervisione sono logicamente distinti, ma strettamente connessi nella realtà operativa. Pertanto essi richiedono, al contempo, una visione unitaria e un'analisi specifica.

¹Rainer Masera è ordinario di Politica Economica presso l'Università Guglielmo Marconi di Roma e Preside della Facoltà di Economia. È Membro Esperto del CdA della Banca Europea degli Investimenti, Membro del CdA di Ariston Thermo Group S.p.A., di Colacem S.p.A. e di Nomura Italia. Presidente della Commissione Intergovernativa italo-francese per la nuova linea AV/AC Torino-Lione, membro del gruppo ad alto livello della Commissione europea per la revisione della regolamentazione finanziaria (Gruppo de Larosiere).

L'esigenza di un'idonea vigilanza del sistema finanziario, per favorirne il corretto funzionamento e per salvaguardarne gli utenti, è fondamentalmente connessa alla necessità di prevenire e di correggere possibili "fallimenti di mercato", come sinteticamente esposto nella FIG. 2, che riepiloga motivazioni e obiettivi della vigilanza finanziaria.

Fig: Giustificazione e obiettivi della Vigilanza Finanziaria

GIUSTIFICAZIONE: PREVENIRE "FALLIMENTI" DEL SISTEMA FINANZIARIO

1. Divaricazione tra costi (benefici) privati e sociali
2. Problemi di potere di mercato
3. Problemi di informazione costosa/asimmetrica, di relazione mandante/mandatario e di mercati incompleti

OBIETTIVI

1. Favorire la stabilità senza coartare l'efficienza
 2. Imporre regole del gioco omogenee ed assicurare la concorrenza
 3. Assicurare trasparenza e standard minimi di qualità
 4. Evitare malfunzionamenti, disciplinare le relazioni mandante/mandatario e i conflitti di interesse,
 5. Salvaguardare l'utente
-

Fonte: "La corporate governance nelle banche" di Rainer Masera, 2006, Il Mulino.

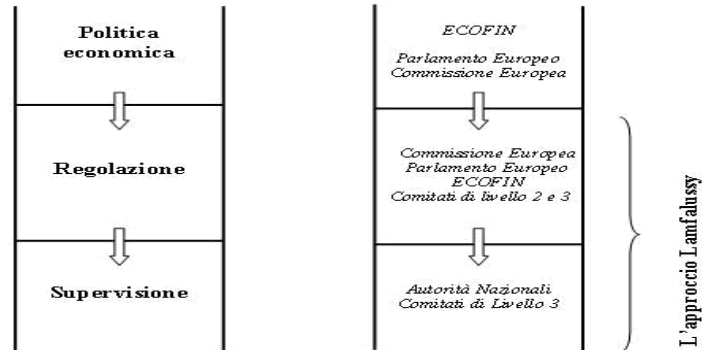
Regolazione e supervisione finanziaria

La Regolazione finanziaria identifica il processo attraverso il quale vengono definiti – e modificati nel tempo – le regole e gli standard che governano il sistema finanziario.

La Supervisione finanziaria definisce il processo attraverso il quale le Autorità di vigilanza supervedono intermediari, mercati, strumenti e operatori per assicurare il buon funzionamento del sistema finanziario e il rispetto dell'idonea applicazione di regole e standard.

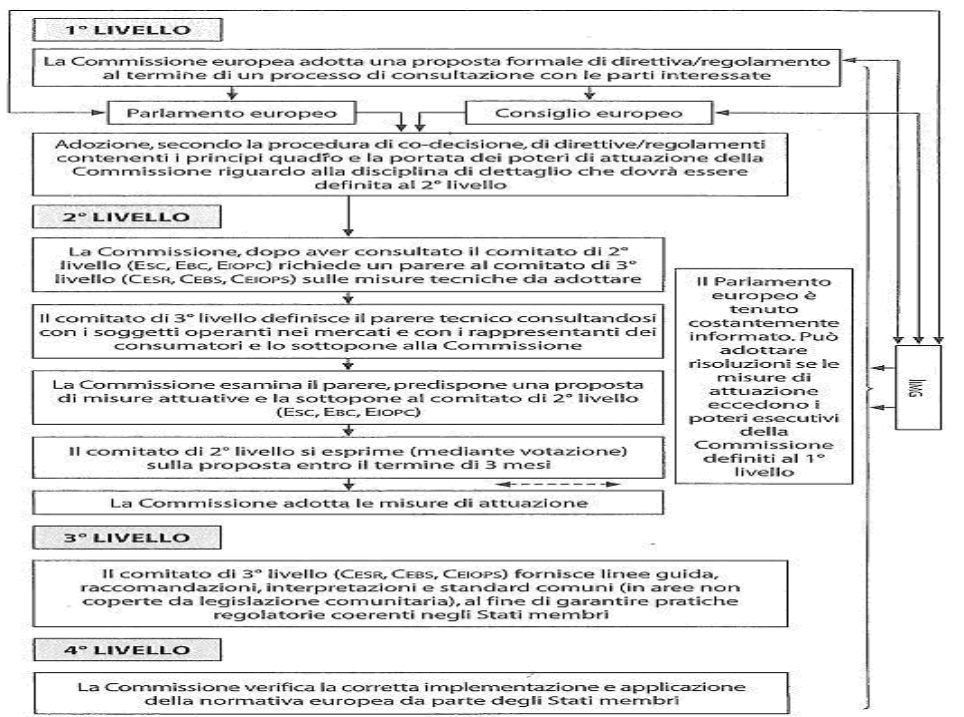
Le complesse modalità dei processi di regolazione e supervisione finanziaria in Europa e i diversi livelli di articolazione normativa attualmente esistenti (procedura Lamfalussy) sono illustrati nelle FIGG. 3 e 4.

Fig. 3: L'approccio tradizionale "a scala" alla vigilanza finanziaria in Europa



Fonte: "La corporate governance nelle banche" di Rainer Masera, 2006, Il Mulino.

Fig. 4: L'articolazione di regolazione e supervisione finanziaria secondo la procedura Lamfalussy



Fonte: "La corporate governance nelle banche" di Rainer Masera, 2006, Il Mulino.

Supervisione macro e micro prudenziale

La supervisione finanziaria richiede la distinzione tra due livelli: macro e micro.

La supervisione macroprudenziale è rivolta ad identificare e valutare, nonché, se necessario, attirare l'attenzione dei responsabili sui **rischi** potenziali per la stabilità finanziaria derivanti da sviluppi macro economici e del sistema finanziario nel suo insieme, raccomandando infine provvedimenti e misure idonei a far fronte a tali rischi.

La vulnerabilità del sistema finanziario a rischi sistemici, interconnessi, complessi, settoriali e intersettoriali richiede una valutazione sia delle situazioni, sia delle istituzioni che possono, entrando in crisi, innescare un impatto sistemico.

Le carenze della supervisione macroprudenziale sono emerse con particolare evidenza nella crisi del 2007/2009.

La supervisione microprudenziale concerne le Autorità di vigilanza e la loro azione per salvaguardare la solidità e l'efficienza delle singole **imprese** finanziarie e proteggere gli utenti dei servizi finanziari.

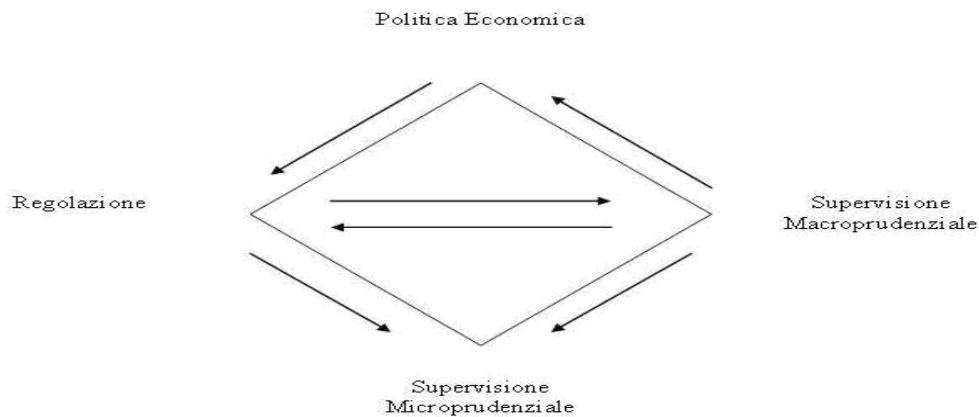
Come indica la FIG. 5 il nuovo modello a "diamante" di analisi della vigilanza finanziaria mostra che la vigilanza macroprudenziale svolge un ruolo chiave sia direttamente sia per le interazioni, descritte dalle frecce, non solo con la politica economica e con l'azione microprudenziale, ma anche con la stessa regolazione.

Verso un nuovo assetto europeo di vigilanza

Il nuovo quadro europeo di vigilanza in Europa proposto dal Rapporto de Larosière, sostanzialmente recepito dal **Consiglio europeo** e in fase di attuazione, è descritto dalla FIG. 6.

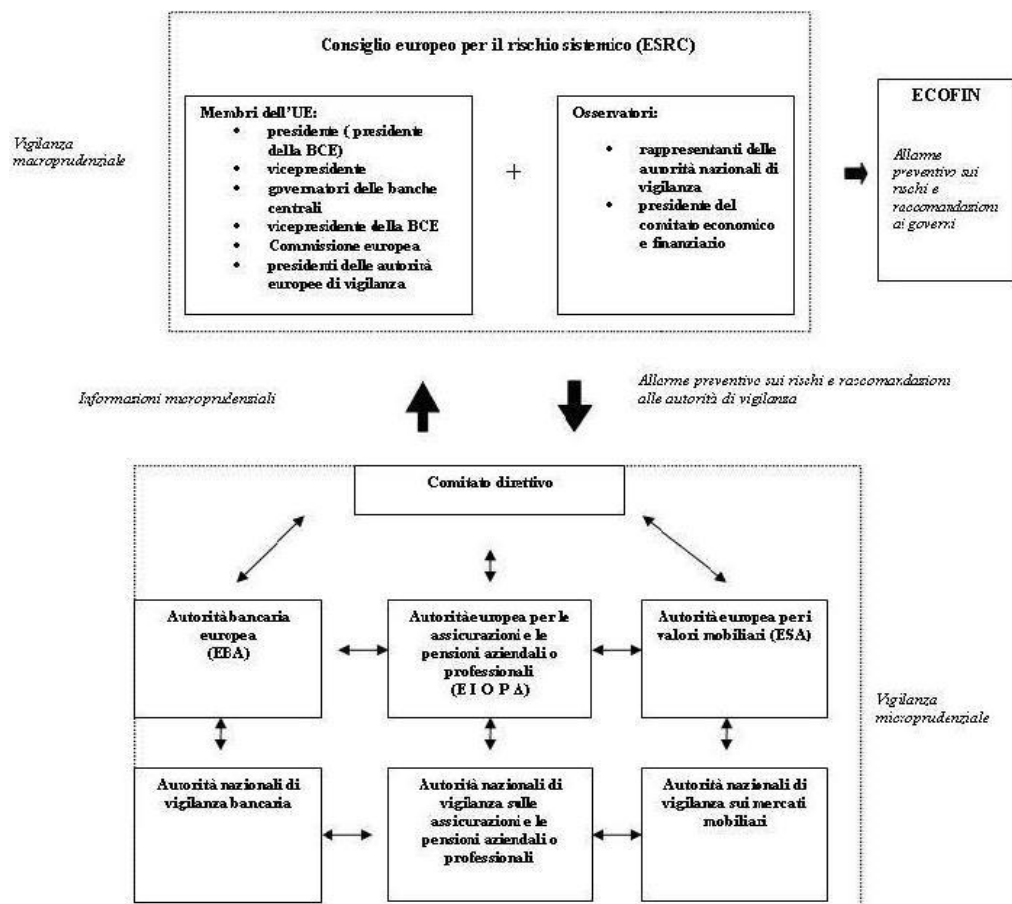
Esso è fondato su due pilastri: il Consiglio europeo per il rischio sistemico (supervisione macroprudenziale) e il Sistema europeo delle Autorità di vigilanza finanziaria, costituito, a sua volta, da un assetto a rete, articolato sull'integrazione e sull'interazione tra Autorità nazionali e nuove Autorità europee.

Fig. 5: Approccio de Larosiere alla Vigilanza Finanziaria



Fonte: "La corporate governance nelle banche" di Rainer Masera, 2006, Il Mulino.

Fig. 6 Un Nuovo quadro Europeo di Vigilanza Finanziaria



Fonte: "La corporate governance nelle banche" di Rainer Masera, 2006, Il Mulino.