Studio
N.3

# PROGETTO DI SVILUPPO DI SAN MARINO

2007-2010

*con il supporto di*

SANMARINOLAB
SOCIETÀ DI STUDI ECONOMICI GIURIDICI SOCIALI

Confederazione Sammarinese del Lavoro

# "QUADERNI"

"PERISCOPIO"
OSSERVATORIO DEL CENTRO SERVIZI CSdL

# RAPPORTO SUL SISTEMA BANCARIO-FINANZIARIO SAMMARINESE

*Presentato nel Convegno del 16 giugno 2009 Sala del Castello di Domagnano*

Direttore Responsabile: Gilberto Piermattei
Central Square, 17 via 5 Febbraio
47895 Domagnano - Repubblica di San Marino
Tel.0549 962060 Fax 962075

"PERISCOPIO"

# SOMMARIO

QUADERNI di "PERISCOPIO"
OSSERVATORIO DEL CENTRO SERVIZI CSdL
Approfondimenti & Ricerche su: Lavoro · Economia · Socialità

## Progetto di sviluppo di San Marino

2007-2010

*con il supporto di*

SANMARINOLAB
SOCIETÀ DI STUDI ECONOMICI GIURIDICI SOCIALI

3° Studio

RAPPORTO RAPPORTO SUL SISTEMA BANCARIO-FINANZIARIO SAMMARINESE

*Presentato nel Convegno del 16 giugno 2009*
*Sala del Castello di Domagnano*

Sommario

GIULIANO TAMAGNINI
*Segretario Confederale CSdL*
*Introduzione al Convegno*

GIOVANNI GHIOTTI
*Segretario Generale CSdL*
*Intervento al Convegno*

Studio a cura di:

ANTONELLO E. SCORCU
*Università degli Studi di Bologna*
*Direttore del Comitato Scientifico di SANMARINOLAB*

PAOLA BRIGHI
*Università degli Studi di Bologna*
*SANMARINOLAB*

ELISABETTA RIGHINI
*Università degli Studi di Urbino*
*SANMARINOLAB*

DENIS CECCHETTI
*Direttore di SANMARINOLAB*

www.csdl.sm - info@csdl.sm

Confederazione Sammarinese del Lavoro

## PREMESSA

**Giuliano Tamagnini**
Segretario Confederale CSdL
(Intervento introduttivo al Convegno del 16 giugno 2009)

Il "progetto di sviluppo di San Marino" della Confederazione Sammarinese del Lavoro, che si sta concretizzando con la collaborazione di Sanmarinolab, società di studi economici, giuridici e sociali, sta giungendo alle fasi cruciali della sua realizzazione.

Infatti, dopo avere presentato nell'estate 2008 il rapporto sul sistema manifatturiero e nell'autunno quello sul sistema turistico, oggi vi sottoporremo il lavoro riguardante il sistema bancario-finanziario sammarinese, il quale sarà seguito in autunno dalla presentazione del rapporto sui servizi alle imprese e alle persone.

Le vicende, anche giudiziarie, che stanno interessando il mondo bancario del nostro paese e il momento non favorevole a livello mondiale, rende sicuramente meno agevole questo nostro impegno, già di per sé molto complicato.

Più precisamente il sistema finanziario mondiale è saltato letteralmente per aria a causa della totale insostenibilità della teoria, spacciata fino a pochi mesi fa, secondo cui acquistare debito avrebbe consentito di ricavare ingenti guadagni. E ci avevano quasi convinto, sennonché a furia di continuare a vendere e ad acquistare debiti, le persone e gli stati si sono indebitati al punto di non riuscire più a fare fronte ai propri impegni.

Addirittura erano riusciti a rendere più redditizio il gioco di capitali, piuttosto che gli investimento nell'economia reale, tanto è vero che larga parte delle imprese industriali hanno preferito, fino a pochi mesi fa, l'investimento finanziario rispetto a quello produttivo.

Situazioni emblematiche in questo si sono verificate negli Stati Uniti, dove le grandi aziende automobilistiche stanno fallendo a causa di investimenti forsennati nel campo della finanza assicurativa ed immobiliare, che hanno distolto ingenti risorse dall'attività industriale.

Oggi eminenti economisti, teorici del liberismo economico più sfrenato e della finanziarizzazione selvaggia delle economie di tutto il mondo, stanno facendo marcia indietro rispetto all'idea che le uniche regole siano dettate dal mercato, e sta cominciando a prendere corpo il principio che sono necessarie regole a tutela della vasta schiera di risparmiatori e degli stati.

Ci si sta finalmente convincendo che è necessario tornare ad investire nell'economia reale, e in particolare nell'attività manifatturiera, e per quanto ci riguarda in quella ad alto valore aggiunto, e che gli stati devono intervenire con finanziamenti a sostegno di quell'economia sana e virtuosa che produce la vera ricchezza di un paese e di una comunità.

La mancanza di regole nel mercato ci ha portati a quella che forse è la più grossa crisi dell'ultimo secolo; e se la crisi continuerà, verranno messi in discussione gli stessi livelli di democrazia negli stati. Quindi, prima che succeda ciò, sarà bene che la comunità internazionale intervenga autorevolmente con regole democratiche a tutela e nell'interesse delle popolazioni.

Questa crisi planetaria così violenta, comunque ci insegna una cosa malto importante, o meglio la insegna a coloro che ancora teorizzano un capitalismo senza regole; e cioè che prima di avventurasi in peri-

colosi giochi di capitali, si deve produrre la ricchezza vera, che è quella generata da chi produce cose o servizi.

In verità noi della CSdL da sempre sosteniamo, anche per San Marino, uno sviluppo equilibrato con la giusta quantità di economia reale, di servizi e anche di finanza, ma in passato siamo stati addirittura derisi e sbeffeggiati perché gli strateghi economici nostrani teorizzavano che la piazza finanziaria fosse l'unica prospettiva di sviluppo della nostra economia, che ci avrebbe fatto diventare una specie di Montecarlo dell'Adriatico.

In un certo periodo addirittura si è voluto negare - da parte delle autorità di governo ma anche da una parte di popolazione - la possibilità per alcune imprese storiche presenti sul nostro territorio da anni, di realizzare importanti investimenti nel nostro paese, con la motivazione che determinate attività industriali non costituivano più l'asse portante della nostra economia, con il risultato poi che tali investimenti sano stati realizzati altrove, naturalmente fuori dal territorio sammarinese.

E proprio da questo partiamo per entrare nel merito dello studio sul sistema bancario-finanziario di San Marino. Gli ultimi eventi dimostrano che il nostro sistema bancario, a torto o a ragione, fuori dai nostri esigui confini non è percepito come virtuoso o trasparente, e questo fa sì che lo stesso si debba profondamente modificare se vuole sopravvivere e competere a livello internazionale.

Gli unici elementi di attrazione che il nostro sistema bancario è stato in grado di esercitare, sono il segreto bancario e la bassa pressione fiscale, ma quest' ultima da sola non avrebbe prodotto e non produrrebbe i risultati di raccolta economica che conosciamo.

Pur non volendo rifuggire dalla realtà dei fatti, va sostenuto però che l'equazione segreto bancario = paradiso fiscale non può reggere per la realtà di San Marino, perché la oggettività di un piccolo paese come il nostro, completamente circondato da un paese sproporzionatamente più grande, porta a pensare quanto meno che questo sistema sia stato finora tollerato, quando non addirittura incoraggiato, in quanto ritenuto organico a determinate operazioni di capitali che dovevano e devono essere distolti appunto dallo Stato più grande.

Ma questo, nel caso, si riferisce al passato; noi vogliamo invece parlare di presente e di futuro. La crisi finanziaria internazionale, divenuta ormai profonda recessione economica già nel corso dell'ultimo trimestre 2008, ha accelerato le riflessioni sul futuro dell'economia e della società sammarinese.

San Marino deve risolvere i problemi di credibilità esterna, in primis con l'Italia, senza però trascurare quelli con l' Unione Europea. Pur non volendo aprire qui oggi un altro fronte, credo che ad esempio il fenomeno dell'esterovestizione delle imprese sammarinesi che operano sui mercati internazionali, sia più una questione da discutere e risolvere con l'Unione Europea che non con l'Italia, attraverso un progressivo e imprescindibile cammino verso l'Europa.

La diffidenza e le connesse difficoltà nei rapporti internazionali hanno un ovvio riflesso sulla capacità di un piccolo stato di operare sui mercati economici e finanziari internazionali.

L'origine della crisi finanziaria a livello internazionale è determinata dalla mancanza di regole globali, dall'esistenza di "zone grigie" nei mercati finanziari e da comportamenti fraudolenti. Non è un caso che l'Unione Europea intende combattere con rinnovata determinazione il segreto bancario. In relazione ai reati di riciclaggio e terrorismo il segreto è già

"abolito" in vari Paesi nei quali questo era un caposaldo storico dell'economia locale.

Entro un anno, due al massimo, i flussi finanziari legati ad evasione, terrorismo e attività illecite subiranno decisivi attacchi. San Marino, a torto o a ragione, è percepito all'esterno come un crocevia di intrecci affaristici poco trasparenti. Correttezza e onestà sono punti che vanno chiariti a livello politico con l'Italia e con l'Unione Europea.

Ci sono, soprattutto, aspetti che riguardano la credibilità dell'azione sammarinese: si rileva che se è stato possibile modificare la portata del segreto bancario senza adeguamenti legislativi, ma attraverso una circolare della Banca Centrale di San Marino e con l'istruzione dell'Agenzia di Informazione Finanziaria sammarinese, ancor prima si doveva agire sul comportamento effettivo di alcuni soggetti autorizzati con controlli approfonditi e mirati.

L'adeguamento del sistema giuridico sammarinese alle numerose obiezioni mosse da Moneyvall con la richiesta di aumentare la trasparenza, dovrebbe produrre la riammissione nella White List della stessa Moneyval, e quindi si dovrebbe ridurre il rischio che San Marino venga utilizzato da personaggi indesiderabili. Ciò dovrebbe portare alla normalizzazione i rapporti con l'Italia e con l'Unione Europea.

Dobbiamo intervenire in maniera decisa per evitare che operatori senza scrupoli e potenzialmente pericolosi per il nostro Paese utilizzino il nostro sistema bancario e finanziario creando rilevanti problemi per la credibilità e l'immagine della Repubblica di San Marino nei confronti della comunità internazionale.

La soluzione è allora affrontare fin d'ora il problema delle scelte strategiche, degli indirizzi di fondo, volti a creare una nuova stagione di crescita economica per San Marino, sviluppando alternative credibili alla semplice difesa a oltranza di forme forti di segreto bancario. Pensare a quali nuovi prodotti, settori, specializzazioni e servizi innovativi far nascere è importante, per tenerne conto nella negoziazione degli accordi imminenti con l'Italia e con altri organismi economici e finanziari internazionali.

L'importante privilegio offerto finora alla clientela non residente, ovvero la riservatezza riferita ai soggetti detentori dei capitali depositati in San Marino e dei flussi verso beneficiari non residenti, non ha richiesto che il sistema sammarinese sviluppasse appieno una specifica e peculiare capacità di innovazione ed un'efficienza delle soluzioni finanziarie come quelle offerte da altre giurisdizioni a noi comparabili, come ad esempio il Lussemburgo o il Liechtenstein.

La nuova fase di relazioni con l'Italia e con l'UE ha progressivamente compromesso il privilegio della riservatezza e non ha visto, parallelamente, lo sviluppo di nuove fonti di valore, ricchezza e benessere. Si è perso molto tempo; viviamo situazioni di emergenza, il mondo intorno a noi sta cambiando velocemente e impegnarsi solo per arginare i danni non pare la strategia più lungimirante per garantire un futuro migliore alla comunità sammarinese.

Per quanto difficile, occorre cercare di governare il cambiamento. Adesso ancor più di prima è necessario individuare gli elementi di attrazione per divenire un sistema virtuoso nel quale è possibile investire, lavorare e fare impresa.

Alcune importanti banche d'affari americane ed europee si stanno accorpando e si trasformano in banche commerciali. Verosimilmente, un processo di riprogettazione interesserà anche il sistema samma-

rinese; questo percorso sarà ancor più giustificato dalla ridefinizione dei vantaggi dell'impianto normativo finanziario sammarinese.

Se il nuovo assetto vorrà essere competitivo si devono promuovere nuove specializzazioni, non potendo più basarsi solo su riservatezza e fiscalità, vantaggi questi che saranno inevitabilmente ridimensionati.

## PRESENTAZIONE

**Giovanni Ghiotti**
Segretario Generale CSdL
(Intervento al Convegno del 16 giugno 2009)

Cari rappresentanti sindacali, gentili ospiti, la presentazione pubblica di questo 3° segmento del progetto di sviluppo della Confederazione Sammarinese del Lavoro, dedicato al sistema bancario e finanziario del nostro paese, cade in una fase particolarmente difficile per tale settore, e in generale per l'intera economia sammarinese, che al pari dei paesi industrializzati ha subìto anch'essa le conseguenze della crisi finanziaria internazionale, i cui effetti da mesi si sono trasferiti sulla economia reale, con la perdita di posti di lavoro e l'elevato ricorso alla Cassa integrazione.

Sul piano generale, è importante sottolineare che la crisi, originata dalla instabilità finanziaria dei mercati internazionali e dall'assenza di regole, di fatto conferma e rafforza ancor più l'impostazione generale data all'intero progetto di sviluppo della CSdL: ovvero, la convinzione che i fattori fondanti di un sistema economico sano e solido, oltre ad un sistema di regole certe, debbano essere rappresentati dalla centralità del lavoro, e dalla prevalenza dell'economia reale rispetto a quella meramente finanziaria e del tutto scollegata dalla economia produttiva.

In tal senso, la scelta chiaramente compiuta dalla CSdL, quale direttrice generale dell'intero progetto di sviluppo, è quella di una economia diversificata, che parta dalle prerogative e dalle risorse umane e territoriali del nostro paese, che abbia al proprio interno in una proporzione equilibrata i doversi settori dell'economia produttiva e finanziaria, al fine di assicurare le più adeguate prospettive di sviluppo sociale ed economico-occupazionale.

Alla crisi che accomuna le economie di pressoché tutti i paesi industrializzati, a San Marino si sono aggiunte - come detto - le note problematiche che stanno caratterizzando proprio il sistema bancario, che hanno contribuito ad una perdita di credibilità dell'intero sistema paese.

Il settore bancario e finanziario sammarinese, è un settore particolarmente delicato, sul quale viene esercitata una crescente pressione dall'esterno, in quanto piazze finanziarie offshore come San Marino, purtroppo, vengono percepite come realtà ove convergono flussi finanziari non sempre trasparenti.

Tale percezione esterna è stata aggravata dalla concomitanza di alcuni fattori, che hanno posto il nostro sistema bancario al centro dell'attenzione generale dei mass media e dell'opinione pubblica, quali il giudizio del Moneyvall che ha sottoposto San Marino a "procedura rafforzata", la collocazione del nostro paese nella cosiddetta "lista grigia" stilata dal G 20 di Londra, nonché le stesse vicende giudiziarie che coinvolgono Istituti di Credito sammarinesi.

Lo studio affronta questi punti di criticità del nostro sistema, realizzando al contempo una accurata fotografia del settore bancario e finanziario sammarinese, in cui vengono messi in luce elementi come l'elevato grado di bancarizzazione e di concentrazione del mercato bancario, nonché la sua struttura snella e l'elevata produttività.

Negli ultimi anni si è verificata una forte espansione del settore bancario e finanziario, tant'è che si arrivati ad avere in territorio 12 Istituti di Credito e diverse decine di agenzie finanziarie. Ciò ha fornito una impor-

tante risposta anche sul piano occupazionale, al punto che negli ultimi anni ha rappresentato uno dei principali sbocchi professionali per i giovani sammarinesi e residenti usciti dal circuito scolastico. Attualmente, i dipendenti sono circa settecento, di cui una quota significativa rappresentata sindacalmente dalle due Confederazioni sindacali; si tratta di un settore di lavoro, peraltro, anch'esso interessato ai rinnovi contrattuali in corso e in discussione al tavolo tripartito.

Nel complesso, riteniamo che il settore bancario debba continuare ad essere uno dei settori fondamentali del sistema economico sammarinese, in uno stretto rapporto e con un ruolo di supporto e di promozione dei diversi settori dell'economia reale e produttiva.

Un sistema bancario, quindi, che deve rivolgere la sua attenzione, oltre che alla raccolta del risparmio e alla promozione di prodotti finanziari avanzati, alla implementazione di attività produttive di qualità, per fornire il suo fattivo contributo allo sviluppo dell'economia reale e dell'occupazione, e alla crescita equilibrata dell'intero sistema paese.

Lo studio evidenzia come il sistema sammarinese sia cresciuto sviluppandosi intorno a due principali fattori competitivi: il segreto bancario e la fiscalità leggera. Ma da tempo, e tanto più in una situazione di crisi come quella attuale, la comunità internazionale ha chiaramente manifestato la sua intenzione di non voler più "tollerare" il segreto bancario, esigendo una più stringente regolamentazione delle piazze offshore, considerate come fattori di instabilità finanziaria.

E nel ribadire la necessità di giungere in breve tempo alla firma con l'Italia anche dell'accordo di cooperazione in materia finanziaria, quale tappa importante per ripristinare un rapporto di fiducia con lo Stato italiano, va rilevato che è altrettanto importante e decisivo ricercare i necessari accordi con l'Unione Europea. Infatti, nell'era della globalizzazione, che vede una sempre crescente interdipendenza in campo economico e finanziario tra gli stati, viene di fatto ridotto il peso delle convenzioni bilaterali, accentuando invece l'incidenza degli organismi e delle direttive sovranazionali.

In tale contesto, è ormai fin troppo evidente che la peculiarità sammarinese del segreto bancario, così come lo abbiamo inteso fino ad oggi, non potrà più continuare a rappresentare il principale asset competitivo per le banche sammarinesi.

Pertanto, il sistema bancario sammarinese ha necessità di ricercare un suo riposizionamento complessivo, e in tal senso la competitività dovrà necessariamente spostarsi verso altre direzioni; andrà ricercata sulla qualità dei prodotti, sulla crescita della professionalità degli operatori e sui vantaggi delle condizioni assicurate alla clientela, partendo da un sistema normativo che instauri prassi operative efficaci in grado di attirare nuova clientela.

Pertanto, San Marino, che nell'ultimo periodo ha fatto passi avanti nell'adeguamento delle proprie norme ai parametri internazionale in materia di antiriclclaggio e contrasto alla criminalità organizzata, deve adottare un sistema di norme ancor più completo ed efficace, che non si limiti ad un semplice aggiustamento normativo, ma consenta un adeguamento definitivo agli standard internazionali, allontanando investitori indesiderabili e innescando meccanismi virtuosi.

In tal senso, le istituzioni sammarinesi devono ricercare un difficile punto di equilibrio tra due necessità imprescindibili; da un lato, l'esigenza di tutelare la sovranità del nostro paese, e dall'altro quella di rendere compatibile il nostro sistema bancario e finanziario con gli stan-

dard normativi internazionali in materia di trasparenza, antiriciclaggio e lotta alla criminalità.

Solo così sarà possibile uscire dalla "zona grigia" ed entrare a pieno titolo nella withe list del Moneyvall; un traguardo su cui si gioca gran parte della credibilità, e quindi del futuro, del nostro paese.

Le norme di cui dovrà dotarsi San Marino, devono anche favorire la specializzazione degli Istituti di credito verso tecniche più avanzate e moderne di gestione del risparmio, al fine di rendere l'intero sistema bancario e finanziario più competitivo e al passo con i tempi, liberandolo definitivamente da ogni sospetto e ricostruendo una immagine di piena credibilità e trasparenza sul piano internazionale.

Tanto più in un momento di crisi, gli investitori e i risparmiatori cercano prodotti di qualità: in tal senso il mercato ha mostrato una netta predilezione per i titoli del debito pubblico dei paesi europei, considerati più appetibili e affidabili dei titoli emessi dalle aziende private.

La sfida da affrontare, dunque, non potendo più contare in prospettiva sul segreto bancario, è quella di occupare nuovi spazi di mercato, sviluppando una serie di abilità e virtù intrinseche, ricercando una continua capacità di innovazione ed efficienza delle soluzioni finanziarie.

Giustamente, lo studio pone l'accento su un ruolo fondamentale giocato dal sistema bancario; il ruolo sociale, a favore del risparmio delle famiglie e degli investimenti per la crescita dell'economia produttiva e dell'occupazione. In tal senso, anche per evitare casi di fallimento di istituti di credito, le cui conseguenze potrebbero ricadere sulla intera collettività, crediamo che lo Stato debba svolgere al meglio il suo ruolo di indirizzo e di controllo, attraverso la Banca Centrale, circa l'osservanza delle norme di legge. Ma oltre ciò, lo stesso sistema bancario è chiamato a dotarsi delle misure di sicurezza necessarie e a fornire le più elevate garanzie economiche, al fine di tutelare i risparmiatori ed evitare il rischio che debba essere lo Stato, e quindi i cittadini, ad accollarsi il peso di possibili crack fallimentari.

In tal senso, rinnoviamo alle istituzioni la nostra richiesta di rendere immediatamente operativo l'impegno sancito per Legge di creare un "Fondo interbancario di tutela dei depositanti". Una necessità ancora più importante, anche considerando il fatto che importanti quote azionarie di alcune banche sammarinesi sono detenute da società anonime.

A questo punto, nel giungere alla conclusione di questo intervento di carattere introduttivo, per lasciare la parola ai relatori che entreranno più nello specifico dello studio sul sistema bancario sammarinese, rinnovo la convinzione che con i lavori di questo convegno e più in generale con l'intero progetto di sviluppo della Repubblica di San Marino, la Confederazione Sammarinese del Lavoro si accinge a fornire un contributo particolarmente qualificato per tracciare indirizzi progettuali che consentano di superare la crisi e far evolvere questo paese sul piano della qualità della vita, della socialità, dei livelli culturali e di civiltà.

# RAPPORTO SUL SISTEMA BANCARIO-FINANZIARIO SAMMARINESE

a cura di **Antonello E. Scorcu - Paola Brighi - Elisabetta Righini - Denis Cecchetti**

## INTRODUZIONE

La Repubblica di San Marino ha una lunga storia e ha sperimentato molte fasi economiche e sociali, alcune di intensa crescita altre di crescita ridotta. Nell'ultimo secolo le trasformazioni si sono succedute con una velocità forse mai registrata prima, dalle emigrazioni verso territori nei quali si poteva aspirare ad una vita migliore, al boom economico degli anni '60/'70 fino alle fragilità di bilancio della fine degli anni '90, fino alla corrente crisi finanziaria internazionale e alle delicate relazioni internazionali con l'Italia (con la quale si è dato avvio ad una nuova stagione con la firma degli accordi di marzo 2009), con l'UE ("procedura rafforzata" di Moneyval in attesa di verifica a settembre 2009) e con l'OCSE ("lista grigia" G20).

In ogni epoca si sono verificati problemi che hanno trovato soluzioni, talvolta lente nel definirsi e nel concretizzarsi; altre volte, come colpi di genio, repentine nell'attivarsi e nella creazione di effetti positivi. Sempre, gli autori di queste importanti fasi della vita della Repubblica di San Marino hanno affrontato le situazioni correnti passando attraverso confronti politici, tensioni parlamentari e un coinvolgimento più o meno esteso della popolazione: nulla è stato banale. Nella maggior parte dei casi la democrazia ha giocato la propria carta, e le soluzioni sono state accettate dal Paese pur di proseguire il cammino millenario della Repubblica garantendo condizioni di benessere e libertà dei cittadini sammarinesi.

Le vicende che coinvolgono direttamente la Repubblica di San Marino dal 2008 (Italia, UE, OCSE, ecc.) stanno mettendo in difficoltà le organizzazioni politiche, sociali e professionali, i gruppi di interesse, le istituzioni e i governi sammarinesi perché più che in passato, più velocemente e più forzatamente, la Repubblica di San Marino è chiamata a ripensarsi e a dotarsi di un modello di sviluppo economico più accettato internazionalmente e più sostenibile nel tempo.

Fare il bilancio di decenni di crescita basata su pilastri che non sembrano più tali, scegliere cosa può essere valorizzato e a cosa rinunciare, non è semplice.

Essere obiettivi e responsabili oltre i grandi interessi di parte per salvaguardare la comunità sammarinese nel suo insieme, governare la transizione evitando periodi di magra, preservare la sovranità e sviluppare una nuova identità economica internazionale, non è semplice.

Le tentazioni di giocare in difensiva o di salvare l'indifendibile, cercando di mantenere lo status quo, non è mai stato così pericoloso e poco lungimirante.

La comunità sammarinese vuole continuare a crescere ed essere libera, non vuole rischiare la propria indipendenza millenaria

Questo grande anelito di benessere e libertà è fondamentale anche in questo particolare momento storico, segnato da un progressivo disorientamento sul futuro dell'economia della Repubblica di San Marino.

Individuare nuove traiettorie sostenibili alla luce delle mutate condizioni dell'agire economico internazionale e alla luce dei nuovi assetti istituzionali, politici e civili mondiali richiede tutte le informazioni, le sensibilità, le competenze e il senso di amore per il Paese disponibili.

Il compito dei Partiti, delle Organizzazioni dei Lavoratori e di quelle degli Imprenditori, delle Organizzazioni Professionali e di quelle Civili, del Parlamento e di tutte le cariche istituzionali, è reso ancor più complesso, e aggiungeremmo stimolante, per il fatto che decidere sul futuro della "economia sammarinese" coincide con il decidere sul futuro della "società sammarinese".

Per questo ha molto senso parlare di Progetto di Sviluppo della Repubblica di San Marino, e meno di Progetto Economico, anche quando si volesse argomentare che senza un progetto economico non si riuscirà a finanziare un progetto sociale: l'uno non è conseguenza dell'altro; l'uno rappresenta l'altro lato della medaglia e reciprocamente si rendono possibili. Un percorso di sviluppo economico deve riflettersi in un contesto sociale coerente, per evitare esperienze stravolgenti, l'uno deve fertilizzare e consentire l'evoluzione dell'altro: è un percorso da realizzare, che deve innescare processi di miglioramento e innovazione, non un cambiamento di facciata o, peggio, che crea solo conflitti e benefici poco sostenibili. Il Progetto di Sviluppo della Repubblica di San Marino deve riguardare tutti gli attori, tutte le "controparti" e "aventi diritto".

In questa fase storica, inoltre, la riflessione sullo sviluppo della Repubblica di San Marino va affrontata sia su "questioni interne", con la comprensione dei fondamentali da valorizzare, sia su "questioni esterne", con la ridefinizione delle relazioni con la Repubblica Italiana, con l'Unione Europea e con terze realtà statuali e sopranazionali.

A livello estero, o di politica internazionale, oltre all'importantissimo Accordo di Cooperazione con l'Italia (firmato a marzo 2009 e in attesa di entrare in vigore contestualmente alla firma dell'Accordo di Cooperazione Finanziaria, di cui si auspica la firma entro il 2009), occorre porre al centro della riflessione e dell'azione politica una rinnovata stagione di relazioni con l'Unione Europea, con la quale ci sono più ipotesi operative a disposizione della Repubblica di San Marino, attraverso le quali rafforzare le sinergie in ambito internazionale. Inevitabile ragionare, quindi, sulle esigenze di aggiornare alcune parti, e introdurne di nuove, dell'Accordo di Cooperazione e Unione Doganale con l'UE parallelamente alla negoziazione degli Accordi con l'Italia.

Se è vero che il "mondo a noi più famigliare" è in buona parte rappresentato dall'Italia e dall'Europa, il "mondo non è tutto qui", soprattutto alla luce dei processi di riorganizzazione dell'economia internazionale ai quali San Marino non è indifferente: ci sono potenziali interessantissimi Partner in ogni Continente. Il futuro della Repubblica di San Marino potrà trarre notevoli benefici da una nuova stagione di Accordi Bilaterali, economici e culturali, con nuovi Partner.

In questo percorso interno al Paese già stanno emergendo idee su specifici aspetti del sistema economico sammarinese, e anche questo documento esprimerà qualche idea in merito.

L'approccio che guida il lavoro intrapreso da CSdL segue un'altra logica. Dapprima analizzeremo i principali sottosistemi della comunità sammarinese e poi, al termine, verranno delineati i tratti distintivi di una Visione Strategica che si ritiene possa meglio garantire un futuro di benessere e libertà alla comunità sammarinese.

Il presente Rapporto sul Sistema Bancario-Finanziario della

Repubblica di San Marino è la terza analisi compiuta dal Gruppo di Lavoro di SANMARINOLAB, dopo quello sul Sistema Manifatturiero presentato a Luglio 2008 e quello sul Sistema Turistico presentato nel Novembre 2008. Nell'inverno 2009 sarà presentato il Rapporto sul Sistema dei Servizi alle Imprese e alle Persone.

Nella primavera 2010 sarà presentato il documento conclusivo, espressione della Visione Strategica ritenuta più coerente e di maggior prospettiva per il futuro della Repubblica di San Marino, Visione in se stessa descrittiva del Progetto di Sviluppo della Repubblica di San Marino promossa da CSdL.

Il Rapporto sul Sistema Bancario-Finanziario, che si svilupperà nelle prossime pagine, si compone di due parti complementari:

la prima parte, più discorsiva, illustra le premesse dalle quali si è partiti nell'analisi, fino a proporre le ipotesi di sviluppo ritenute più plausibili per la realtà sammarinese;

la seconda parte più analitica, illustra i dati relativi al sistema bancario-fiananziario sammarinese e del comprensorio romagnolo, oltre che di altri fattori influenti sulle dinamiche finanziarie, per comprendere le dimensioni reali di tutti gli elementi utili a progettare lo sviluppo.

La suddivisione in due parti risponde solo a praticità di lettura, non a minore importanza di una parte rispetto all'altra. La prima parte può essere letta per farsi una prima idea, la seconda per approfondirne le ragioni fondanti.

Nel complesso il Rapporto intende proporsi come uno strumento per pensare in grande ma con i piedi per terra, per ragionare (e muove l'azione) su ciò che ha un senso concreto rispetto alla realtà sammarinese.

# CAPITOLO 1
# IL SISTEMA BANCARIO-FINANZIARIO SAMMARINESE: PRINCIPALI CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI ED ECONOMICHE

## 1. LE PRINCIPALI CARATTERISTICHE ISTITUZIONALI E LEGISLATIVE

La disciplina dell'ordinamento bancario e finanziario sammarinese si è caratterizzata negli ultimi anni per il tentativo di realizzare un profondo processo di riforma volto a equiparare la normativa in tema di banche, intermediari e prodotti finanziari ai più evoluti standard internazionali e, in particolar modo, comunitari. Data la prossimità geografica e culturale, nonché la preminenza dei rapporti economici, il modello preso a riferimento è stato quello italiano, che, pur rispettando gli standard comunitari, rispetto ai sistemi finanziari più avanzati non presenta elementi di forte sofisticazione.

Tale processo evolutivo è stato sicuramente motivato in gran parte dalla crescente pressione esterna (intensificatasi con l'attuale crisi finanziaria) esercitata nei confronti delle piazze finanziarie off-shore, e volta a stimolare il loro adeguamento alle regole fondamentali dei mercati internazionali. Per altra parte esso è il frutto del tentativo di una riflessione interna (peraltro non sempre efficace e pienamente convinta) circa il futuro economico della Repubblica di San Marino, che richiede necessari cambiamenti di modelli e di approcci.

Le linee di riforma del sistema finanziario sammarinese finora

attuate, pur toccando in maniera profonda quasi tutti gli istituti e le fonti normative in materia bancaria e finanziaria, presentano lacune, aspetti di arretratezza e incertezze interpretative che impediscono la formulazione di un giudizio completamente positivo e soddisfacente del processo in corso. Tale processo necessita di una evoluzione e implementazione in una direzione strategicamente proficua e sostenibile (non ancora chiara e condivisa nel Paese), con impegno e vera convinzione.

Per un verso il processo evolutivo appare improntato all'equiparazione del modello e della regolamentazione degli intermediari bancari e finanziari a quello vigente in ordinamenti più evoluti, introducendo principi di specializzazione operativa e di vigilanza prudenziale in linea con l'impostazione europea. Per altro verso, appare delineata la volontà di promuovere una trasformazione del sistema sammarinese da un modello destinato a fornire servizi finanziari non sofisticati e improntato soprattutto sulla distribuzione di prodotti finanziari esteri a un sistema basato sulla produzione diretta di tali strumenti.

Specificamente, un primo e fondamentale momento di riforma si è attuato con l'istituzione, con la L. n. 96 del 29 giugno 2005, della Banca Centrale della Repubblica di San Marino (BCSM), come autorità unica e autonoma, dotata di competenze tecniche specialistiche e di poteri di vigilanza regolamentare, prudenziale, consolidata e in materia di trasparenza, sull'intero comparto finanziario sammarinese. L'istituzione della BCSM rappresenta un elemento essenziale per un effettivo sviluppo del sistema finanziario della Repubblica di San Marino, ma le sua indipendenza, le sue capacità operative e risorse disponibili necessitano di essere ancora sviluppate e pienamente realizzate, al fine di operare in maniera davvero efficiente, efficace ed internazionalmente autorevole. Si tratta, evidentemente, di un punto di fondamentale importanza e di massima urgenza per l'implementazione di un efficiente ordinamento bancario e finanziario, in quanto la Banca Centrale, per gli ampi poteri normativi, regolamentari e di vigilanza, costituisce il centro di tutto il sistema. Soprattutto è indispensabile garantirne l'effettiva indipendenza dal potere politico e finanziario e rafforzarne ulteriormente la concreta capacità operativa.

Un secondo elemento di novità è intervenuto con la L. n. 165 del 17 novembre 2005 (LISF - Legge sulle imprese e sui servizi bancari, finanziari e assicurativi), che riforma l'assetto del mercato finanziario sammarinese, costituendo una sorta di testo unico che disciplina sia il comparto bancario, che quello finanziario, mobiliare e assicurativo. Tale legge, tuttavia, necessita per la sua completa operatività dell'introduzione di regolamenti di attuazione da parte della Banca Centrale che sono al momento in parte carenti, cosicché la riforma in atto non è stata ancora portata compiutamente a termine. Inoltre l'ampia delegificazione e la discrezionalità concessa all'organo di controllo nell'attuazione della normativa, l'attuale limitata capacità operativa di tale autorità, l'assenza di principi rigidi di contenimento e direzione di tale azione, come quelli derivanti per gli stati che aderiscono a organismi sovranazionali come l'Unione Europea, giustificano alcune perplessità circa l'effettiva portata di tale riforma.

Sotto il profilo della disciplina bancaria, la LISF segna alcuni rilevanti progressi, ponendo nuove norme o migliorando quelle esistenti in materia di stabilità, di vigilanza prudenziale, di assetti proprietari, di gruppi e conglomerati finanziari, di trasparenza nei rapporti con la clientela.

In particolar modo, per quanto riguarda gli assetti proprietari è stato introdotto un regime di maggiore trasparenza, che vieta per le

banche l'adozione del tipo sociale della società anonima e impone obblighi di comunicazione al raggiungimento di particolari soglie di partecipazione (peraltro notevolmente elevate) e poteri di indagine all'autorità di vigilanza. È tuttavia necessario che tale regime, adottato a livello formale, venga implementato anche in via di fatto, attraverso un efficace esercizio dei poteri di controllo da parte della Banca Centrale.

La LISF introduce anche importanti strumenti di tutela come il fondo obbligatorio di garanzia dei depositi, non ancora tuttavia istituito in mancanza del regolamento di attuazione. Soprattutto quest'ultimo aspetto merita di essere segnalato, anche perché, oltre ad offrire un'immagine di scarsa affidabilità del sistema bancario sammarinese, la mancata istituzione del fondo di garanzia pone le banche di San Marino al di sotto degli standard richiesti a livello europeo.

Con riferimento alla disciplina delle altre attività finanziarie e del mercato mobiliare, la LISF introduce il principio di specializzazione operativa, separando le attività di prestazione di servizi di investimento dall'attività finanziaria e da quella fiduciaria, che da ora in poi potranno essere svolte rispettivamente solo da Sim, società finanziarie e fiduciarie. Viene così meno la tradizionale figura della finanziaria-fiduciaria sammarinese, che cumulava in sé tutte le tre funzioni (seppure potranno continuare a operare le finanziarie-fiduciarie preesistenti alla riforma). Con l'introduzione del principio di specializzazione degli intermediari viene ridotto il rischio di instabilità patrimoniale e di conflitti di interesse.

Anche sotto il profilo della tutela dell'investitore vengono introdotte importanti innovazioni, ma queste, come gran parte delle norme in tema di finanziarie e servizi di investimento, sono ancora in fase di implementazione, mancando i regolamenti attuativi della Banca Centrale.

Un'ulteriore rilevante innovazione riguarda l'accesso al mercato bancario e finanziario, che ora potrà avvenire per tutti gli intermediari previa autorizzazione della Banca Centrale, concessa in base a requisiti oggettivi di stabilità e sana e prudente gestione. Resta tuttavia, sia per i soggetti interni e gli intermediari esteri, un controllo sistemico da parte del Congresso di Stato per l'accesso al mercato sammarinese, che si contrappone al modello vigente a livello comunitario.

Riguardo ai nuovi prodotti finanziari, la LISF introduce il Fondo Comune di Investimento Sammarinese, tradizionale e non tradizionale (hedge fund). Con la L. n. 37 del 17 maggio 2005 viene previsto anche il nuovo istituto del Trust di diritto sammarinese, che potrà avere come gestore banche e intermediari finanziari di San Marino. Vengono così poste le basi normative per un'evoluzione del sistema verso la produzione di strumenti finanziari e il risparmio gestito, sulla scia di paesi come Lussemburgo e Liechtenstein. Tale evoluzione richiede, tuttavia, da un lato l'implementazione effettiva della capacità operativa delle banche e degli intermediari sammarinesi nel settore della gestione del risparmio, così da offrire prodotti competitivi e appetibili per i risparmiatori, dall'altro che il processo di regolamentazione e di vigilanza sugli intermediari e sulle banche garantisca l'immagine di un sistema affidabile e corretto. Inoltre, è necessario avvertire che la figura del trust, a livello internazionale, è divenuta oggetto di crescente diffidenza, in quanto possibile strumento in grado di favorire l'occultamento di capitali e l'evasione fiscale.

Fondamentale rilevanza per l'assetto dell'ordinamento finanziario sammarinese rivestono gli aspetti relativi alla trasparenza e alla collaborazione con le autorità internazionali. Vengono in evidenza sotto questo profilo innanzitutto le tematiche dell'antiriciclaggio e dell'opponibilità del

segreto bancario. Con riferimento al primo punto, con la L. n. 92 del 17 giugno 2008, e i relativi regolamenti di attuazione, sono stati compiuti significativi passi avanti verso il recepimento delle raccomandazioni del GAFI[1]; passi tuttavia non ritenuti sufficienti per un giudizio positivo da Moneyval[2], per la presenza di alcune residue lacune normative e dubbi circa l'effettiva funzionalità operativa del sistema. Sotto il profilo del segreto bancario, le insistenti pressioni a livello internazionale rendono necessaria una revisione soprattutto della materia delle rogatorie internazionali e della collaborazione fra autorità con il recepimento dell'art. 26 OCSE. Ciò dovrà inoltre avvenire non solo a livello bilaterale con l'Italia (paese con il quale sono in corso le trattative per un rinnovo degli accordi di collaborazione finanziaria) ma a più ampio raggio.

Riassumendo, l'ordinamento bancario e finanziario sammarinese presenta, a livello normativo, rilevanti e interessanti spunti di innovazione e adeguamento agli standard più evoluti, ma tale processo di rinnovamento dovrà essere portato a termine con risolutezza e vera convinzione se San Marino intende cogliere le opportunità dell'essere "membro accettato" dalla comunità economica-finanziaria internazionale. Da questo punto di vista, essenziale è il ruolo che dovrà essere svolto dalla Banca Centrale come autorità di vigilanza, in quanto ad essa competono ampi poteri discrezionali, anche di carattere normativo, per la completa attuazione delle riforme in corso e per il corretto ed efficiente funzionamento di tutto il sistema.

## 2. LE PRINCIPALI CARATTERISTICHE STRUTTURALI DEL COMPARTO BANCARIO-FINANZIARIO SAMMARINESE

A partire dagli anni '90 aumenta il numero di banche e di sportelli. Elevato grado di bancarizzazione superiore al doppio di quello dei concorrenti italiani.

Elevato grado di concentrazione del mercato bancario; al 31/12/2007 la prima banca – Cassa di Risparmio di San Marino – detiene il 37,5% del mercato della raccolta e il 51,7% di quello degli impieghi.

Il sistema sammarinese si caratterizza per una struttura snella e un'elevata produttività. Pochi dipendenti gestiscono elevati volumi di raccolta ed impieghi. La semplicità dei prodotti offerti facilita inoltre la gestione dei volumi. Gli elevati volumi gestiti a "basso costo" suggeriscono che il sistema funge più da cassaforte che non da "portafoglio" finanziario:

- i fondi intermediati (raccolta e impieghi) sulla piazza di San Marino ammontano a poco più del 3% di quelli intermediati in Emilia-Romagna;
- in termini di produttività per sportello le banche sammarinesi battono pesantemente le vicine concorrenti emiliano-romagnole. Sia gli impieghi sia la raccolta per dipendente, a San Marino sono circa 3,5 volte superiori rispetto all'Emilia-Romagna.

[1] Il GAFI – Gruppo di Azione Finanziaria, è il più importante organismo in materia di lotta internazionale contro il riciclaggio di capitali e il finanziamento del terrorismo. Le sue 49 Raccomandazioni costituiscono gli standard riconosciuti a livello internazionale che i paesi devono attuare per lottare efficacemente contro il riciclaggio di capitali e il finanziamento del terrorismo.

[2] Il Moneyval – Comitato di esperti del Consiglio d'Europa per la valutazione di misure contro il Riciclaggio di Capitali ed il Finanziamento al Terrorismo, è un organismo in seno al Consiglio d'Europa.

Il sistema bancario è caratterizzato da un'operatività di tipo tradizionale:

- Il 75% dei volumi intermediati (raccolta e impieghi) è costituito da raccolta, il 57% della quale diretta. Questi valori sono complessivamente in linea con quelli dei concorrenti italiani; se la raccolta indiretta di San Marino risulta peraltro inferiore di circa 10 punti percentuali rispetto a quella dell'Emilia-Romagna (43% contro 53%).
- La Repubblica al pari delle vicine economie europee è colpita dalla crisi che già a partire da Ottobre 2008 fa registrare significative perdite sul fronte della raccolta indiretta, che rispetto al mese precedente flette di circa 7 punti percentuali. Tiene, invece, la raccolta diretta che rispetto al mese precedente aumenta di 1,37 punti percentuale. Tale calo segue a quello del 6% del mese precedente forse più riconducibile alle vicende Moneyval piuttosto che alle previsioni di una crisi finanziaria.
- La composizione per forma tecnica della raccolta diretta sembra essere, innanzitutto, guidata da forme di agevolazioni fiscali legate ai prodotti che la caratterizzano. In particolare, l'adesione agli Accordi Ecofin a partire dal Luglio 2005 muove una riallocazione delle risorse dai PCT (Pronti Contro Termine) non più fiscalmente convenienti ai CD (Certificati di Deposito) il cui vantaggio fiscale risulta ancora marcato nei confronti dei vicini concorrenti italiani.

Se da un lato un aumento dei volumi degli impieghi può contribuire positivamente alla redditività della banca attraverso le politiche di mark-up (e alla formazione del margine di interesse), dall'altro lato se la banca non realizza un'adeguata politica di diversificazione del portafoglio prestiti e/o di copertura del rischio di credito rischia di accumulare indesiderati effetti negativi in termini di maggiori sofferenze. Nel periodo oggetto di analisi 2006-2009 sia gli impieghi sia il rapporto sofferenze/impieghi sono crescenti.

L'analisi della composizione dell'attivo suggerisce che:

- le banche sammarinesi allocano meno risorse come crediti alla clientela di quelle italiane (40% contro il 70%);
- le banche sammarinesi – ed in particolare le "banche storiche" - appaiono più esposte di quelle italiane sugli investimenti in titoli. Al 31/12/2007 le "banche storiche" allocavano il 45,56% del loro attivo in "Obbligazioni e titoli di debito" contro un valore medio delle "banche nuove" pari al 12,27% ed un 10% circa delle vicine banche emiliano-romagnole;
- i dati del 2008 sembrano suggerire che non vi siano state forti riallocazioni tra le voci dell'attivo; è tuttavia possibile che i valori di bilancio di tali asset subiscano nel corso del 2009 perdite di valore a causa della crisi finanziaria che ha investito i principali mercati mobiliari mondiali;
- infine, l'elevato credito verso le altre banche del sistema da parte delle "nuove banche" lascia intravedere una forte vulnerabilità del sistema a qualsiasi fenomeno di crisi che, se non opportunamente gestito e controllato mediante politiche di copertura e/o salvataggio, potrebbe trasformarsi in rischio sistemico.
- Le banche sammarinesi si caratterizzano per un'elevata patrimonializzazione rispetto ai concorrenti italiani.
- nell'arco temporale analizzato 2002-2007 il rapporto P/TA è costantemente superiore a quello delle banche italiane;
- al 31/12/2007 tale rapporto è in "media" pari a 10,67 circa 3 punti percentuali superiore a quello delle banche emiliano-romagnole;
- al 31/12/2007 la banca più capitalizzata era la CARISP con un rapporto

pari a 14,78%. La meno capitalizzata era la Banca Commerciale Sammarinese con un rapporto pari a 2,65%.

- La redditività ordinaria delle banche sammarinesi appare in linea con quella media delle banche italiane. Le "banche storiche" con una redditività media superiore a quella delle limitrofe banche italiane trainano verso l'alto la redditività dell'intero sistema bancario sammarinese.
- L'elevata capitalizzazione del sistema (si veda punto 6) spinge verso il basso la remunerazione del capitale.
- La "redditività dell'attività di intermediazione creditizia" è sistematicamente maggiore per le "banche storiche" rispetto a quelle di più recente costituzione. Proprio il loro minor consolidamento sul mercato potrebbe essere alla base di questo risultato. C'è, inoltre, da chiedersi se proprio i nuovi ingressi abbiano in qualche modo "bruciato" parte della redditività delle banche maggiori che resta abbondantemente inferiore a quella dei concorrenti italiani.
- La "redditività lorda dell'attività di intermediazione" appare inferiore a quella delle vicine banche italiane. Un minore differenziale tra interessi attivi e passivi rapportato alle attività fruttifere potrebbe implicitamente scontare che le banche sammarinesi praticano tassi di interesse minori alla propria clientela perché ritenuta meno rischiosa.

Tuttavia il fatto che il tasso di incidenza delle rettifiche nette di valore sui crediti sia aumentato nel tempo e sia in linea con quello delle banche italiane suggerisce che anche le banche sammarinesi hanno scontato nel tempo una maggiore rischiosità della clientela.

La redditività da attività da servizi risulta maggiore per le "banche nuove" rispetto a quelle storiche, suggerendo che potrebbero avere deciso di seguire strategie commerciali almeno in parte diverse da quelle delle concorrenti. In media, la redditività da servizi di questo sottoinsieme di banche appare in linea con quella dei concorrenti italiani.

Mentre l'analisi di efficienza del sistema bancario sammarinese, che dovrebbe essere svolta a parità di assetto istituzionale, potrebbe portare a conclusioni diverse una pur semplice analisi basata sul confronto dei costi operativi (costi del personale e spese amministrative) sembrerebbe suggerire maggiore profittabilità del sistema bancario sammarinese rispetto a quello dei concorrenti italiani. Questa compressione dei costi suggerisce che il sistema sammarinese gestisce elevati volumi di intermediazione ma con competenze e strumenti tecnici relativamente semplici e tali da non richiedere elevati investimenti in capitale umano.

Gli indicatori di rischio tendono ad aumentare negli ultimi anni. Tuttavia, la maggiore patrimonializzazione delle banche sammarinesi rispetto a quelle italiane sembra suggerire che, a parità di condizioni regolamentari, potrebbero essere meglio attrezzate nel gestire situazioni di crisi.

## 3. LINEE EVOLUTIVE ED ALCUNI SPUNTI DI POLITICA ECONOMICO-FINANZIARIA

Rispetto ad altre piazze offshore, il sistema finanziario sammarinese ha la peculiarità di riferirsi in modo particolarmente accentuato all'Italia, per ragioni storiche e geografiche. Questo ha fatto sì che lo stimolo competitivo fosse rapportato gli standard italiani, sia in termini di efficienza delle banche che di prodotti sviluppati, particolarmente semplici.

Il processo di globalizzazione non ha portato il sistema bancario di San Marino ad una maggior integrazione internazionale ma piutto-

sto ad un aumento quantitativo delle dimensioni del suo comparto finanziario e ad una maggiore integrazione con il corrispondente sistema italiano.

L'attuale processo di riforma del sistema finanziario internazionale porterà a una maggiore regolamentazione delle piazze offshore, viste come uno dei fattori di catalizzazione dell'instabilità finanziaria all'origine della crisi.

Sotto questo aspetto la Repubblica di San Marino vive una contraddizione in quanto, dato il suo rapporto speciale con l'Italia, pensa di risolvere il suo più grande contenzioso degli ultimi decenni e di trovare una più solida collocazione internazionale con un accordo con la stessa Italia. Questo è stato praticabile in passato, con indubbi vantaggi da parte sammarinese, anche per la instabilità, politica e istituzionale, della controparte. Tuttavia il processo di accentuazione dell'interdipendenza internazionale fra le diverse aree economiche riduce il peso delle contrattazioni bilaterali e amplia l'influenza ed il ruolo degli organismi internazionali e sovranazionali. In questo senso l'introduzione di regole condivise dai mercati finanziari internazionali, presupposto per una piena integrazione del sistema sammarinese, ha poco a che fare con la limitazione della sovranità statuale.

Lo sviluppo del sistema bancario sammarinese degli ultimi decenni è spiegabile in buona parte da due vantaggi competitivi principali rispetto al sistema finanziario italiano in termini di fiscalità e, soprattutto dalla segretezza-anonimato. I due aspetti anche se strettamente legati nei fatti, sono logicamente separati e in una prospettiva di policy conviene enfatizzare le possibili diverse opzioni che si aprono tenendoli distinti.

L'essersi determinato, nei fatti, un legame profondo fra segretezza-anonimato e vantaggi fiscali ha condotto ad una situazione in cui l'indebolimento di un aspetto comporta l'indebolimento anche dell'altro termine competitivo. La scelta sammarinese in passato sembra essere stata quella di addivenire (ma solo in termini formali, non effettivi) a una maggiore tassazione sulle attività finanziarie, che risultavano comunque schermate dalla segretezza-anonimato. Attualmente, nel momento per scelte principalmente esterne in cui viene meno o si indebolisce la segretezza-anonimato la convenienza fiscale diventa insufficiente a reggere da sola la competitività dell'intero sistema. È tuttavia possibile attuare strategie che portino alla compensazione di un aspetto con l'altro.

Attualmente la Repubblica di San Marino sconta una seria perdita di credibilità verso l'esterno. Gli elementi di regolazione e vigilanza introdotti dalla BCSM pur costituendo una rottura con il passato, perdono parte della loro efficacia. Dall'esterno non è infatti semplice distinguere i diversi ruoli e gli obiettivi (anche molto diversi) perseguiti dai vari operatori e i connessi conflitti che si originano. Inoltre la bassa credibilità del sistema comporta una selezione avversa nella qualità della clientela del sistema.

Il processo di riforma del sistema riflette una duplice tendenza. Da un lato rispetto a un punto di partenza in cui la stabilità del sistema si basava su un modello informale di relationship banking proprio delle realtà locali, sono stati fatti significativi passi avanti nell'assetto istituzionale e normativo e, in parte, nella prassi di regolazione. Dall'altro lato, rispetto al punto di arrivo considerato accettabile a livello internazionale le distanze da colmare risultano ancora notevoli. La stessa velocità di adeguamento è cruciale: se troppo limitata, non riesce a modificare alcune caratteristiche inefficienti e indesiderabili nel sistema; se troppo veloce, rischia di compromettere la stabilità dello stesso sistema.

In prospettiva è opportuno sfruttare in modo virtuoso la possi-

bilità di avere una legislazione che da un lato sia in accordo con quella dei mercati di origine dei flussi finanziari, e dall'altra permetta di sfruttare le flessibilità e le specializzazioni che un piccolo paese, dotato di un impianto normativo e istituzionale molto particolare, può sviluppare. Evidentemente un prerequisito è la volontà del sistema sammarinese di procedere alla propria ricollocazione sul mercato. Un requisito di base per una proficua ricollocazione è la strutturazione di strumenti normativi e prassi efficaci, trasparenti e di grande valore per attrarre nuova clientela (oltre che per parte di quella esistente). Un'altro requisito è lo sviluppo di capacità tecniche distintive ed il raggiungimento di elevata efficienza all'interno del comparto. I due requisiti creerebbero una consistente capacità competitiva e assicurerebbero una posizione d'eccellenza e più sostenibile nel mercato.

Il processo di ricollocazione sul mercato richiede inevitabilmente tempi adeguati. Va considerato che la Repubblica di San Marino è di fronte ad una opportunità ideale: in questo momento è spinta a cambiare dagli eventi, e allo stesso tempo nessuno desidera un conflitto all'ultimo sangue con le piazze offshore perché genererebbe un ulteriore motivo d'instabilità per i mercati finanziari internazionali. Tuttavia la profondità e il perdurare della crisi comportano una crisi fiscale dei paesi che danno origine ai flussi finanziari diretti ai paesi offshore. Questa crisi fiscale ancora non si è manifestata in tutta la sua gravità sull'economia reale. In futuro questo elemento costringerà ad un maggiore rigore verso le piazze offshore.

L'assetto e la tipologia di operazioni finanziare praticate nella Repubblica di San Marino, in media, rientrano in una sorta di zona "grigia", di ambigua definizione, intermedia tra il "bianco" e il "nero". Questa zona, tuttavia tende a ridursi progressivamente per via del processo di riforma della regolamentazione dei mercati internazionali e soprattutto, per la modifica degli standard tecnici considerati accettabili e delle scelte politiche dei governi. La scelta della Repubblica di San Marino, molto ragionevolmente, sarà quella di rientrare pienamente nella zona bianca. Spingono in questa direzione: la volontà, rintracciabile nella storia dei sammarinesi, di rimanere autonomi, sovrani e inattaccabili; la collocazione geografica, di enclave al sistema italiano; e le reazioni delle nazioni europee più vicine che difficilmente potrebbero tollerare comportamenti troppo divergenti rispetto agli standard finanziari e di sicurezza dell'Unione Europea.

La specializzazione di un sistema economico o finanziario in una gamma relativamente ridotta di prodotti è un esito naturale del mercato. Il vantaggio comparato del sistema sammarinese è stato principalmente la presenza del segreto bancario. Ciò richiama naturalmente quella particolare clientela sul mercato che valuta come molto importante questa specifica tipologia di offerta. Il segreto bancario, tuttavia, per sua natura non riesce a operare un efficace distinzione tra ricerca di riservatezza e protezione della criminalità. Peraltro, la scelta di definire dei criteri di accettabilità se effettuata esclusivamente a discrezione di operatori in conflitto di interessi (banche e interessi dei propri clienti) non è credibile.

In un processo di progressiva apertura e trasparenza del settore finanziario si pone, in prospettiva, anche la questione dell'assetto proprietario degli intermediari finanziari, nonché della loro solidità patrimoniale.

Di norma la virtuosità dei comportamenti degli operatori finanziari si accompagna alla loro stabilità. La stabilità del sistema finanziario sammarinese, a sua volta, è la migliore garanzia per un assetto equilibrato delle finanze pubbliche, che altrimenti sarebbero sotto la potenziale minaccia di pesanti stress di bilancio, con la conseguente riduzione del merito

di credito dello Stato. A riprova di questo legame vi è il recente downgrading della Repubblica di San Marino da parte di Fitch.

# CAPITOLO 2
# L'ORDINAMENTO BANCARIO E FINANZIARIO SAMMARINESE E SUA EVOLUZIONE

## 1. CONSIDERAZIONI GENERALI

L'ordinamento bancario e finanziario sammarinese sta subendo negli ultimi anni una evoluzione verso un progressivo adeguamento agli standard internazionali e comunitari.

La spinta verso questo adeguamento è stata provocata:

- da un lato, dalla consapevolezza dell'arretratezza di tale sistema, basato su una raccolta bancaria non sofisticata e soprattutto su un segreto bancario molto forte, che fino ad ora ha garantito l'opacità nei confronti delle indagini delle autorità fiscali di altri paesi e in materia di antiriciclaggio, e quindi dal tentativo di adeguarsi a modelli di sistemi finanziari più avanzati;
- dall'altro lato, soprattutto dalla pressione esercitata a livello politico sia italiano che internazionale, nell'ambito della lotta ai paradisi fiscali e al riciclaggio del denaro. Questa pressione è diventata assai più forte e addirittura drammatica negli ultimi mesi, a seguito dell'aggravarsi della crisi economica internazionale, che impone un richiamo dei capitali "parcheggiati" presso i vari paradisi fiscali nei paesi d'origine. Si vedano in proposito le vicende relative al G20 di aprile 2009, alla pressione verso paesi come la Svizzera, e per quanto riguarda l'Italia, le vicende giudiziarie Re Nero (Asset Banca, inizi 2008) e Varano (CARISP San Marino – Delta, maggio 2009) e, la circolare di Banca d'Italia di dicembre 2008 - gennaio 2009 che classificava il sistema bancario sammarinese come non comunita-

rio, mettendo in pericolo la stessa possibilità delle banche di San Marino di operare con l'Italia.

Questa evoluzione sta portando, da un lato, a introdurre nuove norme che disciplinino le banche e le finanziarie sammarinesi in maniera conforme agli standard comunitari e alla normativa antiriciclaggio, dall'altro, per compensare la perdita del vantaggio concorrenziale derivante dal segreto bancario e dall'opacità come elementi attrattivi per certi capitali, di introdurre norme che favoriscano la specializzazione degli intermediari sammarinesi nella gestione del risparmio con tecniche più avanzate e sofisticate (seguendo la strada del Liechtenstein)

## 2 ANALISI DEI SINGOLI ISTITUTI
## 2.1 LA BANCA CENTRALE DI SAN MARINO

Con la legge n. 96 del 29 giugno 2005 è stata introdotta la Banca Centrale di San Marino, come nuova autorità indipendente per la vigilanza sul sistema bancario e finanziario sammarinese.

Ad essa spettano poteri di vigilanza prudenziale, regolamentare, ispettiva, consolidata e in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Essa esercita le sue funzioni su tutti i soggetti del sistema: banche, finanziarie, fiduciarie, assicurazioni, assommando in sé funzioni che in Italia sono ripartite fra Banca d'Italia, Consob e Isvap.

Al suo interno è istituita l'AIF (Agenzia Informazione Finanziaria), come articolazione autonoma per la funzione antiriciclaggio.

Con la istituzione della Banca Centrale di San Marino si è voluta istituire un'autorità di vigilanza, indipendente dal sistema bancario e tecnicamente competente e autonoma, istituzionalmente capace di vincolare le scelte delle banche.

Circa la attuale effettiva capacità operativa di tale istituto, (sia a livello giuridico che pratico e di risorse disponibili) tuttavia sono emersi dubbi anche tra autorevoli membri dello stesso. Riguardo la sua indipendenza si può rilevare due potenziali conflitti d'interesse:

- tra la BCSM e il decisore politico, in quanto membri del Consiglio Grande e Generale (poco più di un terzo) ricevono proventi da partecipazioni al capitale delle banche;
- tra la BCSM, come organo superpartes di controllo, e le banche oggetto di controllo, essendo la Banca Centrale partecipata al 70% dallo Stato, al 14% da Cassa di Risparmio di San Marino, al 6% da Banca di San Marino, al 5% da Banca Agricola Commerciale (Gruppo UNICREDIT e Cordusio) e al 5% da Credito Industriale Sammarinese (Gruppo Cassa di Risparmio di Rimini). Seppur questo non rappresenti un'eccezione a livello internazionale (ci sono altri casi di Banche Centrali che annoverano fra i propri azionisti anche Banche private), nel caso della Repubblica di San Marino il tutto assume connotazioni più complesse e delicate per le tante peculiarità sammarinesi, fra le quali: le ridottissime dimensioni del Paese, che amplificano la portata dei potenziali effetti discorsivi degli interessi in gioco e gli eventuali effetti di carenze organizzative-gestionali della Banca Centrale; la non piena rispondenza agli standard OCSE e Moneyval del sistema sammarinese mettono in luce carenze al sistema delle garanzie-controlli; la vigenza di una forma di segreto bancario rende il mercato opaco; la grande discrezionalità possibile in capo alla Banca Centrale di San Marino influiscono sul funzionamento concorrenziale del mercato interno. A stemperare l'eventuale potenziale conflit-

to di interesse va sottolineata la ridotta ingerenza degli azionisti sulle funzionalità di Banca Centrale e la nomina dei vertici da parte del Consiglio Grande e Generale, proprio per attenuare potenziali ambiguità e aumentarne l'indipendenza verso tutti gli operatori del settore (azionisti e non).

Alla luce delle considerazioni svolte, comunque, deve ritenersi che la creazione di condizioni affinché la Banca Centrale possa efficacemente svolgere le sue funzioni in maniera effettiva e indipendente costituisce una priorità fondamentale per il buon funzionamento dell'ordinamento bancario e finanziario sammarinese.

## 2.2 LA RIFORMA DELL'ORDINAMENTO FINANZIARIO (LISF)

Con la legge n.165 del 17 novembre 2005 (LISF) si è introdotta una nuova legge che riforma completamente il sistema bancario e finanziario sammarinese, recependo gli orientamenti in tale materia espressi nell'ordinamento comunitario.

Questa legge si pone come un testo unico che disciplina banche, finanziarie, assicurazioni, investitori istituzionali, sollecitazione all'investimento, etc., dettando regole generali e lasciando alla Banca Centrale il compito di dettare le norme regolamentari di attuazione e lasciando in tal modo a tale autorità un forte potere discrezionale (anche troppo forte).

Tali norme di attuazione sono state in parte adottate ma mancano ancora, fra l'altro, quelle relative alle finanziarie-fiduciarie e alla sollecitazione (offerte al pubblico). Quindi l'attuazione è ancora in notevole parte incompleta.

## 2.3 BANCHE

Con riferimento alle banche la LISF modifica la disciplina precedente limitando innanzitutto la possibilità per le banche sammarinesi di svolgere diverse attività finanziarie, e sostanzialmente riconducendole al modello italiano.

In sostanza le banche sammarinesi di nuova costituzione possono svolgere tutte le attività finanziarie tranne l'attività assicurativa e la gestione di fondi comuni di investimento (ma le banche preesistenti possono continuare a operare con le vecchie norme).

È stata modificata la disciplina dell'autorizzazione, ancorandola a dati oggettivi, sul modello comunitario, e a un controllo di stabilità e sana e prudente gestione. Tuttavia, a differenza di tale modello, esiste ancora un controllo sistemico del Congresso di Stato sulle nuove autorizzazioni, che può vietare il nulla osta. Analogo controllo esiste per le nuove succursali di banche estere (quindi non c'è un libero accesso al mercato su base completamente concorrenziale).

È stata migliorata la disciplina dei bilanci, della trasparenza degli assetti societari (sono vietate, fra l'altro, le banche con forma di società bancaria anonima e sono stati introdotti obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e poteri di indagine da parte dell'autorità di vigilanza). È stata introdotta una disciplina dei gruppi bancari e finanziari. Sì è introdotta la previsione di un sistema di assicurazione dei depositi (come nella normativa europea), anche se esso non è stato ancora attuato dalle autorità di Governo e dalla Banca Centrale di San Marino. Quest'ultimo aspetto, unitamente alla tematica relativa alla trasparenza degli assetti societari, rappresenta probabilmente uno dei punti più scottanti della disciplina delle banche nella Repubblica di San Marino. Con riferimento alla

mancata attuazione del fondo di garanzia dei depositi, infatti, l'ordinamento bancario sammarinese si pone al di sotto degli standard richiesti in ambito comunitario e rischia di offrire un'immagine di scarsa affidabilità a livello internazionale. La disciplina della trasparenza degli assetti proprietari (esigenza di conoscere l'identità professionale, la solidità patrimoniale, la solvibilità, ecc., degli azionisti), essenziale per un efficace controllo del sistema creditizio da parte dell'autorità di vigilanza, invece, pur essendo stata attuata a livello formale, per le elevate percentuali di partecipazione richieste al fine di far scattare l'obbligo di comunicazione, rischia di lasciare aperte zone di opacità che sarebbe compito della Banca Centrale, con i suoi poteri di indagine, colmare.

## 2.4 SOCIETÀ FINANZIARIE, FIDUCIARIE E IMPRESE DI INVESTIMENTO

Anche per questi operatori si sono adottate importanti innovazioni. Si è separata l'attività finanziaria (concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma), dall'attività di amministrazione fiduciaria (amministrazione di beni e titoli per conto dei clienti con intestazione fiduciaria e quindi in forma anonima) e da quella di prestazione di servizi di investimento. Si è introdotto quindi il principio di specializzazione degli intermediari, anche se essi potranno operare all'interno di uno stesso gruppo finanziario polifunzionale (v. sopra).

Le tre attività precedentemente ricordate non possono più quindi essere prestate dallo stesso soggetto congiuntamente (eccezion fatta per i soggetti già autorizzati prima della nuova legge). Pertanto le finanziarie potranno svolgere solo attività finanziaria, le fiduciarie solo amministrazione fiduciaria (amministrazione statica), le imprese di investimento solo di prestazione di servizi di investimento. Tali servizi, a differenza che in Italia, potranno però essere prestati anche sotto forma di intestazione fiduciaria (amministrazione fiduciaria dinamica, cioè con possibilità di compiere operazioni per conto del cliente ma in nome proprio).

Sono state introdotte norme di vigilanza prudenziale e di trasparenza e correttezza dei comportamenti, sulla falsariga della disciplina italiana, ma non sono stati ancora adottati i necessari regolamenti di attuazione della Banca Centrale di San Marino.

## 2.5 OFFERTE AL PUBBLICO, DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI

Anche su questo aspetto sono state introdotte, con la LISF, norme che si rifanno alla normativa italiana in tema di sollecitazione all'investimento (offerte pubbliche di titoli), in tema di reti distributive (promotori finanziari), etc.. Mancano però ancora molti regolamenti attuativi della Banca Centrale di San Marino.

## 2.6 ASSICURAZIONI E RETI DISTRIBUTIVE DI PRODOTTI ASSICURATIVI

Anche questa normativa è stata riformata dalla LISF sulla base dei principi comunitari. I relativi regolamenti di attuazione della Banca Centrale di San Marino sono stati già adottati.

## 2.7 SEGRETO BANCARIO

La LISF (art. 36) ha esteso l'obbligo del segreto bancario, oltre che alle banche, a tutti gli altri intermediari finanziari. La violazione del segreto è sanzionata penalmente.

La disciplina sammarinese consente una forte opacità per ciò che si riferisce al segreto bancario, soprattutto per quanto attiene alla collaborazione con le autorità di paesi esteri in caso di indagini in materia fiscale.

Infatti la legislazione sammarinese in tema di rogatorie internazionali prevede la possibilità di collaborazione con l'autorità giudiziaria estera solo se il fatto costituisce reato in entrambi i paesi; e a San Marino l'evasione è reato solo se sia accertata dall'autorità finanziaria per un ammontare che supera i 12.911 euro per operazione e i 129.114 euro per periodo di imposta (il che riduce i casi in cui si configura detto reato).

A seguito delle pressioni internazionali antecedenti l'incontro del G20 a Londra, San Marino si è impegnata a cambiare la legge sulle rogatorie.

Inoltre, con lettera del 24 marzo del Segretario di Stato per gli Affari Esteri Mularoni, la Repubblica di San Marino si è impegnata a recepire lo Standard 26 dell'OCSE in materia di cooperazione fra autorità internazionali, evitando così l'inserimento nella black list stilata dal G20, ma non quella nella grey list. Tale standard dovrà essere inserito innanzitutto, in base all'Accordo di Cooperazione economica siglato con l'Italia il 31 marzo scorso, nella convenzione sulle doppie imposizioni firmata con l'Italia nel 2002 e mai ratificata da parte italiana. Analoga dichiarazione dovrà poi essere sottoscritta anche con gli altri paesi OCSE. A livello internazionale, nel 2005 la Repubblica di San Marino ha sottoscritto l'accordo Ecofin sull'Euroritenuta, che prevede la possibilità di non svelare il segreto bancario, versando una ritenuta fissa per i redditi da interesse pagati a San Marino alle persone fisiche residenti in un paese dell'Unione Europea all'autorità fiscale del proprio paese di residenza.

## 2.8 ANTIRICICLAGGIO

Con la legge n. 92 del 17 giugno 2008, la Repubblica di San Marino ha introdotto nell'ordinamento sammarinese norme in materia conformi alle principali raccomandazioni previste dal GAFI (Gruppo di Azione Finanziario contro il Riciclaggio di denaro), modificando la disciplina preesistente.

Tuttavia, in due successive occasioni, rispettivamente nel luglio 2008 e al termine dello stesso anno, Moneyval - organismo del Consiglio di Europa per la vigilanza in materia antiriciclaggio (al quale San Marino aderisce) ha pubblicato un Rapporto relativo alla Repubblica di San Marino esprimendo una valutazione negativa in ordine al rispetto delle citate raccomandazioni. La valutazione negativa non ha riguardato il contenuto delle norme, formalmente in gran parte accettabili, ma la loro reale effettività, dato il brevissimo spazio intercorso dalla loro entrata in vigore e la non completa attuazione mediante i necessari regolamenti e provvedimenti.

La Repubblica di San Marino, attualmente sottoposta a procedura rafforzata, sarà oggetto di un nuovo esame da parte di Moneyval nel settembre 2009.

Il giudizio negativo da parte di Moneyval sulla Repubblica di San Marino ha prodotto diverse conseguenze negative:

- l'inserimento nella grey list dell'OCSE;

- l'emanazione della citata circolare della Banca d'Italia che esclude le Banche di San Marino dal circuito europeo (anche se poi a ciò si è ovviato con una successiva circolare di Banca d'Italia – ABI del 20 marzo in materia di classificazione dei clienti);
- più recentemente, la revoca dell'autorizzazione della Cassa di Rispar mio di San Marino a detenere partecipazioni nel Gruppo bancario italiano Delta, per l'appartenenza a un paese non affidabile sotto il profilo del riciclaggio, nell'ambito della vicenda "Varano".

Occorre inoltre ricordare la Raccomandazione interpretativa dell'art. 36 LISF in tema di segreto bancario, emanata dal Direttore generale della Banca Centrale di San Marino in data 30 gennaio 2009, che afferma come le comunicazioni antiriciclaggio non costituiscano violazione del segreto bancario.

## 2.9 I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Di fronte al processo che rende ormai evidente come sia impossibile mantenere a San Marino un sistema finanziario basato sull'opacità e sul segreto bancario, si è cercato, oltre che inserire elementi di trasparenza nel sistema, anche di apportare elementi di innovazione.

Da questo punto di vista si sono introdotte a San Marino nuove figure di investitori istituzionali, nella forma di fondi comuni di investimento di diritto sammarinese, sia con la LISF del 2005 sia con i relativi regolamenti di attuazione che risalgono al periodo 2006/07.

Prima di questa data a San Marino non era possibile gestire e istituire fondi comuni, ma solo vendere le quote di fondi esteri (prevalentemente italiani o lussemburghesi).

Con questa riforma si dà la possibilità agli intermediari sammarinesi di specializzarsi nel settore del risparmio gestito, e quindi di offrire un'alternativa ai propri clienti.

In tal modo, si cerca di promuovere l'evoluzione del sistema sammarinese da un modello basato sulla semplice raccolta del risparmio e la vendita di prodotti finanziari altrui, a un modello più avanzato basato sulla produzione di nuovi prodotti finanziari.

La LISF e i relativi regolamenti di attuazione prevedono diverse tipologie di fondi di investimento:

- aperti (cioè con possibilità di recesso in qualunque momento e con investimenti quindi in strumenti altamente liquidi, come i titoli quotati);
- chiusi (cioè con recesso solo in tempi prestabiliti o alla scadenza, e quindi che possono investire anche in titoli illiquidi, come quelli delle piccole-medie imprese).

I fondi chiusi possono investire anche in immobili (fondi immobiliari) o beni di investimento (in questo caso solo se riservati a investitori qualificati).

I fondi aperti possono essere "armonizzati" se rispecchiano le norme prudenziali delle direttive comunitarie. In questo caso possono essere commercializzati più facilmente nei paesi UE (anche se non godranno del mutuo riconoscimento).

Oltre ai fondi riservati, è possibile costituire i fondi "non tradizionali", cioè gli hedge funds, gestiti senza rispettare le ordinarie norme e vincoli prudenziali per i fondi comuni. Per la loro rischiosità, essi devono essere riservati ai soli investitori professionali; tuttavia nella forma di "fondi di fondi" (cioè di fondi che investono in altri hedge funds), e quando abbiano

un grado limitato di rischio, questi possono essere acquistati anche dal resto dei risparmiatori (non professionali).

## 2.10 IL TRUST

Nel 2005, con un'apposita legge, è stato introdotto nell'ordinamento di San Marino il Trust. Con questo istituto si può costituire un patrimonio autonomo che un soggetto (disponente) affida al Trustee perché ne diventi proprietario, ma lo gestisca nell'interesse di uno o più beneficiari indicati dal disponente stesso, o per uno scopo dallo stesso disponente prestabilito (Trust di scopo).

In tal modo, si realizza una completa separazione patrimoniale fra il restante patrimonio del disponente e il patrimonio affidato in Trust, cosicché attraverso la separazione dei due patrimoni quello affidato in Trust non potrà mai essere aggredito dai creditori del disponente stesso, né essere soggetto a responsabilità patrimoniale.

Il Trust è un istituto non previsto dall'ordinamento italiano, ma, attraverso il richiamo di una serie di convenzioni internazionali, il Trust sammarinese può essere legittimamente utilizzato anche da soggetti italiani (avendo anche il vantaggio della identità linguistica e culturale rispetto al Trust anglosassone).

Il Trust può essere gestito solo da banche o intermediari finanziari sammarinesi, e, a certe condizioni, anche stranieri, se autorizzati a San Marino. La previsione dell'obbligatoria gestione da parte di un intermediario finanziario autorizzato dovrebbe rappresentare la più efficace forma di tutela degli interessi dei beneficiari e del disponente, ma tale efficacia è evidentemente condizionata dal grado di professionalità e di affidabilità degli intermediari sammarinesi e del complessivo sistema finanziario della Repubblica.

Il Trust potrebbe dunque, a tali condizioni, ritenersi un valido strumento per offrire alla clientela italiana un servizio di gestione patrimoniale con modalità particolarmente favorevoli grazie alla separazione patrimoniale. Tuttavia, recentemente, paesi come il Liechtenstein, dove il Trust è ampiamente diffuso e costituisce una delle basi fondamentali dell'attività delle banche, sono stati messi sotto accusa a livello internazionale (in questo caso da paesi limitrofi, come la Germania), in quanto l'istituto favorirebbe l'opacità dei patrimoni e l'evasione fiscale. Quindi resta da verificare se esso possa attualmente rappresentare ancora un'alternativa di sviluppo praticabile anche per la Repubblica di San Marino, oppure se non sia più compatibile con l'attuale evoluzione della situazione internazionale riguardante i c.d. "paradisi fiscali".

## 3. OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Come si è osservato all'inizio, l'ordinamento sammarinese in materia bancaria e finanziaria si è caratterizzato per un'ampia attività di revisione normativa che è stata portata avanti negli ultimi anni, al fine di rendere il complessivo sistema finanziario più competitivo e al passo con i tempi.

Questo processo di revisione normativa, che ha toccato praticamente tutti gli aspetti, i soggetti e gli istituti del comparto finanziario sammarinese, si è svolto seguendo diverse direttrici.

In primo luogo si è intervenuti, attraverso la legge n. 156/2005 (LISF) e i relativi numerosi provvedimenti di attuazione, nel senso di ammo-

dernare e rendere conformi le istituzioni finanziarie sammarinesi ai parametri internazionali, soprattutto nel confronto con le esperienze dell'ordinamento comunitario.

In questo senso si è innanzitutto intervenuti attraverso una riformulazione della struttura soggettiva degli intermediari, nel senso di una specializzazione che dovrebbe portare ad una maggiore efficienza, sotto il profilo sia di un più agevole controllo della solidità degli intermediari stessi (escludendosi possibili intrecci tra attività fra loro diversificate che potrebbero esercitare influenze reciproche negative sulla complessiva stabilità dell'ente), sia per ciò che si riferisce alla minore possibilità di interferenze operative, idonee a determinare situazioni di conflitti di interesse.

Il modello che è stato a tale scopo adottato è quello italiano, che prevede una pluralità di intermediari, ciascuno con una propria specializzazione caratteristica, ma con la limitata possibilità, a certe condizioni, di poter esercitare anche altre attività finanziarie, proprie tipicamente di altre tipologie di operatori. Un modello che prevede, cioè, una polifunzionalità limitata dal perdurante principio di specializzazione, e dalla contemporanea presenza della figura del gruppo polifunzionale, anche nella versione del conglomerato bancario (o finanziario) e assicurativo.

Sono così nate le nuove banche e, soprattutto, le nuove finanziarie, le nuove fiduciarie e le nuove imprese di investimento sammarinesi (oltre a soggetti del tutto innovativi per il panorama di San Marino, come la società di gestione e il Trust, che ricorderemo più oltre), ma tali novità presentano tuttavia diversi importanti limiti.

Ad esempio, per quanto le banche e le finanziarie e fiduciarie sammarinesi, è vero che la nuova legge (LISF) introduce una nuova specializzazione soggettiva, per cui non è più consentita la figura della fiduciaria-finanziaria sammarinese, che assommava in sé la possibilità di svolgere sia l'attività finanziaria, che l'attività fiduciaria che l'attività di prestazione di servizi di investimento, in quanto le società di nuova istituzione possono oggi solo svolgere l'attività finanziaria (cioè di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma), o l'attività fiduciaria (di amministrazione statica), oppure l'attività di prestazione di servizi di investimento (quest'ultima, a differenza di quanto avviene in Italia, potrà sempre essere svolta anche attraverso la modalità dell'intestazione fiduciaria).

Tuttavia questo nuovo assetto vale soltanto per le finanziarie, fiduciarie e imprese di investimento di nuova istituzione, in quanto per le società preesistenti continueranno a valere le previgenti norme ed esse potranno continuare a prestare la loro attività polifunzionale.

Lo stesso dicasi per le banche, in quanto solo per quelle di nuova istituzione varranno le regole della LISF per cui l'ambito della loro operatività viene in sostanza equiparato a quello delle banche italiane (anche se con più ampi margini, compatibili comunque con i limiti comunitari, per ciò che si riferisce alla possibilità di concedere finanziamenti tramite l'acquisto di partecipazioni). Tuttavia, anche questi limiti varranno soltanto per le banche di nuova istituzione, mentre quelle preesistenti potranno continuare ad operare secondo il previgente modello, che esclude alle banche soltanto la possibilità di prestare attività assicurativa e riassicurativa. Ed è dubbio, stante il limitato ambito del mercato finanziario sammarinese, se esso possa in futuro ammettere la presenza di nuovi operatori che si aggiungano a quelli attuali senza raggiungere il livello di saturazione dello stesso. Ciò a tacer del fatto che l'operatività di intermediari finanziari soggetti a regole così diverse e a siffatte disparità per quanto

riguarda gli ambiti operativi, potrebbe comportare evidenti problemi di disparità concorrenziale.

Per quanto riguarda sempre la disciplina soggettiva degli intermediari finanziari, la nuova disciplina di cui alla LISF si è mossa, sulla falsariga dell'impostazione comunitaria, nel senso di favorire la stabilità e la sana e prudente gestione, ponendo una serie di regole, in tema di vigilanza prudenziale, ispettiva, regolamentare, di trasparenza degli assetti societari (sotto questo profilo eliminando soprattutto la forma giuridica della società anonima, tipo societario precedentemente consentito per lo svolgimento di attività del settore finanziario), regole che si pongono in conformità con il modello europeo e specialmente italiano.

Tuttavia, questo modello è ancora in fase di implementazione, soprattutto per ciò che si riferisce alle società finanziarie, fiduciarie e le imprese di investimento sammarinesi, rispetto alle quali manca ancora una disciplina organica a livello regolamentare, potendosi per ora contare solo su una circolare della Banca Centrale circa i requisiti per la costituzione di nuovi soggetti.

Anche sotto il profilo dell'accesso allo svolgimento dell'attività finanziaria in genere, si rilevano alcune particolarità. Innanzitutto la LISF ha adottato, per quanto riguarda l'autorizzazione all'accesso all'attività, un modello che prevede un'autorizzazione rilasciata dalla Banca Centrale e fondata sul possesso di requisiti oggettivi di capitalizzazione, di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali, di onorabilità dei soci rilevanti, di presentazione di un programma di attività, etc., sovrapponibili sostanzialmente al modello comunitario e, anche in questo caso, soprattutto italiano.

Sembra essere stato così adottato un modello che riconosce all'attività finanziaria la natura di attività di impresa, sottoposta in quanto tale pienamente alle regole della concorrenza, cosicché l'autorizzazione all'accesso dell'attività viene consentita, in base ad un atto dovuto, tutte le volte che il soggetto sia in possesso di requisiti oggettivi che ne garantiscano la stabilità e la sana e prudente gestione. Questa è l'impostazione fatta propria a livello comunitario, che sottopone lo svolgimento dell'attività finanziaria alle regole della concorrenza e del mercato, con l'unico limite della sottoposizione ad un regime di controllo di stabilità e di sana e prudente gestione.

Questo modello risulta solo in parte essere stato adottato a San Marino: infatti, all'autorizzazione della Banca Centrale (da concedersi in base all'impostazione precedentemente enunciata), si aggiunge poi il successivo nulla osta del Congresso di Stato (necessario anche per l'autorizzazione alla creazione di succursali da parte di intermediari esteri, e quindi per l'accesso di tali soggetti al mercato sammarinese). Tale nulla osta da parte del supremo organo di governo della Repubblica di San Marino, si basa evidentemente su presupposti discrezionali diversi da quelli che stanno alla base del rilascio dell'autorizzazione. Certamente questa previsione trova una giustificazione nel ristretto ambito del mercato finanziario sammarinese, che lo espone a maggiori rischi sistemici, nel caso di un accesso indiscriminato di nuovi soggetti. Tuttavia, occorre segnalare come questa impostazione si ponga in contrasto con il modello concorrenziale adottato a livello comunitario.

La LISF si occupa poi di dettare diverse norme in tema di appello al pubblico risparmio, annunci pubblicitari, regole e modalità di comportamento con i risparmiatori, separazione patrimoniale, reti distributive dei prodotti finanziari, etc. Mentre queste norme sono essenziali

per il buon funzionamento del mercato finanziario, tuttavia solo in parte esse sono state implementate attraverso l'adozione di regolamenti di attuazione, che hanno riguardato solo il comparto assicurativo e bancario e, a parte le norme in materia di promotori finanziari, mancano ancora per il settore dell'intermediazione mobiliare e per l'attività fiduciaria, così come mancano per quanto si riferisce alla sollecitazione al pubblico risparmio e all'istituzione di fondi di garanzia per i depositanti.

Un altro punto importante, infatti, che va sottolineato, riguarda il modello di ampia delegificazione adottato dalla LISF. La legge, da questo punto di vista, si limita a dettare principi generalissimi, lasciando all'autorità di vigilanza il compito di riempire i vuoti normativi mediante propri regolamenti di attuazione.

Come si è sottolineato, questo processo di implementazione è ancora in corso e non si è ancora pienamente realizzato soprattutto per quanto riguarda gli operatori del mercato mobiliare.

Per ciò che si riferisce, invece, ai regolamenti già adottati, essi si uniformano fondamentalmente ai modelli comunitari e italiani, tuttavia, da un lato, essi presentano talvolta significative lacune, soprattutto in punti riguardanti la tutela dell'investitore. Dall'altro lato, occorre rilevare come questo modello improntato su un'ampia delegificazione comporti la sostanziale attribuzione del potere normativo direttamente in capo all'autorità di vigilanza, col rischio che questa normazione si riveli nei fatti insufficiente o insufficientemente attuata.

Bisogna inoltre a questo proposito rilevare che l'ordinamento sammarinese, a differenza di quello italiano, ad es., non è inserito in un contesto normativo come quello comunitario, i cui principi e le cui norme svolgono un importate ruolo costrittivo sulla normazione interna, anche a livello regolamentare, e talvolta risultano anche direttamente applicabili o in grado di influenzare le decisioni a livello giurisprudenziale. In assenza di questo quadro normativo generale, l'attribuzione di un così ampio potere normativo all'autorità di vigilanza, anche se giustificato da ragioni di praticità, tecnicismo e snellezza operativa, può destare qualche perplessità, nonostante lo sforzo attuato con la LISF di dettare, soprattutto con la Parte II, Titolo I, Capo I della legge medesima, norme dirette a disciplinare le finalità che la Banca Centrale deve perseguire, il comportamento a cui deve uniformarsi e gli strumenti di cui dispone.

Inoltre, occorre anche ricordare, in aggiunta, che l'ordinamento sammarinese si basa sul diritto comune, mancando di una codificazione. In assenza di un codice civile, pertanto, soprattutto per ciò che si riferisce ai rapporti privati nascenti da contratti di investimento e di natura finanziaria, la tutela del risparmiatore potrebbe risultare più incerta, in quanto non basata su principi e norme giuridiche fondamentali e certi come quelli riconosciuti in un testo codicistico.

L'autorità di vigilanza viene così a sommare in sé poteri molto ampi, e a costituire perciò il vero arbitro della disciplina del settore finanziario. Essa, fra l'altro, assomma in sé tutti i poteri di vigilanza, in quanto assomma in sé tutti le funzioni sia in materia di stabilità, che di trasparenza e correttezza dei comportamenti, su tutti i soggetti del mercato finanziario, poteri che in Italia sono, ad es., ripartiti, in ragione delle funzioni tra Banca d'Italia (stabilità) e Consob (trasparenza e correttezza), nonché delle diverse tipologie di soggetti (rispettivamente banche e intermediari finanziari - Banca d'Italia, soggetti del mercato mobiliare – Consob, assicurazioni - Isvap).

Tale concentrazione di poteri, tuttavia, non è di per sé neces-

sariamente negativa, tenendo conto delle limitate dimensioni del mercato, in quanto evita problemi di coordinamento tra le diverse autorità.

Per quanto riguarda la disciplina antiriciclaggio e il segreto bancario, sono noti gli attuali problemi e la pressione a livello internazionale per una ridefinizione di tali istituti.

Per ciò che si riferisce all'antiriciclaggio, la maggior parte delle disposizioni, a livello formale, sono state adottate e le perplessità degli organismi internazionali, peraltro anche in attesa di un riesame nei prossimi mesi, si riferiscono soprattutto sulla effettiva efficacia a livello operativo.

Per quanto riguarda il segreto bancario, a parte il ridimensionamento limitatamente effettuato con la circolare interpretativa della Banca Centrale di San Marino, sembra inevitabile l'adozione di provvedimenti che necessariamente ne limiteranno l'ambito, soprattutto nei rapporti internazionali, come una nuova legge sulle rogatorie e l'adozione dello standard OCSE.

Infine, l'opera di aggiornamento dell'ordinamento finanziario sammarinese è avvenuta tramite l'introduzione di due nuovi istituti: i fondi comuni di investimento di diritto sammarinese e il Trust.

Con questi istituti si è voluto segnare il passaggio da un sistema finanziario basato esclusivamente sull'intermediazione a un sistema basato sulla gestione e produzione di nuovi strumenti finanziari.

Da questo punto di vista si segnala soprattutto la possibilità riconosciuta di creare anche fondi non tradizionali (hedge fund), che, a certe condizioni, possono essere offerti ai piccoli risparmiatori, ampliando così l'ambito dell'offerta di prodotti finanziari, che potrebbero attirare nuovi investitori verso il mercato sammarinese.

Analoga opportunità potrebbe essere offerta dal nuovo istituto del Trust sammarinese, che potrebbe essere utilizzato anche da soggetti di cittadinanza italiana, per gestire patrimoni in regime di separazione patrimoniale, istituto rispetto al quale la legge designa come gestori in primis gli intermediari finanziari locali.

Tuttavia, anche con riferimento a questa nuova via della specializzazione produttiva, che sembra inevitabile alla luce degli attuali sviluppi, occorre ricordare come anche nei confronti di questi istituti (hedge fund e Trust) sempre più pressanti si facciano le critiche, a livello internazionale, in quanto rispettivamente si presentino come strumenti per favorire una finanza spregiudicata e priva di regole o l'evasione fiscale.

# CAPITOLO 3
# LA STRUTTURA DEL MERCATO BANCARIO E FINANZIARIO DELLA REPUBBLICA DI SAN MARINO

## 1. UNA VISIONE D'INSIEME

Al 30 aprile 2009, il sistema bancario e finanziario della Repubblica di San Marino si caratterizza per la presenza di 12 banche e 54 finanziarie e fiduciarie di cui solo due sono società di gestione del risparmio peraltro di recente istituzione. Nell'ambito del sistema finanziario della Repubblica di San Marino 16 istituti sono autorizzati ad operare come Trustee. Inoltre, 50 operatori tra persone fisiche, ditte individuali, società, banche ed imprese finanziarie sono abilitate all'esercizio dell'attività assicurativa e riassicurativa.

Un siffatto affollamento del sistema bancario e finanziario è riconducibile – al pari di quanto avvenuto a livello italiano ed internazionale – ai cambiamenti competitivi degli anni '90. Nell'arco temporale che va dal 2000 al 2005 alle quattro "banche storiche" della Repubblica di San Marino si affiancano altre otto banche e numerose società finanziarie.

Nello stesso periodo si osservano importanti cambiamenti anche sul fronte della regolamentazione con l'istituzione della Banca Centrale di San Marino (BCSM) nel 2005 (Legge 96/2005 e Legge 179/2005) affiancata a partire dal 2008 dall'Agenzia di Informazione Finanziaria (Legge 92/2008). Nella BCSM sono confluiti l'Istituto di Credito Sammarinese (ICS) e l'Ispettorato per il Credito e le Valute (ICV) cui spettava, in precedenza, la regolamentazione del sistema bancario sammarinese. In base alla Legge bancaria n. 21/1986 all'ICS era riconosciuto il ruolo di Banca centrale; tuttavia, le sue funzioni erano almeno in parte anomale poiché svolgendo anche attività di raccolta ed impiego in concorrenza con le altre banche non poteva, per ovvi conflitti di interesse, svolgere le funzioni di controllo e di vigilanza che furono, dunque, mantenute in capo all'ICV come previsto dalla L. 116/1984.

Le funzioni dei due precedenti istituti vengono ridefinite in capo alla nuova Banca Centrale in base alla Legge n. 165 del 17/11/2005 (Legge sulle Imprese e sui Servizi Bancari, Finanziari e Assicurativi – LISF) e successive modifiche. In particolare, la BCSM ha competenze in tema di vigilanza e controllo, antiriciclaggio, attività valutaria, sistema dei pagamenti, esattoria e tesoreria di Stato.

Al 31/12/2007 il fondo dotazione della Banca Centrale è di euro 12.911.425 e come previsto dallo Statuto della BCSM è suddiviso in 2.500 quote di partecipazione nominative indivisibili di euro 5.164,57 ciascuna.

Come altrove in questo lavoro si è rilevato, la titolarità delle quote di partecipazione è riservata in misura maggioritaria e pari al 70% allo Stato; il restante 30% è sottoscritto dalle quattro "banche storiche" (CARISP, BSM, BAC, CIS).

Alla luce di questa struttura bancaria e finanziaria, l'obiettivo di questo capitolo è descrivere le peculiarità dimensionali, operative e reddituali del sistema bancario della Repubblica di San Marino. Pur consapevoli dell'incompletezza di alcuni dati, l'esercizio ci è utile per capire se e come l'operatività e le soddisfacenti performance di un tale sistema possono perdurare nel tempo. La grave crisi finanziaria ed economica che a partire dallo scorso ottobre 2008 ha colpito i principali interlocutori econo-

mici della Repubblica di San Marino, nonché alcune delicati casi legali (da Banca del Titano, ad Asset Banca, fino al recente caso CARISP)[3], che hanno compromesso la credibilità dell'intero sistema sottoponendolo alla procedura rafforzata di Moneyval, potrebbero ridimensionare alcune brillanti performance registratesi negli ultimi anni. Se, da un lato, la crisi finanziaria può incidere più pesantemente sulla redditività del sistema bancario, dall'altro lato, l'implementazione di provvedimenti fiscali come, ad esempio, quelli legati all'accordo Ecofin sulla tassazione dei redditi da risparmio e quelli auspicati da Moneyval sull'eliminazione del segreto bancario potrebbero ripercuotersi soprattutto sui volumi intermediati.

Nel seguito intendiamo quindi da un lato analizzare da un punto di vista macroeconomico le caratteristiche dimensionali e strutturali del sistema bancario della Repubblica di San Marino; dall'altro lato valutare la performance del sistema sammarinese in termini di I) redditività; II) efficienza; III) rischiosità.

La valutazione economica di un singolo sistema finanziario, o di un singolo "set" di imprese bancarie ad esso appartenenti, risulta tuttavia insufficiente al fine di trarre indicazioni costruttive in termini di strategie operative da adottare. In quest'ottica diventa importante se non indispensabile comparare il sistema finanziario sammarinese con i potenziali concorrenti. Pur nella consapevolezza che gli istituti finanziari sammarinesi hanno goduto di vantaggi competitivi di tipo regolamentare e fiscale che li hanno resi "speciali" rispetto a banche di dimensioni simili operanti nei territori limitrofi crediamo che, quanto meno in termini prospettici, un possibile benchmark di riferimento possa essere costituito dalle banche operanti nella vicina regione Emilia-Romagna[4] .[5]

Ai fini dell'analisi di performance la metodologia seguita è stata quella di individuare l'universo degli istituti finanziari sammarinesi, dividendoli poi in due gruppi (cfr. Tab. 1):

- "banche storiche" (Cassa di Risparmio della Repubblica di San Marino - CARISP; Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino - BAC; Banca di San Marino - BSM; Credito Industriale Sammarinese - CIS).
- "banche nuove" (SM-International Bank - ex Banca del Titano; Istituto Bancario Sammarinese - IBS; Banca Commerciale Sammarinese - BCS; Euro Commercial Bank - ECB; Credito Sammarinese - CS; Banca Sammarinese di Investimento - CSI; Banca Partner - BP; Asset Banca - AB).

La difficoltà nel reperimento dei dati contabili ci costringe a limitare il confronto intertemporale agli esercizi 2005-2007. È peraltro necessario evidenziare come siano state escluse dall'indagine SM – Internatio-

[3] Relativamente al caso Banca del Titano, BCSM in collaborazione con il Governo ha portato a termine il salvataggio, che, come avviene in questi casi, è gravato sul bilancio pubblico.

[4] Come sottolineato dal Direttore della sede di Bologna della Banca d'Italia R. Marchetti i sistemi bancari di Italia e San Marino, a parte l'innegabile vicinanza fisica sono "due entità autonome".

[5] Si noti che il campione dell'universo delle banche emiliano-romagnole comprende anche Banca Unicredit che ha sede legale a Bologna. Tuttavia, i risultati ottenuti non mutano nella sostanza se il campione fosse depurato dall'effetto Unicredit. Nella comparazione il peso del sistema bancario di RSM rispetto a quello emiliano-romagnolo sarebbe ulteriormente amplificato.

## Tab. 1 – Il sistema bancario sammarinese

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Banca Centrale di San Marino - BCSM** | Costituita nel 2005 come evoluzione di ICS | 70%<br>14%<br>6%<br>5%<br>5% | Stato RSM<br>Cassa di Risparmio della RSM<br>Banca di San Marino<br>Banca Agricola Commerciale (Gruppo Unicredit e Cordusio)<br>Credito Industriale Sammarinese (Gruppo Cassa di Risparmio di RImini) | |
| *Banche Storiche* | | | | |
| **Cassa di Risparmio della Rsm** | Operativa dal 1882 | 100% | *Fondazione San Marino Cassa di Risparmio della RSM* | SI - 06/12/2005 |
| **Banca Agricola Commerciale della Rsm** | Operativa dal 1920 | 85,35% | *Unicredit Private Baning s.p.a.* | NO |
| | | 8,23% | *Cordusio Società Fiduciaria per Azioni* | |
| **Banca di San Marino** | Operativa dal 1980 | 90,13% | *Ente Cassa di Faetano* | SI - 08/11/2005 |
| **Credito Industriale Sammarinese** | Operativa dal 1920 | 100% | *Banca Carim - Cassa di Risparimo di Rimini* | SI - 22/11/2005 |
| **Banche Nuove** | | | | |
| **Sm International Bank - Ex Banca del Titano** | La Banca del Titano fu riconosciuta giuridicamente il 26/4/1999. Iniziò l'operatività nel novembre 2000. La ridenominata SM International Bank riprende ufficialmente l'attività nel 2008. | 90% | *S.M.I. - San Marino Investimenti s.a.* | NO |
| | | 10% | *Istituto Finanziario del Mezzogiorno IFIM s.p.a.* | |
| **Istituto Bancario Sammarinese** | Riconosciuta giuridicamente il 22/3/2000.<br>Inizio operatività nel settembre 2000. | 74% | *Demas s.a.* | NO |
| **Banca Commerciale Sammarinese** | Riconosciuta giuridicamente il 27/3/2000.<br>Inizio operatività 15/10/200. | 46% | *Trecentouno s.a.* | NO |
| | | 30% | *Se.fi.s.a.* | |
| | | 16% | *Biciesse s.a.* | |
| | | 8% | *5 s.r.l.* | |
| **Euro Commercial Bank** | Riconosciuta giurdicamente il 27/3/2000.<br>Inizio operatività nell'ottobre 2001. | 67,80% | *Tinley Limited* | NO |
| | | 13,20% | *San Paolo Fiduciaria s.p.a.* | |
| | | 6,50% | *Silvano Gerani* | |
| **Credito Sammarinese** | Riconosciuta giuridicamente il 20/08/2003. | 39,70% | *I.B.S. Leasing s.p.a.* | NO |
| | | 21,95% | *Uno s.a.* | |
| | | 20,90% | *Fondazione Ester Barbaglia di Carlo, Maria, Ester Verri Barbaglia - ONLUS* | |
| | | 7,32% | *Trecentouno s.a.* | |
| | | 5,96% | *Fincompany s.a.* | |
| **Banca Sammarinese di Investimento** | Riconosciuta giuridicamente il 29/05/2005. | 34% | *Fintile s.a.* | SI - 29/12/2005 |
| | | 24% | *Enzo Donald Mularoni* | |
| | | 20% | *Cassa di Risparmio della RSM s.p.a.* | |
| | | 12% | *Pier Giovanni Terenzi* | |
| **Banca Partner** | Riconosciuta giuridicamente il 3/5/2002.<br>Inizio operatività nel febbraio 2003. | 95,13% | *Leiton Holding s.a.* | NO |
| **Asset Banca** | Riconosciuta giuridicametne il 06/08/2003. | n.d. | *n.d.* | NO |

Fonte: nostre elaborazione su dati BCSM e siti internet delle singole banche.

nal Bank e Banca Sammarinese di Investimento[6] per gli anni 2005 e 2006 e Euro Commercial Bank per l'anno 2007[7].

L'analisi della performance del sistema bancario sammarinese relativamente all'esercizio 2008 risente evidentemente della mancanza dei dati di bilancio della CARISP. Relativamente al resto del sistema gli indicatori di performance non sembrano, tuttavia, modificarsi in modo sostanziale. Discorso differente sarà quello riguardante l'analisi della redditività del 2009 relativamente alla quale ci si aspetta un impatto decisamente più severo della crisi finanziaria.

**Tab. 2 – Il campione di indagine: sistema bancario**

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *Banche storiche* | | | | | | | |
| Cassa di Risparmio della Rsm | n.d. | X | X | X | X | X | n.d. |
| Banca Agricola Commerciale della Rsm | X | X | X | X | X | X | X |
| Banca di San Marino | n.d. | X | X | X | X | X | X |
| Credito Industriale Sammarinese | n.d. | n.d. | n.d. | X | X | X | X |
| Banche Nuove | | | | | | | |
| Sm International Bank Ex Banca del Titano | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | X | X |
| Istituto Bancario Sammarinese | n.d. | n.d. | X | X | X | X | X |
| Banca Commerciale Sammarinese | n.d. | n.d. | | X | X | X | X |
| Euro Commercial Bank | n.d. | n.d. | X | X | X | n.d. | X |
| Credito Sammarinese | - | - | X | X | X | X | X |
| Banca Sammarinese di Investimento | - | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | X |
| Banca Partner | - | - | n.d. | X | X | X | X |
| Asset Banca | - | - | - | X | X | X | X |

Nota:
(-) (-) significa che il bilancio non è disponibile perché l'avvio dell'operatività della banca è successivo.
(n.d.) significa che il bilancio non è disponibile.
Fonte: informazioni prelevate dal sito internet delle singole banche e/o presso il Tribunale della Repubblica di San Marino.

Come già anticipato, al fine della realizzazione di un'analisi di performance su basi relative abbiamo preso in considerazione i dati di bilancio di un gruppo di banche della regione Emilia-Romagna suddivise in base alla loro categoria giuridica in: i) banche S.p.A.; ii) banche popolari e iii) banche di credito cooperativo. La fonte dati è Bilbank che contiene informazioni, frutto della collaborazione tra le quattro associazioni di categoria ABI, Assbank, Assopopolbanche e ACRI, relative ai bilanci annuali

[6] L'esclusione dalla nostra analisi di SM – International Bank e di Banca Sammarinese di investimento non muta nella sostanza i risultati ottenuti dal momento che, ad esempio, con riferimento al 31/12/2007 l'attivo della prima banca ammonta ad appena lo 0,6% del totale attivo del sistema e quello della seconda allo 0,9%. Diverso è, ovviamente, il peso esercitato dalla CARISP nel 2008.

[7] L'attivo di Euro Commercial Bank al 31/12/2006 è pari al 2.72% del totale attivo di sistema. Benché consapevoli della "forzatura" Il diverso ruolo rivestito da questa banca in termini di quote di mercato rispetto al totale del sistema ci ha spinto ad approssimare il dato del 2007 con quello del 2006.

e infrannuali del complesso delle banche italiane[8]. I principali dati di confronto sono riportati nella Tabella 3.

Gli indicatori di bilancio dei tre raggruppamenti di banche italiane e dei due raggruppamenti di banche sammarinesi sono dati mediani[9].

## 2. LA STRUTTURA DIMENSIONALE ED OPERATIVA DEL SISTEMA BANCARIO SAMMARINESE

La Tab. 3 mostra i dati dimensionali e strutturali del sistema bancario sammarinese e della limitrofa regione Emilia-Romagna. Il sistema bancario della Repubblica al 31/12/2007 operava sul territorio con 61 sportelli dei quali ben il 66% (40 sportelli) appartiene alle quattro banche storiche. Con 20 sportelli ogni 10.000 abitanti il sistema bancario sammarinese denota un grado di bancarizzazione molto elevato e ben al di sopra di quello della limitrofa regione che peraltro con i suoi 8 sportelli ogni 10.000 abitanti si colloca ben al di sopra della media nazionale pari a circa 5. L'aumento del numero degli sportelli, a differenza di quanto accaduto in Italia,

**Tab. 3 – Indicatori dimensionali del sistema bancario: RSM vs. Emilia-Romagna**

| San Marino | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Numero operatori | 9 | 10 | 11 | 12 | 12 | 12 |
| Sportelli | 43 | 46 | 48 | 53 | 57 | 61 |
| Patrimonio (*****) | 744 | 680 | 733 | 936 | 1.024 | 1.111 |
| Totale attivo | 6.109 | 6.413 | 7.163 | 7.723 | 8.976 | 10.415 |
| Impieghi (****) | 1.580 | 1.985 | 2.695 | 3.068 | 4.236 | 4.811 |
| Raccolta | 8.935 | 9.324 | 10.363 | 11.800 | 12.728 | 14.225 |
| Diretta* | 4.799 | 4.882 | 5.507 | 5.956 | 6.973 | 8.156 |
| Indiretta** | 4.136 | 4.441 | 4.855 | 5.844 | 5.755 | 6.069 |
| Numero dipendenti | 420 | 431 | 464 | 517 | 559 | 618 |
| Numero dipendenti (% del Totale***) | 2,50 | 2,50 | 2,60 | 2,80 | 3,00 | 3,20 |
| Totale attivo /Dipendenti | 14,55 | 14,88 | 15,44 | 14,94 | 16,06 | 16,85 |
| Patrimonio/Attivo | 12,18 | 10,60 | 10,24 | 12,12 | 11,41 | 10,67 |
| Totale attivo /PIL | 653 | 645 | 675 | 698 | 767 | 837 |
| Raccolta totale/PIL | 956 | 937 | 977 | 1.067 | 1.087 | 1.143 |
| Sportelli/Popolazione (x 10,000) | 14,95 | 15,73 | 16,18 | 17,67 | 18,77 | 19,81 |
| Lavoratori dipendenti (**) | 16.992 | 17.349 | 17.756 | 18.217 | 18.654 | 19.339 |
| PIL milioni euro correnti | 935 | 995 | 1.061 | 1.106 | 1.171 | 1.244 |
| Popolazione residente | 28.753 | 29.241 | 29.673 | 29.999 | 30.368 | 30.792 |

non segue un processo di concentrazione all'interno del settore bancario che, al contrario, si "frammenta" proprio nel corso degli ultimi 10 anni con l'apertura di nuove banche. Inoltre, il basso numero di dipendenti per sportelli denota una struttura bancaria più snella rispetto a quella della limitrofa regione Emilia-Romagna. Al 31/12/2007 il numero medio di dipendenti per sportello nella Repubblica di San Marino era pari a 10 contro circa 15 delle vicine banche italiane.

Il mercato bancario sammarinese è molto concentrato. Al 31/12/2007 le banche storiche detenevano l'84,13% del mercato della raccolta totale, l'87,51% di quella indiretta, il 80,83% di quella diretta e l'84,98% dei crediti alla clientela. La banca più grande è la Cassa di Rispar-

[8] Per ulteriori approfondimenti sull'analisi strutturale e di performance del sistema bancario emiliano-romagnolo si rinvia a Brighi, P., 2009, "Evoluzione strutturale e reddituale del sistema bancario locale: dieci anni di indicatori di bilancio a confronto (1997-2007)" - Alma Mater Studiorum Università di Bologna – Polo Scientifico Didattico di Rimini, Biblioteca Centralizzata, Note e Ricerche – n. 2/2009.

[9] La mediana è la modalità a cui appartiene il caso che divide esattamente a metà la distribuzione. È un valore molto meno sensibile della media ai valori estremi della distribuzione e infatti dà informazioni più attendibili in presenza di distribuzioni asimmetriche.

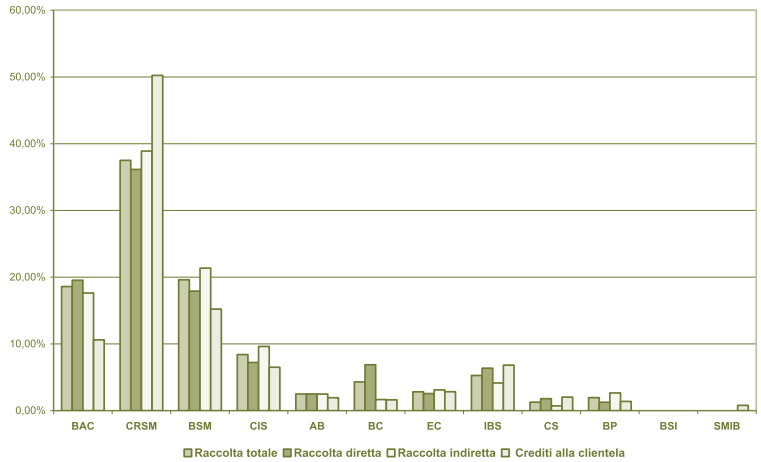
| Emilia-Romagna | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Numero operatori | 51 | 52 | 54 | 50 | 54 | 54 |
| Sportelli | 3.057 | 3.124 | 3.180 | 3.263 | 3.328 | 3.456 |
| Patrimonio | 15.283 | 12.008 | 12.695 | 14.362 | 15.567 | 18.390 |
| Totale attivo | 223.735 | 168.488 | 178.522 | 198.186 | 220.300 | 250.015 |
| Impieghi | 89.834 | 97.171 | 100.476 | 105.986 | 117.661 | 124.338 |
| Raccolta | 404.119 | 340.642 | 346.763 | 367.372 | 404.625 | 449.782 |
| Diretta (*) | 148.116 | 131.528 | 140.144 | 159.186 | 187.968 | 212.788 |
| Indiretta (**) | 256.003 | 209.114 | 206.619 | 208.186 | 216.657 | 236.994 |
| Numero dipendenti | 54.546 | 50.108 | 48.435 | 48.758 | 49.564 | 51.269 |
| Numero dipendenti (% del Totale) | 2,95 | 2,68 | 2,62 | 2,60 | 2,58 | 2,63 |
| Patrimonio/Attivo | 6,83 | 7,13 | 7,11 | 7,25 | 7,07 | 7,36 |
| Totale attivo/Dipendenti | 4,10 | 3,36 | 3,69 | 4,06 | 4,44 | 4,88 |
| Totale attivo /PIL | 197 | 145 | 148 | 160 | 171 | 185 |
| Raccolta totale/PIL | 130 | 113 | 116 | 128 | 146 | 158 |
| Sportelli/Popolazione (x 10,000) | 7,59 | 7,66 | 7,66 | 7,79 | 7,88 | 8,08 |
| Lavoratori dipendenti | 1.851.037 | 1.869.646 | 1.846.000 | 1.872.439 | 1.918.000 | 1.953.000 |
| PIL milioni euro correnti | 113.722 | 116.548 | 120.656 | 124.143 | 129.160 | 134.906 |
| Popolazione residente | 4.030.220 | 4.080.479 | 4.151.369 | 4.187.557 | 4.223.264 | 4.275.802 |

Note: (*) Per raccolta diretta si intende la somma di depositi, certificati di deposito, obbligazioni e PCT; (**) Per raccolta indiretta si intendono i titoli in custodia ed amministrazione presso la banca; (***) Totale della Repubblica di San Marino (****) Gli impieghi degli anni 2002 e 2003 sono una proxy ottenuta indirettamente dall'elaborazione di alcuni dati aggregati pubblicati da BCSM; (*****) A parte il dato del 2002 che fa riferimento all'intero aggregato banche RSM per gli altri anni è stato costruito sulla base dei dati di bilancio a nostra dispozione. cfr. Tab. 2.

Fonti: nostre elaborazioni su dati Relazione Annuale BCSM; Bollettino Statistico Banca d'Italia; Bilbank; ISTAT.

mio di San Marino con quote pari al 37,51% nel mercato della raccolta e al 51,70% in quello dei crediti alla clientela. La seconda banca è la Banca di San Marino con quote di mercato pari a 19,61% per la raccolta e 15,67% per gli impieghi. Al terzo posto con quote rispettivamente pari a 18,60% per la raccolta e 10,91% si colloca la Banca Agricola Commerciale (Cfr. oltre, Fig. 1).

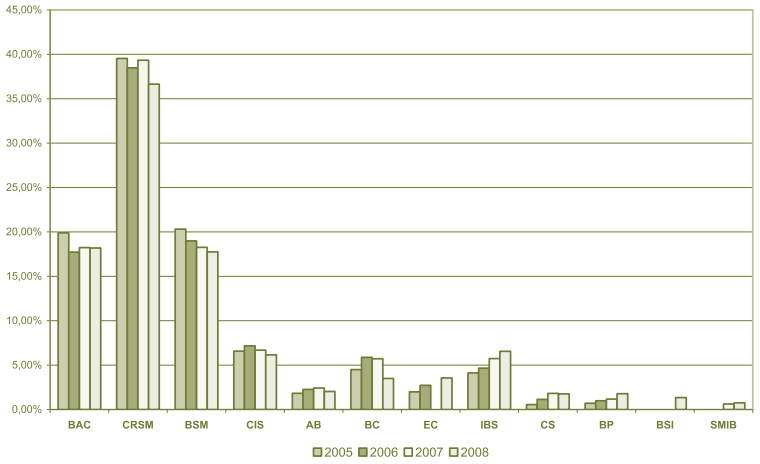
**Fig. 1 – Quote di mercato degli istituti bancari sammarinesi al 31/12/2007**




Nota: i dati di Euro-Commercial Bank si riferiscono al 31/12/2006.

Il controllo del mercato da parte delle prime tre banche – in ordine di quote di attività detenute CARISP, BAC e BSM - sembra sufficientemente consolidato come mostra l'analisi intertemporale relativa al periodo 2005-2008 (cfr. Fig. 1a). Al 31/12/2008 la CARISP deteneva il controllo del 36,65% del Totale attivo di sistema in calo rispetto all'anno precedente di 2,69 punti percentuali. Stabili con quote di mercato pari a circa al 18% del mercato si posizionano in seconda e terza posizione BAC e BSM.

**Fig. 1a – Evoluzione temporale quote di mercato Totale attivo**

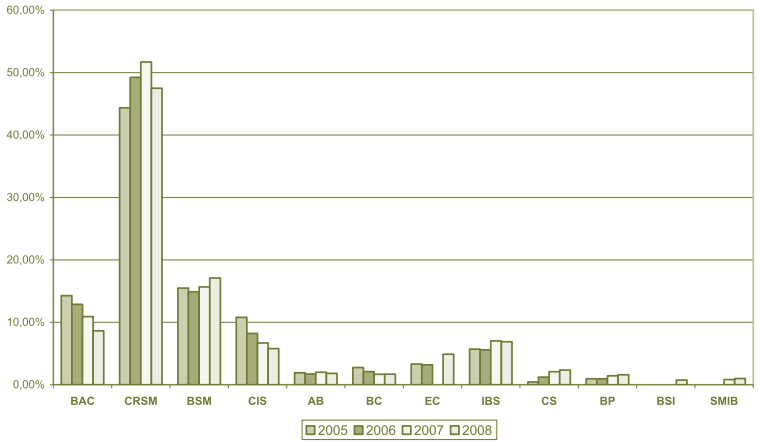



Più incisivo anche se modesto rispetto alla crisi in corso è la perdita di quote di mercato relativamente agli impieghi alla clientela. Al 31/12/2008 CARISP detiene il controllo del 47,5% del mercato con una perdita di 4,2 punti percentuali rispetto all'esercizio precedente. Al Secondo posto si colloca Banca di San Marino con una quota di mercato del 17,10% in crescita di 1,43 punti percentuali rispetto all'anno precedente. In terza posizione BAC detiene una quota di mercato più modesta e pari a 8,64% in calo di 2,28 punti percentuali rispetto al 2007. Anche se parziali questi numeri confermano quanto anticipato nelle pagine precedenti e cioè che la crisi finanziaria esplosa nel mese di Ottobre 2008 abbia solo parzialmente colpitolo i volumi intermediati del 2008 (cfr. Fig. 1b).

Relativamente agli impieghi può essere utile osservare che nonostante l'affermarsi sul mercato sammarinese di nuove banche e nonostante l'effetto negati degli ultimi mesi del 2008 CARISP continua a rafforzare nel corso del tempo il controllo degli impieghi alla clientela che nel periodo 2005-2008 aumenta di ben 3,15 punti percentuali. Nello stesso periodo BAC perde 5,63 punti percentuali mentre BSM aumenta di poco più di un punto percentuale[10].

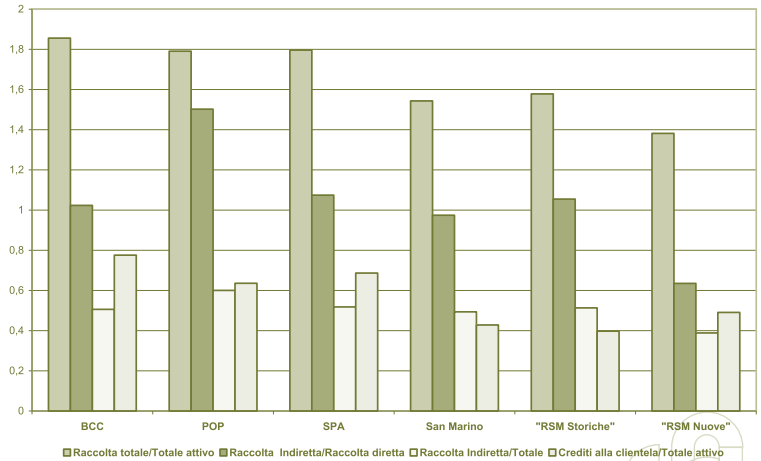
[10] Se il confronto si fosse fermato al periodo 2005-2007 il rafforzamento della posizione di CARISP sarebbe stato amplificato con un gap intertemporale in termini di quote di mercato sugli impieghi pari a 7,75% contro un gap negativo e pari a 3,35 punti percentuali per BAC e un gap quasi nullo per BSM.

**Fig. 1b - Evoluzione temporale delle quote di mercato Crediti alla clientela**




I volumi complessivamente intermediati (impieghi più raccolta) del sistema bancario sammarinese, 19 miliardi di euro alla fine del 2007, sono pari ad appena il 3.32% di quelli dell'Emilia-Romagna[11]. Tuttavia, se passiamo ad osservare i dati sui volumi gestiti in capo a ciascun dipendente notiamo che in termini sia di fondi raccolti che impiegati essi risultano 3.5 volte superiori a quelle delle banche dell'Emilia-Romagna. In particolare, i fondi raccolti sono pari a 23 milioni per dipendente contro "appena" i 9 milioni raccolti dalle banche italiane limitrofe. Sul fronte degli impieghi i fondi intermediati da ciascun dipendente ammontano a circa 8 milioni nella Repubblica di San Marino contro appena 2.4 milioni in Emilia-Romagna (cfr. Fig. 2).

**Fig. 2 – Rapporti di composizione al 31/12/2007**




[11] Tale valore aumenterebbe a circa il 4% se escludessimo dall'universo delle banche emiliano-romagnole Unicredit Banca. Se diversamente, confrontassimo i volumi intermediati sulla piazza sammarinese con quelli di sottocampioni di banche del territorio come, ad esempio le BCC e le popolari il rapporto aumenterebbe sensibilmente sino al 50% nel primo caso e al 30% nel secondo.

Che la produttività del sistema bancario sammarinese sia superiore a quella italiana è ulteriormente confermato dall'analisi dei dati sui volumi intermediati per sportello. Al 31/12/2007 la raccolta media per sportello ammontava a 233 milioni di euro contro i circa 130 milioni dei concorrenti emiliano-romagnoli. Alla stessa data ciascun sportello bancario sammarinese eroga circa 80 milioni di euro contro i circa 35 milioni delle banche limitrofe (cfr. Fig. 3-4).

La valutazione delle sole variabili aggregate sia di raccolta sia di impiego non sono, tuttavia, sufficienti a capire le peculiarità dell'operatività del sistema sammarinese.

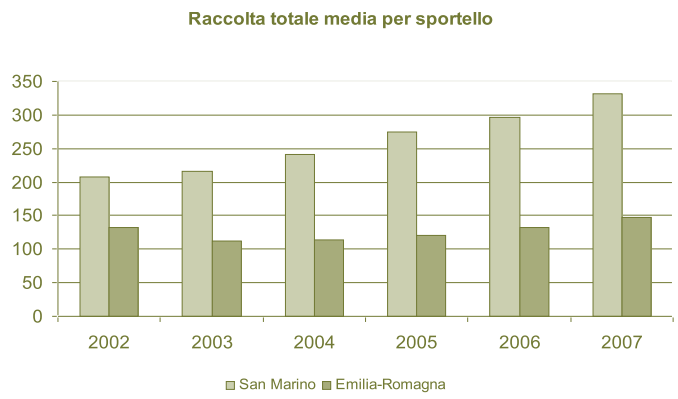
La scomposizione della raccolta nelle sue componenti – raccolta indiretta e raccolta diretta[12] – denota un trend divergente in linea peraltro con quello dei concorrenti italiani. Al 31/12/2007 la raccolta indiretta degli istituti bancari sammarinesi pesa circa il 75% di quella diretta contro il 111% delle vicine banche italiane (cfr. Fig. 2). La comparazione tra categorie di banche suggerisce, inoltre, un maggior controllo della raccolta indiretta da parte delle "banche storiche" che al 31/12/2007 mostrano un rapporto raccolta indiretta/diretta quasi doppio rispetto a quello delle banche nuove e una quota di mercato di 15 punti percentuali superiore a quella delle ultime entrate (cfr. Fig. 2).

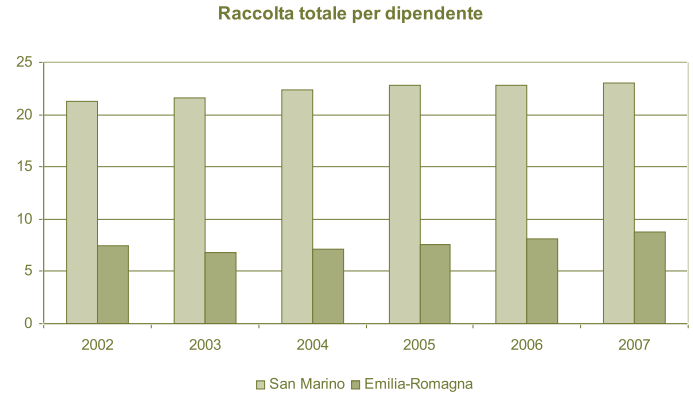
Il tasso di crescita medio mensile della raccolta indiretta nell'ultimo anno (01/02/08-01/02/2009) è stato pari a -2.07% contro un tasso di crescita medio mensile della raccolta diretta pari a 0.79%. Sia la crisi finanziaria sia le negative vicissitudine "regolamentari" che si sono abbattute sulla Repubblica di San Marino nell'ultimo periodo penalizzano in modo più severo la raccolta indiretta rispetto a quella diretta. Nel mese di ottobre, in concomitanza all'esplosione della Grande Crisi, gli istituti bancari della Repubblica di San Marino registrano forti perdite sul fronte della raccolta indiretta che rispetto al mese precedente flette di circa 7 punti percentuali. Se si tiene conto, che anche nel mese di settembre la raccolta indiretta perdeva circa 6 punti percentuali su base mensile – non direttamente imputabili in questo caso alla crisi finanziaria[13] – il sistema bancario sammarinese registra in appena due mesi un deflusso di risorse pari a

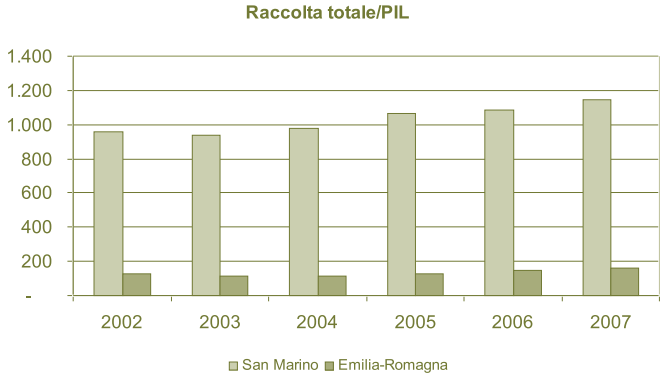
[12] La "raccolta diretta" è l'insieme dei fondi raccolti dalla banca sotto forma di Depositi, Certificati di Deposito, Pronti Contro Termine e Obbligazioni. Si definisce raccolta diretta perché entra direttamente nel bilancio dell'azienda come posta del passivo, per essere utilizzata nell'attività di erogazione dell'istituto in forma di prestiti ed altre forme creditizie. Diversamente la "raccolta indiretta" comprende i titoli in amministrazione e le gestioni patrimoniali che non compaiono in Stato Patrimoniale bensì nella Nota integrativa. Nel caso della "raccolta indiretta" titoli e fondi rimangono al di fuori delle poste di passivo e con queste non vengono quindi confuse. In caso di fallimento dell'azienda bancaria, il cliente perderebbe con ogni probabilità parte dei suoi depositi, perché posta del bilancio dell'azienda, ma non i denari oggetto di un conto gestito o amministrato. Per ulteriori approfondimenti si rinvia a Cesarini F., Conti V., Di Battista M.L. (eds.) Tendenze e prospettive della raccolta bancaria in Italia, Il Mulino, Bologna, 1994 e Ruozi, R.e Ferrari, P. "La raccolta bancaria diretta", Bancaria Editrice, 2005.

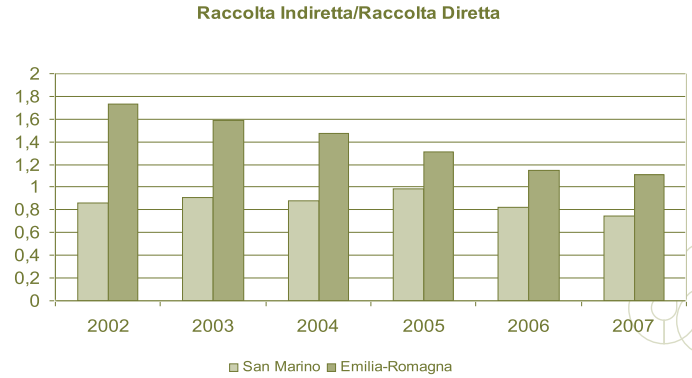
[13] Si noti che a seguito del primo rapporto Moneyval risalente al luglio 2008, che si era concluso con la sottoposizione di San Marino ad ulteriore periodo di osservazione, il Ministro italiano dell'Economia con decreto 12/08/2008 inserisce la piccola Repubblica nell'elenco dei paesi non pienamente virtuosi sotto il profilo della disciplina antiriciclaggio. Questo implica l'esclusione dell'applicazione di norme di accertamento semplificato nei rapporti con gli intermediari italiani come previsto all'art. 25 del D. Lgs. n. 231 del 21/11/2007, come evidenziato nel Cap 2.

**Fig. 3 – Indicatori di raccolta: RSM vs. Emilia Romagna**

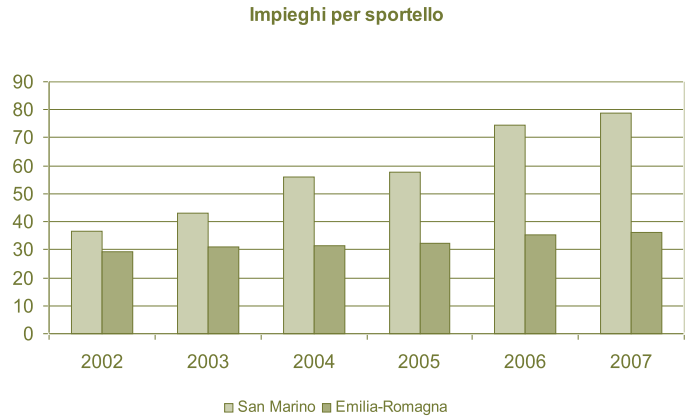


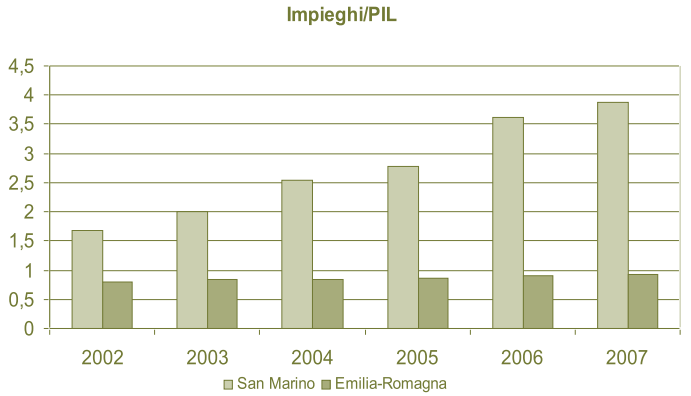



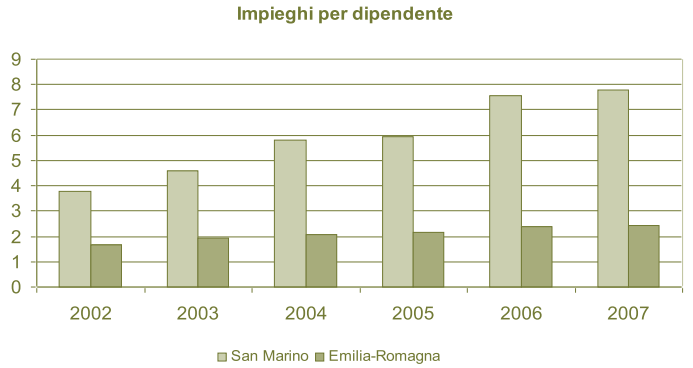



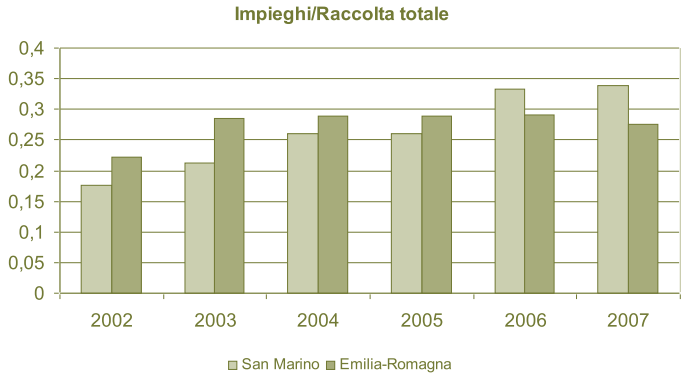



## Fig. 4 – Indicatori di impieghi: RSM vs. Emilia Romagna



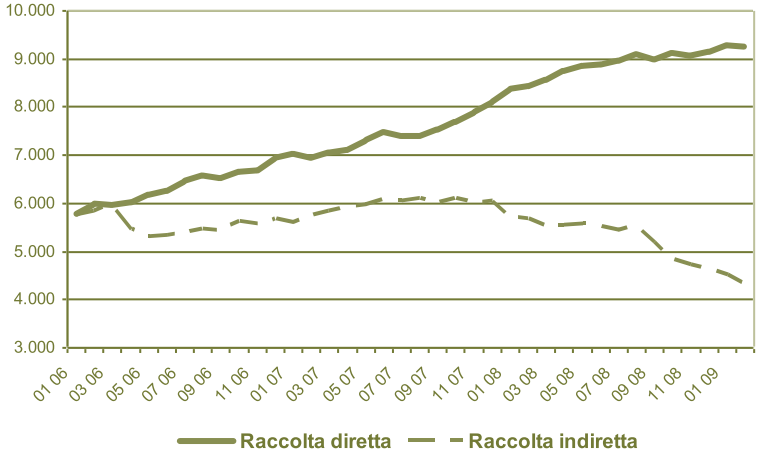



circa 668 milioni. Tiene, invece, la raccolta diretta anche se con tassi di crescita modesti (cfr. Fig. 5 e Tab. 4 per una comparazione con il caso Emilia Romagna).

**Fig. 5 – La dinamica della raccolta diretta ed indiretta**




Fonte: nostre elaborazioni su dati BCSM.

**Tab. 4 - La diversificazione della raccolta: RSM vs. Emilia-Romagna**

| *Raccolta totale (in mld)* | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 15.012,64 | 44.409,53 | 307.949,40 | 12.202,92 | 10.821,37 | 1.381,56 |
| **2006** | 20.688,91 | 48.733,65 | 335.202,72 | 13.261,75 | 11.207,24 | 2.054,52 |
| **2007** | 26.356,56 | 52.738,45 | 370.686,83 | 15.328,89 | 12.895,83 | 2.433,06 |
| **2008*** | | | | 10.982,29 | 7.510,69 | 3.471,60 |
| *Raccolta diretta (in mld)* | | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 8.439,09 | 16.877,91 | 133.868,67 | 5.844,78 | 5.019,70 | 825,08 |
| **2006** | 11.876,33 | 18.819,19 | 157.272,55 | 6.822,07 | 5.568,23 | 1.253,83 |
| **2007** | 13.025,37 | 21.075,38 | 178.687,16 | 7.763,94 | 6.275,94 | 1.487,99 |
| **2008*** | | | | 6.090,74 | 4.086,33 | 2.004,41 |
| *Raccolta indiretta (in mld)* | | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 6.573,55 | 27.531,62 | 174.080,73 | 6.358,14 | 5.801,67 | 556,48 |
| **2006** | 8.812,58 | 29.914,47 | 177.930,17 | 6.439,69 | 5.639,01 | 800,68 |
| **2007** | 13.331,18 | 31.663,07 | 191.999,67 | 7.564,95 | 6.619,88 | 945,07 |
| **2008*** | | | | 4.891,54 | 3.424,36 | 1.467,19 |

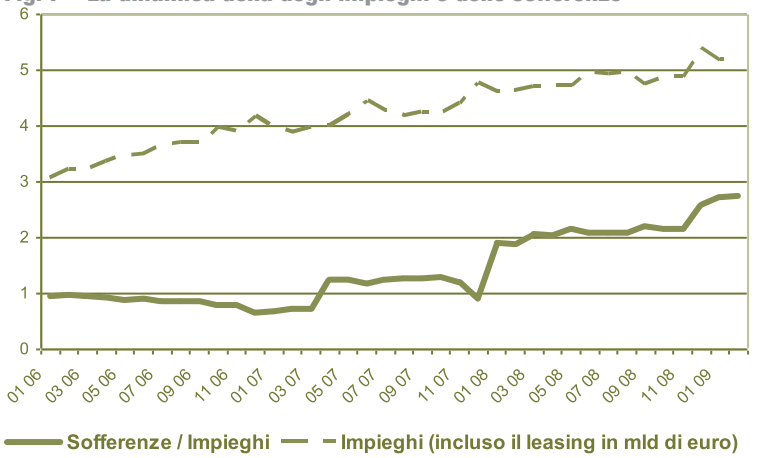
Note: * il dato del 2008 non è direttamente comparabile con quelli degli anni precedenti perché costruito sui valori del patrimonio di tutte le banche di RSM escluso CARISP.

La raccolta diretta al 31/12/2007, pari al 68% della raccolta totale, mostra una marcata differenziazione della composizione per forma tecnica: le banche sammarinesi emettono poche obbligazioni mentre prevale l'utilizzo di Certificati di Deposito, di Pronti Contro Termine e del tradizionale Deposito. L'entrata in vigore dell'Accordo Ecofin a partire dal 1 Luglio 2005, prevede che su tutti i redditi percepiti sotto forma di interessi la Repubblica di San Marino, applica il prelievo di una ritenuta pari al 15% fino al luglio 2008, al 20% fino al luglio 2011 e, da tale momento in poi, pari al 35%. A fronte di una aliquota in Italia pari al 12,5% sui PCT e del

27% sui CD si osserva nel corso del tempo una riallocazione tra le diverse forme tecniche della raccolta diretta. In particolare, i PCT non sono più fiscalmente convenienti mentre lo rimangono i CD. Questo spiega perché la quota di raccolta collocata in PCT passa dal 32% del 2006 al 17% del 2009 a fronte di un incremento dell'allocazione di risparmio in CD la cui quota passa dal 26% del 2006 al 42% del 2009 (Fig. 6).

Accanto all'attività di raccolta un ruolo importante anche se "dimensionalmente" inferiore è quello degli impieghi. Nel periodo indagato il rapporto impieghi/raccolta è crescente e a partire dal 2006 si attesta su valori addirittura superiori a quelli dei concorrenti italiani. Nell'ambito dell'attività bancaria la funzione di allocazione delle risorse finanziarie avviene per il tramite della funzione creditizia. L'esame della politica degli impieghi è rilevante al fine della valutazione del loro contributo alla redditività complessiva dell'impresa. Da un lato, la dinamica dei volumi accompagnata dalle politiche di mark-up contribuisce a spiegare l'andamento del margine di interesse. Dall'altro lato, un aumento dei volumi gestiti se non accompagnato da un'adeguata politica di diversificazione del portafoglio prestiti e/o di copertura dal rischio di credito possono generare un indesiderato aumento delle sofferenze. L'analisi intertemporale degli impieghi nel periodo 01/06-02/09 mostra un trend crescente. Analogamente si osserva un aumento delle sofferenze che in rapporto agli impieghi passano da un valore di appena l'1% nel periodo 2006-2007 al 2% nel 2008 sino a raggiungere un valore di circa il 3% a febbraio 2009 (cfr. Fig. 7).

**Fig. 7 – La dinamica della degli impieghi e delle sofferenze**




Fonte: nostre elaborazioni su dati BCSM.

L'analisi della composizione dell'attivo permette di capire il grado di esposizione della banca verso l'esterno[14]. La Tab. 5 mostra, innanzitutto, che le banche italiane allocano in media circa il 70% delle loro risorse per il finanziamento alla clientela contro un valore compreso tra il 40-45% delle banche sammarinesi. Dalla stessa tavola emerge che l'allo-

[14] Si noti che da un punto di vista metodologico al fine dell'analisi della politica degli impieghi avremmo dovuto ragionare sulla composizione degli impieghi per controparte (Amministrazione pubblica, Imprese non finanziarie, Imprese finanziarie ed assicurative e Famiglie). Non disponendo di questo dettaglio ci limitiamo ad una più "generica" analisi della diversificazione dell'attivo.

cazione di risorse a favore dei crediti verso clientela si è leggermente rafforzata nel corso del tempo. Le banche di nuova costituzione tendono ad essere più esposte sugli impieghi alla clientela a discapito degli investimenti in titoli che al 31/12/2008 si attestavano su un valore pari al 14,43% dell'attivo contro il 44,35% delle "banche storiche". Una comparazione con le vicine banche emiliano-romagnole suggerisce un'eccezionale esposizione sugli investimenti in titoli. Se le forti perdite che hanno caratterizzato i mercati mobiliari negli ultimi mesi del 2008 non sembrano avere avuto ripercussioni pesanti sull'aggregato Obbligazioni e altri titoli di debito che, in media, a livello di sistema, si consolida sul valore dell'anno precedente, potrebbero non essere mantenute anche per l'anno in corso.

Infine, l'elevato credito bancario in capo alle "nuove banche" lascia intravedere una forte vulnerabilità del sistema bancario sammarinese a qualsiasi fenomeno di crisi che, se non opportunamente gestito e controllato mediante politiche di copertura, e/o salvataggio potrebbe trasformarsi in rischio sistemico (cfr. Tab. 5 e Fig. 8)[15].

**Tab. 5 – La diversificazione dell'attivo: RSM vs. Emilia-Romagna**

| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *Crediti verso clientela/Totale attivo* | | | | | | |
| **2005** | 75,13% | 61,50% | 67,43% | 39,93% | 34,67% | 44,03% |
| **2006** | 75,56% | 59,91% | 69,72% | 45,01% | 42,71% | 45,01% |
| **2007** | 77,57% | 63,58% | 68,66% | 45,94% | 39,74% | 50,65% |
| **2008** | | | | 42,33% | 42,33% | 43,41% |
| *Titoli/Totale attivo* | | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 16,55% | 16,97% | 6,14% | 28,76% | 49,48% | 18,32% |
| **2006** | 15,47% | 14,29% | 4,54% | 23,62% | 41,12% | 16,53% |
| **2007** | 13,59% | 11,02% | 5,98% | 22,30% | 45,56% | 12,27% |
| **2008** | | | | 20,38% | 44,35% | 14,43% |
| *Immobilizzazioni materiali e immateriali/Totale attivo* | | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 1,60% | 1,07% | 1,32% | 0,78% | 0,77% | 0,81% |
| **2006** | 1,52% | 1,07% | 1,13% | 0,51% | 0,70% | 0,45% |
| **2007** | 1,55% | 1,01% | 1,36% | 0,72% | 1,19% | 0,22% |
| **2008** | | | | 0,48% | 1,28% | 0,28% |
| *Crediti verso banche/Totale attivo* | | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 4,29% | 8,80% | 18,83% | 8,71% | 5,03% | 20,83% |
| **2006** | 5,11% | 13,51% | 18,99% | 14,28% | 6,74% | 19,74% |
| **2007** | 5,05% | 12,66% | 18,13% | 14,14% | 7,99% | 22,69% |
| **2008** | | | | 14,13% | 5,79% | 24,45% |
| *Azioni e partecipazioni/Totale attivo* | | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 0,05% | 8,45% | 1,77% | 1,53% | 1,96% | 0,93% |
| **2006** | 0,11% | 8,64% | 1,56% | 2,16% | 1,70% | 2,16% |
| **2007** | 0,17% | 8,54% | 1,82% | 1,38% | 1,91% | 1,38% |
| **2008** | | | | 1,87% | 1,47% | 1,87% |

[15] Si rammenti ad esempio che in assenza delle adeguate operazioni di salvataggio il fallimento di una piccola banca come la ex-Banca del Titano avrebbe potuto innescare un "effetto domino" , accrescendo il rischio di fallimento dell'intero sistema.

| *Altre attività/Totale attivo* | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 2,40% | 3,21% | 4,51% | 8,36% | 6,16% | 11,48% |
| **2006** | 2,23% | 2,54% | 3,76% | 8,10% | 5,88% | 10,11% |
| **2007** | 2,07% | 3,15% | 3,74% | 6,86% | 5,39% | 8,35% |
| **2008** | | | | 7,78% | 6,10% | 8,51% |

In quanto a politiche di copertura del rischio le banche sammarinesi vantano rispetto ai concorrenti italiani un'elevato grado di patrimonializzazione. Nell'arco temporale analizzato 2002-2007 il rapporto P/TA (patrimonio/totale attivo) è costantemente superiore a quello delle banche italiane. Al 31/12/2007 il grado di patrimonializzazione del sistema bancario sammarinese è in "media" pari a 10,67 circa 3 punti percentuali superiore a quello delle banche emiliano-romagnole. Al 31/12/2007 la banca più capitalizzata era la CARISP con un rapporto pari a 14,78%. La meno capitalizzata era la Banca Commerciale Sammarinese con un rapporto pari a 2,65%. Nel 2008 – escludendo la CARISP di cui non disponiamo informazioni relative a questa voce – la banca più capitalizzata è il Credito Industriale Sammarinese con un rapporto P/TA pari a 12,27; la meno capitalizzata resta la Banca Commerciale con un rapporto che benché in crescita rispetto all'anno precedente si attesta su un valore modesto e pari a 3,78 (cfr. Tabb. 1 e 6)[16].

[16] Il rapporto P/TA riportato in Tab. 3 (11.26) è leggermente inferiore a quello riportato in Tab. 6 (11.38). La ragione è riconducibile al fatto che in Tab. 3 il denominatore Totale attivo è un dato aggregato fonte BCSM mentre il Totale attivo della Tab. 6 è calcolato come valore mediano del Totale attivo delle banche del nostro campione costituito da dieci unità anziché dodici.

## Tab. 6 – Indicatori di performance: RSM vs. Emilia Romagna

| | *Numero osservazioni* | | | | | | *Saggio di redditività ordinaria del patrimonio UAO/P* | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 25 | 4 | 21 | 10 | 4 | 6 | 8,18% | 11,93% | 11,09% | 6,43% | 6,43% | 5,34% |
| **2006** | 25 | 4 | 25 | 10 | 4 | 6 | 9,51% | 10,99% | 12,85% | 6,80% | 6,88% | 4,06% |
| **2007** | 25 | 4 | 25 | 10 | 4 | 6 | 9,17% | 12,74% | 13,12% | 8,56% | 10,26% | 4,67% |
| **2008*** | | | | 11 | 3 | 8 | | | | 4,19% | 7,61% | 3,70% |
| | *Saggio di redditività ordinaria dell'attivo UAO/TA* | | | | | | *Grado di capitalizzazione P/TA* | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 0,77% | 1,08% | 0,95% | 0,47% | 0,87% | 0,42% | 9,42% | 8,86% | 8,31% | 13,40% | 11,90% | 12,44% |
| **2006** | 0,92% | 1,17% | 1,04% | 0,71% | 0,97% | 0,58% | 9,70% | 10,65% | 8,13% | 12,20% | 11,74% | 12,53% |
| **2007** | 0,94% | 1,33% | 1,09% | 0,95% | 1,32% | 0,50% | 10,21% | 10,43% | 8,28% | 11,38% | 10,87% | 9,83% |
| **2008*** | | | | 0,47% | 0,93% | 0,37% | | | | 8,67% | 9,45% | 7,90% |
| | *Saggio di redditività lorda dell'attivo RLG/TA* | | | | | | *Saggio di redditività dell'attività di intermediazione MIM/TA* | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 1,69% | 0,98% | 0,95% | 0,95% | 1,27% | 0,53% | 3,68% | 2,86% | 3,32% | 2,16% | 2,01% | 2,32% |
| **2006** | 1,49% | 1,37% | 1,27% | 0,96% | 1,09% | 0,81% | 3,46% | 3,65% | 3,33% | 2,06% | 1,74% | 2,22% |
| **2007** | 1,34% | 1,44% | 1,35% | 1,19% | 1,39% | 0,83% | 3,37% | 3,62% | 3,32% | 2,08% | 2,07% | 2,17% |
| **2008*** | | | | 0,63% | 1,13% | 0,47% | | | | 1,75% | 1,89% | 1,60% |
| | *Indice di efficienza economica RLG/MIM* | | | | | | *Saggio di redditività dell'attività di intermediazione creditiziaMITR/TA* | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 45,89% | 33,09% | 28,22% | 44,69% | 63,01% | 33,97% | 2,52% | 1,95% | 2,09% | 1,19% | 1,41% | 1,09% |
| **2006** | 43,00% | 37,45% | 38,20% | 46,80% | 62,55% | 37,17% | 2,43% | 2,22% | 1,89% | 1,32% | 1,35% | 1,28% |
| **2007** | 39,73% | 39,88% | 40,81% | 57,95% | 65,95% | 44,95% | 2,64% | 2,33% | 2,18% | 1,58% | 1,71% | 1,10% |
| **2008*** | | | | 36,98% | 59,86% | 29,39% | | | | 1,43% | 1,61% | 1,29% |
| | *Saggio di redditività dell'attività di servizi RNS/TA* | | | | | | *Tasso di incidenza delle rettifiche nette di valore su crediti RNC/AF* | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 0,81% | 0,81% | 0,98% | 0,54% | 0,41% | 0,99% | 0,25% | 0,30% | 0,34% | 0,32% | 0,32% | 0,38% |
| **2006** | 0,84% | 0,97% | 0,89% | 0,46% | 0,40% | 0,73% | 0,17% | 0,37% | 0,28% | 0,49% | 0,41% | 0,51% |
| **2007** | 0,82% | 0,89% | 0,85% | 0,48% | 0,42% | 0,72% | 0,36% | 0,40% | 0,35% | 0,40% | 0,44% | 0,36% |
| **2008*** | | | | 0,37% | 0,29% | 0,39% | | | | 0,51% | 0,29% | 0,60% |
| | *Saggio di redditività lorda attività di intermediazione creditizia MIT/AF* | | | | | | *Tasso di incidenza delle attività fruttifere sull'attivo AF/TA* | | | | | |
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 3,38% | 2,56% | 2,68% | 2,38% | 2,20% | 2,55% | 74,74% | 92,14% | 93,85% | 91,66% | 93,61% | 87,88% |
| **2006** | 3,07% | 2,69% | 2,34% | 2,22% | 1,83% | 2,48% | 79,11% | 95,65% | 93,83% | 91,78% | 93,88% | 88,50% |
| **2007** | 3,05% | 3,77% | 2,61% | 2,38% | 2,25% | 2,47% | 86,31% | 96,02% | 94,07% | 93,10% | 94,40% | 91,38% |
| **2008*** | | | | 2,08% | 1,96% | 2,21% | | | | 91,08% | 91,21% | 90,96% |

| | *Tasso di incidenza dei costi operativi CO/TA* | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 2,22% | 2,03% | 2,44% | 1,04% | 0,71% | 1,60% |
| **2006** | 2,22% | 2,13% | 2,01% | 0,99% | 0,73% | 1,31% |
| **2007** | 2,31% | 1,91% | 2,07% | 0,74% | 0,70% | 1,20% |
| **2008*** | | | | 1,01% | 0,70% | 1,13% |

| | *Tasso di incidenza del costo del personale SP/TA* | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 1,32% | 1,21% | 1,33% | 0,59% | 0,43% | 0,86% |
| **2006** | 1,24% | 1,36% | 1,24% | 0,54% | 0,43% | 0,63% |
| **2007** | 1,32% | 1,31% | 1,25% | 0,42% | 0,40% | 0,49% |
| **2008*** | | | | 0,52% | 0,42% | 0,55% |

| | *Tasso di incidenza degli altri costi amministrativi ASA/TA* | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | BCC | POP | SPA | San Marino | "RSM Storiche" | "RSM Nuove" |
| **2005** | 0,89% | 0,82% | 1,14% | 0,41% | 0,28% | 0,72% |
| **2006** | 0,92% | 0,92% | 0,93% | 0,40% | 0,29% | 0,62% |
| **2007** | 0,98% | 0,87% | 0,99% | 0,34% | 0,29% | 0,59% |
| **2008*** | | | | 0,46% | 0,28% | 0,52% |

Note: (*) i valori mediani delle performance relativi alle banche sammarinesi dell'anno 2008 sono costruiti senza considerare la CARISP.

## 3. GLI INDICATORI DI PERFORMANCE DEL MERCATO BANCARIO DELLA REPUBBLICA DI SAN MARINO

Ai fini dell'analisi di tipo reddituale si valuteranno le condizioni di performance mediana sia dell'intero sistema bancario sammarinese sia dei due sottoinsiemi "banche storiche" e "banche nuove". L'analisi intertemporale è limitata al periodo 2005-2007 e finalizzata ad individuare i principali profili di redditività, efficienza e rischio. I dati di performance dell'esercizio 2008 sono stati riportati per completezza ma essendo costruiti sulla base dei dati mediani delle banche sammarinesi esclusa la CARISP sono difficilmente comparabili con quelli degli anni precedenti.

L'approccio metodologico seguito nel lavoro si basa sull'utilizzo di indicatori di gestione legati tra loro da uno schema di concatenamento logico che riproduce la formazione della redditività riconducendola alle sue determinanti principali[17].

Gli indicatori di bilancio del sistema bancario sammarinese sono, infine, comparati con quelli di alcuni gruppi dimensionali di banche simili operanti nella vicina regione Emilia-Romagna[18].

[17] Cfr. Riquadro 1 – Appendice.

[18] Nell'Unione europea a partire dal 2005 tutte le società quotate sono sottoposte all'obbligo di redazione del bilancio consolidato sulla base dei nuovi principi contabili internazionali IFRS/IAS (International Financial Reporting Standards/International Accounting Standards). A livello nazionale il d. lgs. 28 febbraio 2005 recepisce la legge comunitaria del 31 ottobre 2003 n. 306 che oltre ad estendere l'obbligo di redazione del bilancio consolidato secondo i principi IAS a banche ed intermediari finanziari sottoposti a vigilanza, prevede nei confronti degli stessi la facoltà dal 2005 e l'obbligo a partire dal 2006 di applicare le regole IAS anche ai bilanci individuali. Prima del 2005 i bilanci venivano redatti secondo le disposizioni

## 4. ANALISI DELLA REDDITIVITÀ

Al fine di valutare le condizioni di redditività sarà sufficiente ricorrere a pochi e selezionati indicatori di gestione. L'analisi della redditività del sistema bancario si sviluppa a partire dal rapporto tra utile dell'attività ordinaria e totale attivo (UAO/TA) indicatore che esprime sinteticamente l'utile da attività ordinaria per dato volume di attività. Da questo punto di vista occorre sottolineare che le banche sammarinesi presentano una redditività in linea con quella della media delle banche italiane. Le "banche storiche" con una redditività media superiore a quella delle limitrofe banche emiliano-romagnole trainano verso l'alto la redditività media dell'intero sistema. Ad un'elevata redditività dell'attività ordinaria si accompagna un grado di patrimonializzazione sistematicamente superiore (P/TA) che indica le scelte dei manager bancari riguardanti la struttura finanziaria dell'impresa. Questo tipo di scelte in ambito bancario assumono particolare rilievo, coinvolgendo da un lato i rapporti con la clientela e dall'altro lato le possibilità di crescita e la solvibilità della banca (patrimonio). Nelle banche il patrimonio rappresenta una frazione modesta del totale di bilancio: attraverso la funzione monetaria le banche operano con un rapporto di indebitamento largamente superiore a quello che si registra in qualsiasi altra tipologia di azienda (e settore).

L'elevata capitalizzazione riduce, rispetto ai concorrenti italiani, il rapporto tra l'utile dell'attività ordinaria e il patrimonio (UAO/P), perché lo sfruttamento dell'effetto moltiplicativo della leva finanziaria è inferiore.

In altri termini la redditività in rapporto al TA (Totale Attivo) è superiore per le banche sammarinesi per le quali, però, essendo più patrimonializzate delle altre banche, con gli stessi utili debbono remunerare un patrimonio superiore: questo produce come risultato finale ad una redditività dei mezzi propri inferiore, pur in presenza di una redditività dell'attivo talvolta superiore.

Il ROA (Return on Asset) ovvero la redditività dell'attività svolta (RLG/TA) può essere considerato come il prodotto tra il margine di intermediazione per attività svolta (MIM/TA) e quella parte del margine stesso trasferita nel risultato lordo di gestione una volta dedotti i costi operativi (RLG/MIM). Questi due fattori indicano i due profili della formazione del reddito della banca: un profilo di redditività dell'intermediazione (MIM/TA) e un profilo di efficienza economica (RLG/MIM). È quindi opportuno sviluppare l'analisi indagando separatamene i due aspetti sopra richiamati: redditività ed efficienza economica.

In particolare, la redditività dell'attività svolta può essere approfondita individuando il contributo delle diverse aree dell'intermediazione alla sua formazione valutando, da un lato, il contributo dell'attività tipica e tradizionale della banca – il margine di interesse (MIT) al netto delle rettifiche e riprese di valore su crediti e accantonamenti per garanzie e impegni (MITR/TA) – che misura l'onere connesso al rischio di credito e, dall'altro lato, quello dell'attività connessa alle operazioni che vedono la banca attiva sul mercato prevalentemente in qualità di broker e dealer (MIM/MITR).

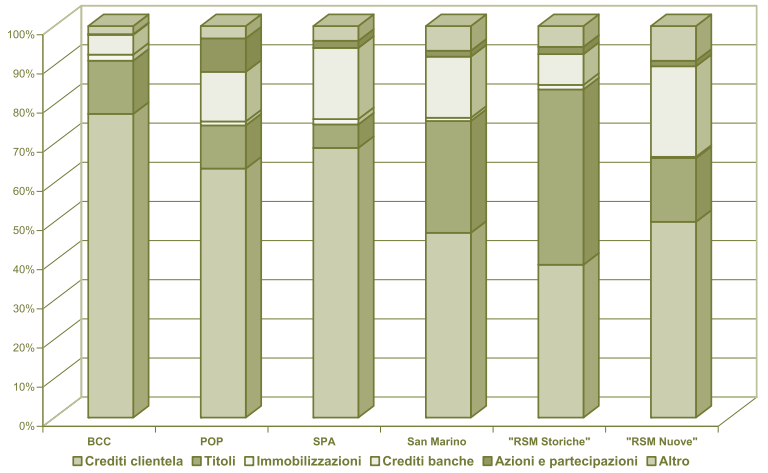
Innanzitutto, la redditività dell'attività di intermediazione tradizionale è sistematicamente maggiore per le "banche storiche" rispetto a quelle di più recente costituzione. Proprio il loro minor consolidamento sul

dettate dal d. lgs. 87/92.

mercato è alla base di questo risultato. C'è da chiedersi, tuttavia, se proprio i nuovi ingressi abbiano in qualche modo "drenato" parte della redditività delle banche maggiori che resta abbondantemente inferiore a quella dei concorrenti italiani.

Inoltre, se valutiamo la gestione del denaro in termini di saggio di redditività lorda dell'attività di intermediazione creditizia (MIT/AF) il risultato – anche se con un differenziale modesto – appare semplicemente ribaltato a favore delle "nuove banche". Innanzitutto, il fatto che il differenziale tra interessi attivi e passivi rapportato alle attività fruttifere – cioè i volumi aggregati intermediati – sia superiore potrebbe implicitamente significare che queste banche praticano tassi di interesse maggiori alla propria clientela perché implicitamente ritenuta più rischiosa. Tuttavia, la minore esposizione delle banche sammarinesi verso la clientela ordinaria potrebbe sottoporle ad un minore rischio di credito rispetto alle vicine banche italiane (cfr. Fig. 8)[19].

**Fig. 8 – La diversificazione dell'attivo: RSM vs. Emilia-Romagna al 31/12/2007**




Infine, la redditività delle attività cosiddette fee based risulta maggiore per le "nuove banche": il saggio di redditività da attività da servizi è circa due volte superiore a quello delle "banche storiche" benchè più bassa di quella dei concorrenti italiani. Questo risultato potrebbe far pensare che le nuove banche hanno privilegiato un segmento di mercato diverso e più orientato ai servizi e alla consulenza rispetto a quello più tradizionale delle "banche storiche". Tale risultato è, tuttavia, fortemente ridimensionato per l'anno 2008.

[19] Da un punto di vista tecnico minori fondi intermediati (AF) produce un effetto espansivo sul rapporto MIT/AF.

## 5. EFFICIENZA ECONOMICA

Al fine del controllo dell'efficienza economica, cioè della capacità di contenere i costi operativi per unità di margine, ci concentriamo, in particolare, sul rapporto tra risultato lordo di gestione e margine di intermediazione (RLG/MIM). Nel triennio 2005-2007 l'indicatore, mostra un andamento crescente ed è abbondantemente superiore a quello delle vicine banche emiliano-romagnole. Questo risultato indica una minore incidenza dei costi operativi a vantaggio di una maggiore economicità della gestione. Infatti, il rapporto CO/TA è sistematicamente inferiore per le banche sammarinesi rispetto a quelle italiane.

L'importanza assunta dai costi operativi però non può non essere relazionata ai volumi dell'intermediazione e quindi al totale dell'attivo. Occorre tenere presente che il rapporto tra costi operativi e totale attivo (CO/TA) è fortemente influenzato dalla tipologia di intermediazione della banca e che quindi si possono evidenziare valori sensibilmente diversi tra le diverse categorie. Quanto a dire che costi operativi bassi scontano un tipo di intermediazione tradizionale a bassa intensità di capitale umano e quindi più economica. (Onado, 2004). Risultato peraltro confermato dalla bassa incidenza dei costi per il personale che se rapportati al totale attivo appaiono circa tre volte inferiori a quelli dei concorrenti italiani.

## 6. ANALISI DEL RISCHIO

Al fine di operare una corretta analisi della performance di una banca è indubbiamente necessario, se non indispensabile, approfondire la rischiosità associata alle attività fruttifere. Tale analisi rileva al fine di capire se la migliore performance dell'attività tradizionale delle banche sammarinesi è riconducibile a scelte manageriali di investimento corrette o, invece, dipenda da un'allocazione rischiosa delle risorse a fronte di un maggior rendimento atteso.

L'esame della qualità dei crediti offre la possibilità di formulare giudizi in merito all'efficienza allocativa delle banche, in quanto la qualità complessiva del credito attuale è il riflesso della capacità della banca di allocare il credito in maniera efficiente, cioè di selezionare iniziative profittevoli e di perseguire un adeguato frazionamento del rischio.

La capacità allocativa della banca dipende anche dagli strumenti e dalle procedure di cui la stessa si è dotata per la valutazione dei rischi, da quello di mercato fino a quelli di credito ed operativo.

Una prima indicazione del rischio di credito può essere ricavata dall'analisi relativa alle rettifiche nette di valore su crediti e accantonamenti per garanzie e impegni (RNC/AF) strettamente correlate all'ammontare di rischio di credito assunto. L'indicatore mostra una elevata variabilità attestandosi in corrispondenza dell'esercizio 2007 su un valore medio leggermente superiore a quello delle banche emiliano-romagnole. Sempre in corrispondenza dello stesso esercizio sono le "banche storiche" a registrare una maggiore incidenza delle RNC lasciando intravedere l'assunzione di maggiore rischio nella gestione del rapporto banca-impresa.

Un secondo indicatore di rischiosità può essere costruito rapportando le "Sofferenze ed incagli" agli impieghi. Anche questo rapporto, come sottolineato nelle pagine precedenti, appare in crescita (cfr. Fig. 7).

La maggiore patrimonializzazione delle banche sammarinesi rispetto a quelle italiane sembra suggerire, tuttavia, che a parità di condizioni regolamentari, potrebbero essere meglio attrezzate nel gestire situazioni di crisi.

# CAPITOLO 4
# ALCUNE IMPLICAZIONI DI POLITICA ECONOMICO-FINANZIARIA E PROSPETTIVE PER IL SISTEMA BANCARIO-FINANZIARIO SAMMARINESE

## 1. PREMESSA

Le pagine successive riassumono alcuni aspetti del sistema bancario e finanziario sammarinese, sviluppate sulla base del materiale elaborato nei precedenti capitoli del Rapporto. L'enfasi, per la sua centralità, viene posta sul comparto bancario.

L'approccio utilizzato è di natura qualitativa e volto ad approfondire i problemi strutturali e di politica economico-finanziaria, e prescinde da esigenze normative o classificatorie: cosa sia un paradiso fiscale e se la Repubblica di San Marino di San Marino sia o meno un paradiso fiscale. La valutazione da cui si parte è la situazione attuale: la procedura rafforzata di controllo e i rilievi mossi da Moneyval alla Repubblica di San Marino, l'inclusione nella "lista grigia" dell'OCSE, nonché le indagini giudiziarie italiane aventi per oggetto operatori sammarinesi. A maggior ragione, non si intende valutare se l'esistenza di un paradiso fiscale aumenti o diminuisca il benessere collettivo e l'efficienza dei sistemi economici coinvolti. È ben noto infatti che le tre posizioni estreme vedono:

il paradiso fiscale come un'opportunità che amplia le scelte a disposizione degli investitori internazionali e impone una maggiore efficienza e disciplina fiscale ai paesi ad elevata tassazione;

il paradiso fiscale come un operatore capace di scremare i mercati internazionali in modo non trasparente, accrescendo i propri benefici a scapito di maggiori costi per altri;

il paradiso fiscale come un "enclave" utile al sistema privato del paese ospitante a patto che riversi, come investimenti privati, ciò che sottrae alle casse dello stato ospitante.

Anche con riferimento a questo aspetto, si è preferito adottare un approccio pragmatico, che valuta la situazione attuale nell'ottica sammarinese.

## 2. SAN MARINO E L'ITALIA

Il comparto finanziario della Repubblica di San Marino si rapporta prioritariamente a quello italiano, un sistema relativamente tradizionale e con limitate esigenze di sofisticazione finanziaria. Questo legame speciale con l'Italia spiega in buona sostanza le principali caratteristiche del sistema sammarinese, nonché i suoi punti di forza e di debolezza.

A fronte di grandi cambiamenti a livello internazionale e con la creazione di prodotti e servizi sofisticati e l'emergere di forti specializzazioni tra operatori e piazze geografiche, il sistema finanziario sammarinese è rimasto indietro, anche rispetto ad altri piccoli paesi specializzati (come il Principato di Monaco, il Liechtenstein o il Lussemburgo).

I suoi punti di forza possono quindi essere individuabili rispetto allo stesso sistema finanziario italiano, che rimane il principale, se non l'unico, termine di raffronto competitivo.

In ottica prospettica ed evolutiva del comparto finanziario sammarinese, quindi, la prima scelta è valutare opportunità e limiti che

derivano dallo "schiacciamento" sull'Italia piuttosto che da un'effettiva e integrazione a tutto campo sul mercato internazionale (anch'essa con alcuni problemi ed opportunità).

Nell'effettuare queste valutazioni è opportuno considerare non solo la prospettiva interna, sammarinese, che considera l'assetto regolamentare e istituzionale come pura espressione del potere statuale (e conseguentemente la decisione di accettare o meno alcuni standard essenzialmente come una decisione di politica interna), ma anche la prospettiva esterna, in cui sono i mercati finanziari internazionali (o meglio alcuni dei più importanti attori e organismi sovranazionali) che fissano gli standard, cui i singoli partecipanti devono adeguarsi per essere accettati e giocare un proprio ruolo.

Ci si sta infatti avviando verso un periodo in cui alla globalizzazione si affianca la creazione di regole di funzionamento dei mercati più stringenti. In questa situazione le decisioni che competono a San Marino si limitano all'accettare o meno questi standard esterni di validità generalizzata, con limitate possibilità di contrattazione, ma senza che questo debba essere considerato un atto aggressivo, volto a limitare, in particolare, la sovranità della Repubblica di San Marino.

## 3. L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO SAMMARINESE

Nel corso degli anni Settanta l'instabilità della situazione socio-politica italiana aveva portato all'esportazione di capitali dalle regioni del triangolo industriale soprattutto verso Svizzera e Lussemburgo.

Inoltre, sempre negli anni Settanta l'introduzione della imposta monofase ha dato un significativo impulso allo sviluppo di attività imprenditoriali sammarinesi o localizzate a San Marino. Ciò nel tempo ha consentito di creare di un volume cospicuo di depositi.

È appena il caso di ricordare che in passato la Repubblica di San Marino è stata terra di emigrazione e le rimesse degli emigranti, per un significativo periodo di tempo, hanno costituito un'importante fonte di finanziamento delle attività economiche interne.

Negli anni Ottanta, con la liberalizzazione del mercato dei capitali, e l'incremento di ricchezza nell'Emilia Romagna e nelle Marche (e più in generale nella "Terza Italia"), si ampliano le analoghe prospettive anche per San Marino.

Infine, con la progressiva maturazione del prodotto turistico e l'esaurirsi della fase più vivace del processo di sviluppo della riviera romagnola si riducono gli investimenti nelle aree limitrofe. Nel contempo l'Italia vive un periodo d'instabilità finanziaria (sfociato nella crisi fiscale e di cambio del 1992), cui si accompagna l'accumulazione di debito pubblico e un progressivo aumento della pressione fiscale. Questi elementi giocano un ruolo importante nel processo di diversificazione degli investimenti italiani e accrescono la capacità di attrazione della "giurisdizione sammarinese".

Infatti, la competitività del sistema finanziario sammarinese, che in una prima fase del suo sviluppo poteva essere attribuita a vantaggi legati ad un "maggior rendimento" su prodotti assimilabili a quelli italiani, si è nel tempo configurata "essenzialmente ed esclusivamente" in termini di segreto bancario.

I flussi finanziari dall'esterno divengono sempre più importanti e i proventi delle imposte sui profitti bancari e finanziari acquistano una posizione centrale nel bilancio della Repubblica di San Marino. Se ne avverte il ruolo in occasione dell'introduzione in Italia dello "Scudo fiscale" nei primi anni di questo decennio, che incide in modo significativo sulla dinamica della raccolta e della redditività bancaria nonché sui saldi del bilancio pubblico sammarinese.

Il processo di "liberalizzazione" dei primi anni di questo decennio conduce a un considerevole aumento del numero degli operatori bancari e finanziari autorizzati ad operare sul territorio sammarinese[20]. Questo aumenta il peso dell'intero settore finanziario, accresce la concorrenza del sistema ma, data la peculiare specializzazione, non comporta una rifocalizzazione del business ne un significativo aumento di efficienza e trasparenza.

In media, l'azione dei nuovi operatori si è innestata nel solco tradizionale, basato sullo sfruttamento degli elementi di riservatezza e competitività fiscale; quindi il processo di crescita del settore si è caratterizzato per una evoluzione complessivamente inferiore alle sue potenzialità, sotto l'aspetto qualitativo, seppure compensata da un aumento quantitativo dei flussi intermediati.

Attualmente un numero limitato di banche (le storiche Cassa di Risparmio; Banca Agricola Commerciale e Banca di San Marino – alle quali dovremmo aggiungere il Credito Industriale per anno di fondazione ma non per presenza capillare), hanno un forte radicamento sul territorio, un numero di sportelli elevato e una forte patrimonializzazione, espressione di un "modello di banca" tradizionale, sviluppato nel corso del tempo.

L'altro gruppo di operatori è costituito da banche di più recente costituzione, e di dimensione minore, con un numero limitato di sportelli (spesso uno solo) e che in alcuni casi appaiono essere relativamente meno patrimonializzate delle prime.

La crescita dimensionale del sistema sammarinese cui si è fatto cenno avviene inizialmente in una situazione di limitata normazione e attività di controllo e vigilanza da parte degli operatori pubblici. Risultava peraltro evidente che, con l'aumentare del peso del settore diveniva urgente la necessità di ridurre la distanza tra l'assetto sammarinese e degli altri mercati di riferimento, quello italiano in primo luogo. La costituzione della BCSM ha costituito il primo passo, cui è seguita la creazione di un sistema di regole cogenti, passo anch'esso in buona parte completato. Il momento successivo è l'enforcement di regole virtuose, che devono diventare una prassi operativa nel sistema, mentre la chiusura di questa sequenza virtuosa di sviluppo sarebbe la creazione di una serie di trattati che integrano pienamente il sistema sammarinese.

[20] Le banche di RSM erano quattro fino al 2000; tra il 2000 e il 2005 ne nascono altre 8. La Banca Centrale di San Marino (BCSM) viene fondata nel 2005. In precedenza in base alla Legge bancaria n. 21 e alla Legge n. 34 del 9/3/1988 il ruolo di "banca centrale" era riconosciuto all'ICS (Istituto di Credito Sammarinese) e quello di "vigilanza" sul sistema all'Ispettorato per il Credito e le Valute istituito con Legge 20/12/84, n.116.

Il processo di sviluppo del sistema sammarinese è, al momento, incompiuto. Guardando alle condizioni iniziali, la strada percorsa in termini di normazione, regolazione, supervisione e vigilanza è stata significativa. Essa ha inevitabilmente portato a rotture di posizioni di mercato ritenute consolidate e, quindi, ha reso esplicite le diverse prospettive di regolatori e regolati. Nel contempo, non si può ignorare che rispetto agli standard considerati accettabili, le prassi sammarinesi non sono da considerarsi adeguate; in altri termini, nel confronto con altri sistemi il gap da colmare rimane ampio (e gli standard vanno evolvendosi in senso più restrittivo).

La prima fase di questo sviluppo – una crescita più quantitativa che qualitativa del sistema - In buona sostanza può essere spiegata con una causa "ultima", la capacità sammarinese di coprire gli spazi lasciati da una debole politica (economica) italiana. Questo "elemento di vantaggio" per la Repubblica di San Marino negli ultimi tempi si è significativamente ridotto per fattori esterni (l'azione della magistratura italiana) e, più in generale, poiché le politiche nazionali (italiane) sono state in parte surrogate dalla Unione Europea (UE), dalla Banca Centrale Europea (BCE) e da altri organismi sovranazionali (europei e internazionali); corrispondentemente si è ridotto lo spazio di mediazione politica fra San Marino e Italia.

Inoltre, la crisi economica internazionale, e italiana in particolare, comporta maggiori spese pubbliche e minori introiti fiscali. La necessità di reperire risorse per colmare i deficit di bilancio spinge verso la tassazione di attività finanziarie fino ad ora esenti.

Le peculiarità finanziarie della crisi internazionale hanno focalizzato la maggior parte degli interventi degli stati, inoltre, sull'intero sistema degli intermediari finanziari (banche, società di gestione dei risparmi, fondi di varia natura, ecc.), "circoscrivendo" la rischiosità del loro operato.

Unitamente alle esigenze degli stati acuite dalla crisi economico-finanziaria, i complessi risvolti economici e politici generati da evasione fiscale e riciclaggio (di denaro proveniente da attività malavitose e terroristiche), hanno accelerato le strategie di rigore verso i paesi reputati fuori standard: "paradisi fiscali" e giurisdizioni ad essi equiparabili.

## 4. LE CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA FINANZIARIA SAMMARINESE

Attualmente la domanda dei depositanti e degli investitori italiani sembra essere stata in primis quella di riservatezza. Solo secondariamente il cliente ha cercato una minore incidenza della fiscalità sui prodotti finanziari.

La Repubblica di San Marino ha risposto a queste esigenze proponendo uno schema di operatività delle banche che fa perno soprattutto sull'offerta di riservatezza e di prodotti finanziari relativamente semplici. Non è un caso che il margine lordo del sistema bancario derivi soprattutto dalle attività tradizionali d'intermediazione piuttosto che da commissioni per prodotti e servizi più evoluti. Il sistema sammarinese è volto alla distribuzione di prodotti finanziari sviluppati altrove, piuttosto che all'elaborazione e all'offerta di prodotti propri. Il vero prodotto offerto alla clientela è stato, di nuovo, il segreto bancario.

Questo elemento segna una differenza significativa rispetto alla struttura del settore di altre piccole economie specializzate, con le quali San Marino può essere confrontato. Queste piccole piazze finanziarie di alto livello, infatti, oltre al segreto bancario offrono altri prodotti e servizi finanziari (oltre che giuridici) ad alto valore aggiunto e altamente

funzionali per clientela aziendale e professionale e/o per clientela privata molto facoltosa.

Anche per le piccole piazze finanziarie può essere possibile acquisire un significativo vantaggio di "first mover" (il vantaggio di chi si muove prima sia a livello istituzionale che tecnico-operativo) specializzandosi su alcuni segmenti particolarmente profittevoli. Operando con elevata competenza, rapidità ed efficienza, è possibile proporre (anche) prodotti e servizi finanziari innovativi, trasparenti, di buona qualità e a costi concorrenziali, magari traendo beneficio dalla farraginosità delle leggi nazionali o dai problemi di coordinamento tra le legislazioni e i regolatori dei diversi paesi (per esempio il Lussemburgo è riuscito ad attrarre operatori finanziari esteri; questo risultato ha richiesto da un lato l'essere in armonia con la legislazione degli altri paesi, dall'altro forte una capacità di sviluppo dei prodotti finanziari). In questo modo tali prodotti acquisiscono una dimensione internazionale poiché in essi gli investitori esteri trovano una valida alternativa agli investimenti domestici. Soprattutto, questa forma di concorrenza è considerata virtuosa e quindi accettabile dai paesi in cui si originano i flussi di capitale: in questo caso l'elemento predatorio è limitato, mentre si arricchiscono le opzioni disponibili sui mercati finanziari nonché il grado di efficienza e stabilità complessiva dei sistema finanziario internazionale. Inutile ricordare che in questi casi, a differenza di quanto avviene per la Repubblica di San Marino, la reputazione di questi sistemi finanziari risulta elevata.

Per altre piccole economie la competizione che viene a crearsi, per loro intenzione, è invece al ribasso: i prodotti offerti sono poco trasparenti e l'elemento concorrenziale è dato da una sorta di dumping istituzionale; non è sorprendente che in questi casi la risposta dei paesi di origine dei flussi sia sostanzialmente più severa, le relazioni fra stati più tormentate e gli effetti complessivi più incerti sia per gli operatori finanziari che per la clientela.

## 5. PUNTI DI FORZA E DI DEBOLEZZA DEL SISTEMA SAMMARINESE

In termini più generali, quali possono essere, allora, le dimensioni su cui si basa una traiettoria di sviluppo di una piccola economia con una forte specializzazione sul settore finanziario? È utile sintetizzare questi elementi sotto diversi aspetti che riguardano il segreto bancario, la fiscalità favorevole, la diversificazione dei prodotti-servizi e l' efficienza e la stabilità sistemica del comparto.

Per semplicità consideriamo come termine di raffronto il Lussemburgo, che per molte ragioni potrebbe costituire un buon termine di paragone per la Repubblica di San Marino. Il Lussemburgo è stato (ed è tutt'ora) all'avanguardia nello sviluppo di alcuni prodotti finanziari (in primis i fondi comuni d'investimento) che vende con un certo vantaggio fiscale rispetto ad altri paesi. La concorrenza avviene quindi sul prezzo, mantenendo un elevato standard di qualità. Le famiglie di buona parte d'Europa acquistano fondi d'investimento di diritto lussemburghese – rinunciando a inse-

guire forme forti di riservatezza e lo sfruttamento completo dei possibili arbitraggi fiscali, disponibili in altre giurisdizioni, perché il costo sarebbe troppo alto: l'alternativa sarebbe quella di una minore trasparenza e qualità – cioè un rilevante incremento del rischio legato all'investimento offshore in qualche giurisdizione esotica, "non allineata" agli standard internazionali, con un rendimento atteso maggiore, ma con una ambigua qualità dei servizi offerti, e una forte riduzione dell'affidabilità e della stabilità del sistema finanziario[21].

Anche per questo il Lussemburgo (con un limitato grado di riservatezza) è più "tollerato", seppur con diversi gradi, dai paesi in cui si originano buona parte dei flussi finanziari in Europa (Germania, Francia e Italia), di altre piazze finanziarie.

Questi governi sanno che le alternative sono: avere fondi di origine domestica in Lussemburgo (con un certo rendimento e con certe garanzie di qualità e affidabilità sistemica proprie di tale centro finanziario); oppure avere buona parte degli stessi fondi spostati in aree con un grado di controllo molto inferiore.

Se San Marino intendesse confrontarsi con un sistema come quello lussemburghese, piuttosto che con quello di alcune isole del Pacifico, allora diverrebbe necessario sviluppare alcune specializzazioni nuove (diverse dalle attuali) e accrescere la competitività di queste ultime.

[21] Inoltre, storicamente, nello sviluppo dei c.d. paradisi fiscali c'è spesso stata vicinanza geografica tra il mercato ufficiale e il corrispondente mercato offshore. Proprio per questioni di riservatezza, non tutte le operazioni possono essere fatte in via telematica; alcuni aspetti richiedono il contatto diretto tra banca e investitore.

Un'altra opzione, come è stato in altre occasioni ricordato, è quella di accettare una omologazione economica con l'Italia e con l'Unione Europea – non necessariamente attraverso una adesione istituzionale – ricercando quindi una specializzazione compatibile e sostenibile all'interno di una normativa e di un mercato più ampi.

Sui mercati finanziari internazionali si rendono "disponibili" molte opzioni; sono praticate operazioni finanziarie che:

- sono vietate dalla normativa di qualche paese;
- non sono praticabili con mezzi professionali;
- sono lecite e diffusamente praticate;
- sono lecite e praticabili solo a particolari condizioni di trasparenza, efficienza e qualità.

Nella Repubblica di San Marino non si dovrebbero fare operazioni che da altre parti non è possibile fare ma, piuttosto, si dovrebbero fare molto meglio:

- quelle altrove fatte, seppur diffusamente, ma poco bene (a causa di sistemi troppo complessi e farraginosi);
- quelle con un'offerta limitata in altri sistemi bancari-finanziari (sia per le peculiari condizioni di base necessarie, sia perché di nicchia).

Evidentemente questo non significa affatto tentare di costruire una "nuova veste", magari tramite schermature più sofisticate, a pratiche ugualmente non virtuose – un comportamento miope che attira clienti seppur facoltosi ma di basso (e bassissimo) profilo, che trasferisce al sistema-paese il rischio (e con esso il danno potenziale) associato a questo tipo di clienti e agli operatori finanziari che li servono, riducendo la credibilità e la sicurezza della Repubblica di San Marino nel suo complesso, e che paga solo nel breve periodo, spesso solo ad alcuni (in maniera non

diffusa), compromettendo la qualità sui mercati finanziari internazionali, come evidenziato dal declassamento (downgrading) del merito di credito del debito sovrano sammarinese da AA ad AA– da parte dell'agenzia di rating internazionale Fitch, che ha inoltre espresso un outlook negativo il 13 maggio 2009.

A questo punto è inevitabile chiedersi quale sia la specializzazione (e quindi i punti di forza e di debolezza) del settore finanziario della Repubblica di San Marino.

Un punto di forza che può e deve essere valorizzato è il grado di fiscalità attenuata.

Questo elemento in prospettiva sarà diverrà meno favorevole, essendo prevista dapprima una witholding tax con una aliquota crescente e poi una piena collaborazione, che include lo scambio di informazioni, con le autorità fiscali dell'Unione Europea. Questo aspetto può, tuttavia, essere oggetto di contrattazione soprattutto perché è ignoto il punto in cui le "bocce" andranno a fermarsi a crisi finita.

Il principale punto di forza in passato è stato un grado di riservatezza elevato (per certi versi eccessivo, visto che non rispetta gli standard minimi richiesti da Moneyval). In questo senso la posizione sammarinese è stata troppo lungamente ambigua: è stato sviluppato un sistema di norme generali, formalmente adeguate, ma accompagnate da ritardi attuativi e incertezze sia nei regolamenti sia nelle interpretazioni; nella sostanza si è manifestata una prassi operativa "molto elastica". Il risultato è stato un sistema complessivamente opaco, un insieme di norme frammentarie, per alcuni versi innovative e per altri no, che utilizzano come pietra angolare il Trattato Italo-Sammarinese del 1939, che "domina" la più recente legislazione in tema di riciclaggio, ma che pone la Repubblica di San Marino in una posizione ancora per poco sostenibile.

Non è un caso, infatti, che a inizio 2009 non sia stata necessaria una nuova legge per arrivare a una sostanziale modifica del "grado di copertura" del segreto bancario, ma solo un'interpretazione più restrittiva delle norme esistenti[22].

Non sorprende che, nella procedura rafforzata,[23] attivata nei confronti della Repubblica di San Marino da parte di Moneyval in materia di riciclaggio e finanziamento al terrorismo, accanto ad alcuni specifici

[22] Ciò ha reso possibile la modifica "veloce" delle prassi operative del sistema bancario, scongiurando il blocco dell'operatività. I tempi di introduzione e implementazione di nuove norme sarebbero stati incompatibili con il mantenimento della stabilità del settore.

[23] Si vedano anche le raccomandazioni contenute nei: Rapporti di Moneyval del 19 gennaio 2001 e del 20 gennaio 2005 (in parte soddisfatte con l'adozione della legge n.28 del 26.02.2004 – Legge Disposizioni in materia di contrasto del terrorismo, del riciclaggio del denaro di provenienza illecita ed abuso di informazioni privilegiate); Rapporto di Moneyval del 15 settembre 2008; Non Conformità e Parziali Conformità, oggetto della Procedura Rafforzata alla quale è sottoposta la Repubblica di San Marino, contenute nei Rapporti del 9 luglio 2008 e del 12 dicembre 2008.

rilievi (quelli più pregnanti, perché legati a una valutazione discrezionale e non formale) riguardo alla formulazione delle norme, parte delle critiche sia stata focalizzata sull'implementazione e sull'effettiva operatività ed efficacia delle norme esistenti. Il dire che esse "sono troppo recenti per valutarne l'efficacia" va letto come messaggio di Moneyval relativo alla scarsa fiducia nel loro effettivo funzionamento.

In passato la Repubblica di San Marino ha diversificato poco la propria offerta: il puntare tutto sulla riservatezza bancaria è stata un strategia remunerativa ma molto rischiosa, al costo di un depotenziamento relativo delle altre dimensioni competitive. Oggi persistere nel non diversificare l'offerta, mirando a tutelare solo quel che resta della segretezza diviene, al contrario, un punto di debolezza. Svizzera, Lussemburgo, Liechtenstein e altri piccoli paesi si stanno attivando concretamente per abbandonare il segreto bancario, seppure ricercando modalità (e tempi) tali da non destabilizzare i propri sistemi finanziari (e gli interessi dei propri clienti).

Negli ultimi tempi, la BCSM e il Governo hanno compiuto passi importanti in termini di trasparenza, proprietà delle banche, ecc., ma molto rimane da fare rispetto allo standard internazionale di accettabilità, la stessa evoluzione nelle bozze dell'accordo finanziario con l'Italia riflette tale tendenza. Costituisce un elemento peculiare il fatto che alcune banche sammarinesi, che si caratterizzano come locali, e quindi legate al territorio sammarinese, abbiano un assetto proprietario in cui figurano soggetti non identificabili (schermati da anonimato, segretezza, ecc.), spesso legati a mercati offshore esotici.

La crisi, prima finanziaria e ora reale, divenuta recessione, porta verso una maggiore regolazione, al restringimento dei "buchi" regolamentari (per esempio: la maggiore standardizzazione di prodotti e contratti per tipologia di acquirenti; l'approvazione in ambito UE di uno standard per gli Hedge Funds). I prodotti finanziari complessi non saranno più venduti nella presunzione che l'investitore sappia valutarli adeguatamente, quando questo non è stato possibile nemmeno agli operatori professionali.

I principali punti di debolezza riscontrati nel sistema della Repubblica di San Marino sono la scarsa capacità di innovazione del comparto finanziario[24], evidenziato anche dal fatto che alcune banche

[24] Ancora una volta, queste riflessioni non si applicano puntualmente ai diversi operatori; al contrario, è risaputo che la posizione di mercato è ampiamente diversificata all'interno del panorama sammarinese. Può accadere, infatti, che errori e inefficienze nella gestione dei flussi di una banca non siano immediatamente percepite a causa di carenze organizzative e gestionali. Anche qualora emergessero, potrebbero non essere sollecitamente eliminate perché questo non modifica se non in modo marginale la redditività della banca. Inoltre ad una parte importante della clientela questo non interessa e/o non preoccupa: infatti, la perdita che deriva da un errato calcolo dei giorni valuta implica una perdita irrisoria rispetto a quanto ottiene in termini di riservatezza.

sammarinesi danno in outsourcing a entità estere la gestione di importanti portafogli. Questi elementi problematici, prima compensati con il privilegio della riservatezza, emergono ora con chiarezza. In questo senso, in futuro, il sistema finanziario potrà avere difficoltà nello sviluppare prodotti alternativi in grado di trovare il favore dei clienti e che nel contempo rimangano interni al sistema sammarinese (evitando quindi migrazioni massicce di capitali).

Alcuni operatori non riescono a sfruttare le economie di scala per via della loro piccola dimensione e ciò si riflette anche sulla dinamica dei costi, specie in prospettiva, quando una maggiore concorrenza sui prodotti finanziari tradizionali porterà a una compressione dei margini.

Si è già detto che la minore qualità dei prodotti e servizi offerti (e/o percepiti) dagli investitori, rispetto ad altre piazze finanziarie più evolute, ha portato il sistema bancario sammarinese a praticare uno "sconto" in termini fiscali unitamente a scarsa trasparenza. Proseguendo su questa traiettoria, dato il progressivo ridursi a livello internazionale dell'"area grigia", il rischio per la Repubblica di San Marino è quello di avere come concorrenti non giurisdizioni come la Svizzera, o il Lussemburgo, ma come le Isole Cayman.

La sfida è quella di passare da un modello di banca demand driven, in cui il comparto fornisce tutti (e solo) i servizi finanziari e normativi richiesti dalla clientela, con le ovvie pericolose derive insite in questo accomodamento a qualsiasi richiesta avanzata dai clienti tipici di un "paradiso fiscale", a un modello di banking supply driven in cui si induce la clientela ad acquistare non solo una "parziale riservatezza" ma anche "prodotti ad alto valore aggiunto". Ovviamente questo passaggio non è ovvio né indolore: alcuni segmenti di mercato minoritari rimangono demand driven accanto a nuovi che diventano supply driven.

## 6. LA POSIZIONE INTERNAZIONALE DI SAN MARINO

Inevitabilmente, la valutazione della sostenibilità futura di questa situazione non è esclusivamente giuridica oppure tecnico-operativa (un aspetto peraltro spesso sottovalutato) ma anche politica.

La situazione creatasi negli anni si è sviluppata con il supporto dei governi italiano e sammarinese. Quello italiano, in particolare, è stato spesso un Governo instabile e altrettanto spesso è stato "amico" della Repubblica di San Marino, al di là delle specifiche coalizioni che si sono succedute sia in Italia che a San Marino.

La situazione è cambiata, infatti:

a) a livello istituzionale, con l'Unione Europea alcune materie non sono più di competenza italiana ma comunitaria. In particolare, con l'Unione Monetaria Europea (UME) l'autonomia dei governi nazionali sulle questioni finanziare e monetarie si è ridotta; parallelamente l'indipendenza e il campo d'azione della Banca Centrale Europea e della Banca d'Italia (entrambe istituzioni indipendenti rispetto alle istituzioni di Governo) si sono accresciuti;
b) una delle ragioni della crisi finanziaria è stata la presenza di importanti deficienze regolamentari. Lo sforzo dei regolatori, attualmente, è diretto verso una più rigida ma anche più equilibrata regolamentazione dei mercati, che non dia luogo a facili quanto destabilizzanti arbitraggi, più agevoli quando le banche commerciali erano regolamentate mentre le banche d'investimento erano libere di sviluppare la "finanza creativa" e

non erano regolamentate. In questo senso la presenza di settori finanziari non adeguatamente regolamentati (come avviene nei paradisi fiscali) è considerata uno dei principali fattori di instabilità;

c) con la crisi si è aperta una voragine nei conti pubblici dei paesi industrializzati. Questo è ancor più vero per i conti italiani, già dissestati inizialmente: il rapporto deficit/PIL, limitato al 2,7% nel 2008 dovrebbe crescere al 4,5% nel 2009 e poi, a politiche economiche invariate, al 4,8% nel 2010. Il rapporto debito pubblico su PIL, già in partenza tra i più elevati dell'area OCSE, passerebbe al 113% già nel 2009 e poi al 116,1% nel 2010. Quindi è naturale e comprensibile che si tenti di limitare l'aumento della pressione fiscale diversificando le fonti d'entrata. Nel caso italiano, poi, le distorsioni indotte da evasione ed elusione sono superiori a quelle medie dei paesi industrializzati e impongono uno sforzo di recupero maggiore. In questo senso è comprensibile che ci sia, anche in Italia, uno sforzo per aumentare congiuntamente gettito fiscale e credibilità politica. Specie in tempo di crisi i privilegi fiscali e istituzionali sono pressoché intollerati;

d) in un momento di crisi gli investitori ricercano la qualità. Questo spiega, per esempio, l'elevata domanda di titoli del debito pubblico a livello europeo. Nonostante il forte peggioramento dei rapporti deficit pubblico/PIL e debito pubblico/PIL, nelle valutazioni dei mercati finanziari gli stati sovrani hanno una probabilità bassa di fallimento: per questo si acquistano titoli pubblici, anche emessi dai paesi con un elevato debito pubblico come l'Italia, preferendoli ai titoli più rischiosi emessi da imprese private, considerate comunque non abbastanza affidabili[25] in questi anni.

Vale la pena, allora, valutare quale sia il grado di fiducia dell'esterno verso il sistema finanziario sammarinese. Al proposito, alcune recenti vicende, indipendentemente dall'esito finale a livello giudiziario, hanno ridotto la credibilità del sistema sammarinese. Gli sforzi che San Marino sta effettuando verso la trasparenza hanno finora ottenuto risultati limitati per più ragioni.

In primo luogo, all'esterno vi è un diffuso scetticismo e una cattiva reputazione della Repubblica di San Marino, fenomeno che è causa e non effetto delle inchieste giornalistiche: particolarmente sui mercati finanziari, la reputazione di cui si gode è un variabile cruciale.

In secondo luogo, in alcune scelte di trasparenza di istituzioni e regolatori vengono depotenziati dalle scelte di altri operatori.

Infine anche in periodi più favorevoli, il sistema finanziario sammarinese è stato soggetto a crisi la cui soluzione, come di norma avviene in questi casi, è stata resa possibile solo con interventi pubblici; per esempio, vi è stata la scelta, da parte del governo sammarinese, sia di intervenire per evitare il possibile emergere di un effetto "domino" sull'intero sistema bancario, sia di non esplicitare alcuni termini del salvataggio di Banca del Titano.

A questo proposito si deve rilevare che l'implementazione di un sistema di regole diviene un problema se l'operatore pubblico viene

[25] A questo si aggiunga la minore fiducia nelle valutazioni dei diversi rating emessi anche dalle più note dalle agenzie come Moody's e Standard & Poor.

considerato captive ("prigioniero") del sistema. In tal modo si incentivano comportamenti strategici destabilizzanti, sia da parte delle banche (alla ricerca di profitti privati ma con la prospettiva di un'eventuale "copertura" da parte del settore pubblico delle perdite), sia da parte degli investitori, che si auto-selezionano in base alle caratteristiche del sistema.

In questo senso si impone una riflessione sulle potenzialità e sull'ambito di azione della BCSM, certamente migliorabile. L'azione di BCSM tende a modificare alcune prassi passate, e quindi una rottura con il passato. L'azione, volta ad accrescere l'efficienza e la trasparenza nelle prassi ha reso il sistema bancario della Repubblica più simile a quello di altri paesi. È necessario tuttavia evidenziare i limiti di tale azione. In primo luogo l'eredità del passato, che impone una trasformazione graduale, per non creare problemi d'instabilità sistemica; in secondo luogo l'evoluzione stessa degli standard internazionali che, modificandosi, non hanno permesso di colmare adeguatamente il gap rispetto a sistemi più trasparenti; infine la presenza di operatori che non sembrano sensibili alla necessità di cambiamenti, nonostante questi siano imposti dall'esterno.

A livello sistemico le capacità di salvataggio di "banche e società finanziarie in crisi" da parte del settore pubblico sammarinese appaiono limitate (anche rispetto a paesi con un elevato debito pubblico, come l'Italia) per via di:

- assenza di regole rigorose e, soprattutto, di prassi operative e di vigilanza volta a scoraggiare comportamenti eccessivamente rischiosi;
- meccanismi di protezione e vigilanza come quelli assicurati dalla Banca Centrale Europea.

Fattori specifici di debolezza sono inoltre:

- la forte specializzazione della Repubblica di San Marino sul settore: un intervento sul sistema finanziario potrebbe rivelarsi insostenibile per il bilancio dello Stato sammarinese, in termini di risorse pubbliche da destinare a tale fine;
- attualmente gli standard di vigilanza sulle banche riflettono il progressivo passaggio a un mercato maggiormente regolamentato, mentre a San Marino risultano minori rispetto ad altri sistemi. In questo senso si veda l'assenza di un fondo di garanzia sui depositi. Il ritardo nell'introduzione di un simile cruciale strumento ridurrà la stabilità prospettica del sistema; per far fronte al costo dell'introduzione di questo strumento può essere prevista una introduzione graduale ma immediata.

I dati più recenti mostrano una qualche riduzione della capacità di raccolta (particolarmente di quella indiretta) del sistema sammarinese. Ciò potrebbe riflettere una perdita di attrazione del sistema finanziario sammarinese rispetto ad altre piazze e/o una ridefinizione della tipologia di clientela attratta.

È ragionevole pensare che una quota di investimenti (magari quella che ricerca la riservatezza a tutti i costi) possa spostarsi su piazze offshore "esotiche". Questa riduzione è solo auspicabile. Infatti, come è stato più volte ricordato, San Marino deve fare chiarezza sul mercato, allontanando gli investitori indesiderabili, legati al riciclaggio e al terrorismo, e ricucendo i problemi di credibilità internazionale (non solo verso l'Italia). Nel medio termine, con opportuni investimenti, si possono sostituire vantaggi competitivi opachi con quelli virtuosi.

Lo spostamento di capitali da San Marino ad altre piazze offshore (per esempio la Svizzera o Monaco) in alcuni casi potrebbe non essere giustificato, per le limitate differenze negli assetti istituzionali e legislativi. In queste piazze, infatti, il livello di riservatezza e la fiscalità potrebbe

non essere troppo diversa rispetto a quella sammarinese. La Repubblica di San Marino, quindi, continuerebbe ad essere competitiva con queste piazze rispetto a queste variabili, mentre la competizione diverrebbe elevatissima sui costi e la qualità dei servizi offerti.

Ancora una volta, risulta cruciale procedere ad un riposizionamento reale sul mercato e ad un miglioramento consistente della qualità dei servizi offerti (e quindi anche delle competenze medie delle persone che lavorano nel comparto specifico).

## 7. UNO SCENARIO DI BREVE PERIODO

Le catastrofi finanziare sono possibili e si verificano – ne abbiamo avuto una recente prova – ma non sono frequenti e, per quanto è possibile, le autorità di politica economica cercano di evitare strappi improvvisi. La stabilità, specie in questi tempi di incertezza, è considerata un' "ancora", un elemento positivo per sé.

Questa logica si applica anche alla posizione dei cosiddetti paradisi fiscali. È difficile pensare che in questo momento in cui si sta cercando di recuperare stabilità dopo i continui shock di settembre 2008 - marzo 2009 gli USA e gli altri grandi paesi intendano correre il rischio di introdurre sul mercato finanziario internazionale un nuovo fattore di squilibrio innescato da un conflitto acerrimo con i paesi della lista grigia dell'OCSE.

Ciò contribuisce a spiegare anche la positiva evoluzione del paventato blocco dell'operatività del sistema bancario sammarinese a inizio anno e che sembra quasi essere già dimenticato, superato da altre più immediate questioni. Se, di fatto, il rischio di un isolamento finanziario di RSM sembra essere superato, le questioni di fondo, all'origine del problema, rimangono irrisolte. La Banca d'Italia, di fronte al rischio di un collasso delle banche sammarinesi (con le inevitabili difficoltà di finanziamento a un sistema delle imprese già sottoposto al rischio di credit crunch) ha tuttavia imposto forme forti di controllo e coordinamento tra i sistemi di pagamento italiano e sammarinese.

In una logica di breve periodo, questa logica del cercare di mantenere lo status quo può essere reiterata, periodo dopo periodo. Forse anche alcuni passaggi del faticoso processo che ha portato alla recente nomina del Presidente della Banca Centrale di San Marino possono essere ascritti a tale logica.

Anzi, una volta eliminata la procedura di controllo rafforzata, alcuni operatori bancari potrebbero pensare di avere una rinnovata capacità di operare reiterando prassi consolidate; da questo punto di vista qualcuno potrebbe credere che basterebbe inventarsi un schermo ulteriore per potere mantenere un completo anonimato.

Allora, tutto sarebbe come prima? No, perché a livello tecnico prima o poi i fondi depositati verrebbero movimentati, con modalità magari sofisticate ma non necessariamente all'interno della Repubblica di San Marino.

Soprattutto, questa sarebbe una furbizia "piccola", una prospettiva che non tiene conto delle dinamiche di fondo dei mercati finanziari, dinamiche che esigono progressivamente sempre maggiore trasparenza.

Infatti i mercati finanziari si modificano continuamente. Di solito queste modifiche sono relativamente fluide e percepite come lente; per questo non sono sempre così facili da identificare. Di fronte a una dinamica di fondo lenta ma continua, volersi ancorare all'assenza di aggiustamenti (e di innovazioni virtuose) prima o poi produrrebbe nuovi e ancor più violenti strappi, e danni destabilizzanti per il sistema economico e istituzionale sammarinese.

Vale la pena mettere nuovamente a rischio la "sovranità" della Repubblica di San Marino? Qual è, allora, la dinamica di fondo da prendere in seria considerazione?

Vi è una tendenza ad una progressiva minore tolleranza verso i "paradisi" e verso le "giurisdizioni distorsive". La modifica del regime fiscale prevista dal Governo degli USA permette maggiori margini di manovra anche agli altri paesi ad elevata imposizione che si accodano dietro l'amministrazione Obama (proprio come i "paradisi fiscali" si accodano dietro alla Svizzera). In questo, avere un'unica lista di paesi non collaborativi (nera o grigia che sia) non è una buona notizia per chi, all'interno di questo gruppo di questi paesi, vuole differenziarsi e offrire una qualità del contesto giuridico e dei prodotti-servizi di elevato profilo[26].

In una visione meno ancorata al contingente, le vicende giudiziarie che hanno coinvolto importanti operatori bancari sammarinesi evidenziano che quanto poteva considerarsi una prassi normale nel passato non lo sarà più per il futuro. In una situazione in cui le regole e le prassi vengono attaccate e messe in discussione, affermare – come talvolta è avvenuto – che "da un punto di vista strettamente legale" va tutto bene e che il segreto bancario continuerà ad esistere quasi come in passato, appena si saranno chiariti i termini della questione, è come affermare che le cose non cambieranno mai perché c'è una norma che lo vieta. Se fino ad oggi non sono stati attaccati altri pilastri del sistema economico sammarinese (fiscalità, assetto istituzionale-giuridico, ecc.), non significa che se non li si amministrerà più oculatamente rimarranno intatti. Il rischio per i sammarinesi va oltre le vicissitudini del sistema bancario e finanziario; il rischio è quello di perdere altri vantaggi strategici della sovranità sammarinese.

Per la Repubblica di San Marino, quindi, questo è il momento di agire: sia per l'operatore pubblico sia per quello privato, nei rispettivi distinti ma complementari e sinergici ambiti. Alcuni aspetti specifici devono essere evidenziati: se l'operatore pubblico persegue alcuni obiettivi e quello privato non persegue altri, si crea un problema di instabilità del comparto, di credibilità delle autorità di controllo e di affidabilità del Paese. Ciò è tanto più vero in un contesto nel quale l'operato pubblico e quello del privato risultano particolarmente permeabili. Anche nel caso in cui vi fossero obiettivi sinergici ma non orientati alla tutela e virtuosità del sistema si produrrebbero le condizioni critiche anticipatrici di nuovi "terremoti" e danni decisivi alla Repubblica di San Marino.

Allora anche istituzioni "indipendenti", quali ad esempio BCSM (ma anche il Consiglio Grande e Generale), vedrebbero decisivamente compromessa la propria autonomia e credibilità a livello internazionale.

Sono infatti molti i fronti su cui la Repubblica di San Marino si trova ad operare: l'accordo finanziario con l'Italia, Moneyval, OCSE, e

[26] Non è un caso che la Svizzera abbia reagito vigorosamente all'essere stata posta sullo stesso piano di governi del tutto screditati.

tutto in una situazione di ridotta credibilità e bassa capacità negoziale del sistema San Marino.

Sembra probabile che il prossimo rapporto Moneyval registri i progressi compiuti dalla Repubblica di San Marino, ma questo non significa la sospensione della procedura di controllo rafforzato, poiché un giudizio ponderato sull'effettiva operatività ed efficacia di un sistema di regole ancora in "lavorazione" può richiedere ulteriore tempo.

Nel contempo, la maggiore trasparenza del sistema sammarinese può produrre novità rilevanti anche sul versante interno sammarinese: "i grandi patrimoni" (i loro proprietari), attualmente presenti nel Paese, potrebbero giocare un peso maggiore nella governance di alcune imprese bancarie e in alcuni settori dell'economia sammarinese, creando riflessi potenzialmente indesiderabili anche sul percorso di sviluppo economico della Repubblica di San Marino.

## 8. UNO SCENARIO DI LUNGO PERIODO

Sarebbe politicamente tollerato in termini sostanziali (e non formali) un paradiso fiscale "forte" (frutto di un altrettanto forte segreto bancario) nel cuore dell'Europa? La risposta è, evidentemente, un "no!" Ciò non solo (o non tanto) per via dell'influenza esterna dell'Italia – uno stato politicamente poco stabile e col quale è forse possibile arrivare ad una qualche forma di compromesso – quanto delle istituzioni europee e degli organismi internazionali.

Si consideri infatti che l'Unione Europea intende negoziare collettivamente con la Svizzera in termini di accordi finanziari (piuttosto che battere la strada dei trattati bilaterali).

Si consideri inoltre che molti elementi cruciali nel definire la sostanza dei problemi non sono di natura politica ma tecnica: la Banca d'Italia (e in via mediata la Banca Centrale Europea) appare sempre più come un attore con un ruolo centrale nel definire i criteri di controllo e di valutazione della congruenza dei movimenti di capitale. Le recenti considerazioni, in particolare della magistratura italiana, sul ruolo giocato da Banca d'Italia nelle questioni riguardanti San Marino non la renderanno di certo più morbida verso regole e procedure riguardanti il sistema bancario sammarinese.

Il trend è quindi sufficientemente chiaro: l'Europa tende a diventare una zona in cui saranno possibili alcuni arbitraggi fiscali (che premiano solo i paesi finanziariamente più avveduti e virtuosi) ma nella quale saranno fortemente limitate, e in alcuni casi eliminate, le "aree opache" legate al segreto bancario tout court. In un contesto globalizzato, poi, gli USA chiedono collaborazione per combattere l'evasione fiscale e dinamiche finanziarie non funzionali ad un "equilibrio mondiale monitorabile". Come si può ben immaginare, è difficile resistere a lungo (e costantemente) a questo tipo di sollecitazioni.

Peraltro, mentre il vantaggio fiscale è graduabile in termini quantitativi, il segreto bancario su una qualche fattispecie di operazioni è di natura qualitativa: c'è oppure non c'è.

In questo senso, una modifica nel segreto bancario appare come un qualcosa di irreversibile, perché poi una volta perduto, lo è per sempre.

Proprio per questo la tentazione di alcuni operatori (anche sammarinesi) potrebbe essere quella di fare "resistenza passiva", di evidenziare un'apertura alle istanze dell'UE, negoziando, su alcuni aspetti, ma

nella sostanza con l'obiettivo, molto rischioso per il sistema Paese, di voler trovare degli escamotage che consentissero di fare passare questo "periodo di pressione" sui paradisi fiscali.

Nuovi forme di segreto bancario, più correttamente definibili "riservatezza bancaria" avranno scopi, clienti e dinamiche economiche diverse da quelle conosciute fino a pochi mesi fa, come a dire che anche in questa ipotesi lo scenario cambia (e cono esso strumenti, professionalità, prodotti-servizi e operatori professionali necessari per gestirlo al meglio).

Tuttavia l'acuirsi della crisi in termini di intensità e durata (le previsioni sulla crescita 2009 viaggiano sull'ordine del –6% circa, mentre solo alcuni mesi addietro erano attorno al –2%) comportano una più forte e duratura crisi fiscale delle economie avanzate, e l'inasprimento della portata delle misure di tutela e rilancio delle istituzioni economiche e finanziarie internazionali.

In una situazione di crisi del bilancio pubblico le tasse dovranno aumentare (anche se attualmente non ci si cura troppo della creazione dei deficit di bilancio), e quindi si prospetta un aumento della distorsione fiscale nonché un aumento della conflittualità sociale e politica (interna ai paesi e internazionale).

Recuperare gettito fiscale, specie quello sottratto illegalmente al fisco in passato, è un'opzione politicamente ineludibile e quindi sicuramente nell'agenda dei paesi con maggiori difficoltà (Italia in primis).

Se il trend di lungo periodo conducesse verso l'annullamento assoluto del segreto bancario, la Repubblica di San Marino dovrebbe constatare che non ha il peso politico e la credibilità internazionali necessarie per opporsi a tale dinamica. Le stesse capacità negoziali sammarinesi sarebbero significativamente ridotte.

La Repubblica di San Marino, in passato, ha trovato il proprio spazio all'interno del club dei piccoli paesi con una forte specializzazione nella protezione della riservatezza bancaria, con una legislazione formalmente adeguata ma che si prestava a interpretazioni e prassi sostanzialmente "elastiche".

L'evidenza dei fatti mostra che la scelta sammarinese è stata finora quella di rimanere all'interno di una zona grigia, ma se nei prossimi anni (seppur forzatamente) il benchmark in termini di accettabilità di comportamenti sui mercati finanziari internazionali degli altri paesi del club grigio si sposta verso l'alto (e questi paesi diventeranno membri del club bianco), il rischio per il sistema finanziario della Repubblica di San Marino è quello di rimanere indietro, nel club grigio: prassi nella sostanza tacitamente accettate in passato, dai paesi membri di questo club, non lo saranno più in futuro.

In passato era rischioso modificare la situazione. Oggi è più rischioso cercare di mantenere lo status quo. Lo spettro di operazioni "grigie", opache ma tollerate, lo si ripete va restringendosi.

La scelta è quindi più netta che in passato, anche nella selezione della clientela: oggi (e ancor più nei prossimi mesi) mettere in atto "operazioni in nero" aumenta la "selezione avversa" rispetto al passato (il paradosso per il quale la nuova clientela sarebbe più "rischiosa" e più "spregiudicata" rispetto a quella del passato).

Alcuni operatori sono pienamente consapevoli della presenza (e dei costi per il sistema sammarinese) di questi rischi e hanno a cuore iniziative di sviluppo virtuoso. Per altri, il futuro del sistema bancario-finanziario sammarinese è una "semplice collezione di successivi aggiustamenti" a cui si è costretti dagli avvenimenti per poter continuare a fare

affari e, in termini noti a quella parte della finanza avulsa dal sistema reale, continueranno ad utilizzare il sistema sammarinese con la sola finalità del profitto ad ogni costo, e fino a quando è in grado di produrlo. In questo caso l'aggiustamento è passivo, volto principalmente a limitare i danni e a massimizzare i benefici per se stessi e la propria clientela. La presenza di questi operatori (e del loro approccio verso il sistema San Marino) produce un effetto potenzialmente devastante sulle restanti parti del sistema sammarinese, finanziario, economico e civile.

Partendo da questi presupposti, alcune scelte che comportano profondi cambiamenti (in primis di mentalità, e poi nei comportamenti, degli operatori) sono ineludibili. Non è necessario cambiare tutto subito (almeno questo non sembra essere stato l'atteggiamento dell'Italia e dell'Unione Europea), ma una soluzione matura e completa del problema non può essere rimandata ancora una volta.

Un riposizionamento del sistema sammarinese, nel senso di una maggiore professionalità e di una capacità di progettare in senso attivo un futuro virtuoso, richiede di porsi la domanda cruciale: "cosa potrebbero fare le banche sammarinesi?" (e non cosa sanno o vogliono fare, che è invece una domanda appropriata solo in un'ottica di breve periodo). Nel contempo, è opportuno affermare che la scelta del posizionamento non può prescindere da un confronto franco con le autorità di vigilanza e gli operatori bancari italiani – nel momento in cui ci si avvia verso una convergenza di regole e di integrazione dei sistemi, la specializzazione sammarinese non può non essere condivisa e la conflittualità sistemica ridotta.

## 9. UNA STRATEGIA DI MANOVRA

In passato la globalizzazione ha consentito alla Repubblica di San Marino di entrare facilmente sul mercato finanziario italiano (anche perché le esigenze finanziarie della clientela italiana erano relativamente semplici – riservatezza e vantaggi fiscali). Le caratteristiche strutturali distintive del sistema finanziario sammarinese riflettono queste esigenze.

Il sistema bancario e finanziario sammarinese è diventato un centro di distribuzione di prodotti finanziari sviluppati altrove, piuttosto che di propria produzione (il che avrebbe richiesto ben più elevate competenze ed curricula professionali di quelle effettivamente presenti).

L'assetto legislativo sammarinese è flessibile e proprio questa

caratteristica potrebbe essere volta in positivo. La Repubblica di San Marino potrebbe diventare un "centro di eccellenza" (ad esempio per Trust e fondi d'investimento). L'opportunità da cogliere è individuare segmenti e sviluppare competenze nuovi rispetto ai segmenti opachi e non innovativi privilegiati fino ad ora. L'importante privilegio offerto fino ad ora, la riservatezza, ha "indebolito la maturazione" di altre abilità e fatto sì che il sistema sammarinese sviluppasse una capacità di innovazione ed una efficienza delle soluzioni finanziarie inferiore a quelle offerte da altre giurisdizioni, rendendo la Repubblica di San Marino fortemente impreparata ai cambiamenti internazionali correnti. La globalizzazione implica invece una maggiore specializzazione e sofisticazione per vendere prodotti e servizi competitivi su mercati finanziari e operatori (istituzioni, investitori indipendenti, imprese) esigenti.

La nuova fase di relazioni che si sta delineando tra la Repubblica di San Marino, l'Italia e la UE comprometterà significativamente il privilegio della riservatezza. La distinzione, pur logicamente netta, tra piena collaborazione (e assenza di riservatezza) nel caso di reati di terrorismo ecc., da un lato, e mantenimento del segreto nel caso di evasione fiscale, dall'altro lato, risulta scarsamente efficace e poco operativa in quanto:

- l'evasione fiscale in alcuni paesi è un reato;
- le indagini (siano esse per terrorismo, traffico di droga, di armi, di organi, ecc., o per evasione fiscale) per potere andare avanti presuppongono la collaborazione iniziale (e non una valutazione ex post dei risultati raggiunti);
- non può essere solo una delle due parti in causa (in questo caso la Repubblica di San Marino) a valutare la congruità del reato ascritto;
- il meccanismo di collaborazione che si instaura deve essere automatico e con efficacia immediata;
- una legislazione che assicura la riservatezza attrae, implicitamente, non solo evasori ma anche criminalità e, proprio per via della natura dello strumento (la riservatezza), non è possibile discriminare tra i due casi.

Fino ad ora si era pensato di mantenere il segreto bancario negoziando nel contempo una riduzione del vantaggio fiscale. Questo implicitamente ha comportato un "maggiore peso" dei grandi investitori (che richiedono soprattutto riservatezza) rispetto ai piccoli depositanti, per i quali è molto più rilevante il vantaggio fiscale.

Una strategia che potrebbe essere possibile perseguire è quella di ridiscutere questa via, ora superata dai fatti, accettando una sostanziale riduzione del grado di riservatezza ma nel contempo accrescendo il vantaggio fiscale (e quindi dando un maggiore beneficio, e peso, ai piccoli risparmiatori). Evidentemente si perderebbero alcuni investitori, perché per qualcuno la riservatezza è irrinunciabile in quanto i propri proventi derivano da attività illecite. Nelle valutazioni degli operatori sammarinesi questa quota di clienti è risibile, ma è comunque opportuno che la Repubblica di San Marino faccia di tutto per ridurre al minimo le contiguità con questo segmento di clientela.

Anche una quota di clientela "pulita" può essere, per molteplici ragioni, interessata al mantenimento della riservatezza e può essere intimorita dal cambiamento di regime. Peraltro per questa clientela (a differenza del caso precedente) esiste una mediazione possibile nel mix di riservatezza e vantaggio fiscale. Con un'opportuna valutazione della segmentazione della clientela del sistema bancario sammarinese si può cercare

di precisare il peso relativo al vantaggio fiscale e il livello di tassazione relativa più efficace, dato il nuovo grado di riservatezza offerto.

Inoltre, il probabile aumento delle imposte anche sulle rendite finanziarie che si prospetta in futuro per i paesi dell'EU, a causa degli squilibri nei conti pubblici, sembra supportare un percorso sammarinese in questa direzione, dato che attualmente la Repubblica di San Marino è ancora uno Stato con finanze pubbliche relativamente solide e quindi nella condizione di accentuare il vantaggio fiscale già in essere.

Infine, la globalizzazione permetterà al sistema bancario sammarinese di entrare e competere, con opportune forme, sia sul mercato italiano che su quello europeo.

Naturale complemento di questa strategia è lo sviluppo di prodotti finanziari sofisticati e di servizi finanziari e legali ad alto valore aggiunto, che richiedono competenze altrettanto elevate.

Il Trust può essere uno tra questi strumenti: in sé esso non deve essere demonizzato – non è a priori buono o cattivo - dipende dall'utilizzo che se ne intende fare. Il Trust non è regolato dalla legge bancaria e viene lasciato in mano al resto del sistema finanziario. Quindi diviene cruciale stabilire quale è la disponibilità degli operatori finanziari sammarinesi, il loro impegno nell'evoluzione del sistema economico-finanziario sammarinese, prima ancora della loro capacità e interessi attuali.

Nello specifico, interessanti prospettive riguardano i servizi per le imprese; lo sviluppo di banche e fondi d'investimento e di servizi finanziari (e, connessi, legali) avanzati a supporto della competitività internazionale delle imprese che vadano oltre il leasing e il factoring (anticipando e, per quanto possibile, attivando la domanda delle imprese italiane per tali servizi).

## 10. LA RESPONSABILITÀ SOCIALE DEL SISTEMA BANCARIO SAMMARINESE

Le banche ricoprono un ruolo centrale nell'economia di una nazione, anche nel caso di una economia piccola come quella sammarinese.

Permettono alle famiglie di risparmiare (ed investire) e alle imprese di investire; consentono di distribuire le risorse disponibili al meglio tra soggetti nella società e nel tempo, nonché di affrontare shock imprevisti. Il benessere di un sistema economico non può quindi prescindere dalla struttura e dal buon funzionamento del suo settore bancario.

Ma vi è anche un ulteriore ruolo giocato dal sistema bancario e finanziario – un ruolo sociale.

Il fallimento di una banca danneggia i depositanti e gli azionisti. Ma può creare anche un effetto a catena di sfiducia nel sistema bancario di un intero paese, con possibili emorragie di capitali, di imprese e di lavoratori qualificati. Per evitare questi rischi spesso le banche vengono salvate dall'operatore pubblico - in ultima istanza, le risorse vengono dal bilancio pubblico. In questo caso, i rischi e i costi privati connessi ai debiti privati divengono rischi, costi e debiti pubblici (mentre, nel caso opposto, i profitti della banca rimangono privati).

Per un piccolo paese con un importante settore finanziario, come la Repubblica di San Marino, le finanze pubbliche sarebbero soggette a stress molto forti nel caso di salvataggi bancari a catena, e, per la struttura economica di San Marino e del suo bilancio pubblico, ci sono fondati dubbi sulle capacità di affrontare con successo una crisi sistemica. È immediato il riferimento al collasso delle banche islandesi nell'inverno 2008 e alle difficoltà di procedere con il salvataggio da parte del Governo dell'Islanda.

Lo Stato è il garante di ultima istanza della funzionalità del sistema bancario, esso non può spogliarsi completamente del connesso ruolo di indirizzo (virtuosità del sistema) e di controllore (per il tramite della Banca Centrale di San Marino) della solidità dello stesso sistema.

La responsabilità dello Stato sulla funzionalità del sistema bancario e finanziario, tuttavia, non si estende automaticamente alla solidità patrimoniale e alla solvibilità dei suoi operatori. Al più, tale responsabilità si estrinseca nei confronti dei risparmiatori attraverso la garanzia sui depositi, entro margini ragionevoli; per il resto è chiamato lo stesso sistema bancario e finanziario a dotarsi delle misure di sicurezza e a fornire le garanzie necessarie ad affrontare sia difficoltà isolate dei singoli operatori sia potenziali crisi sistemiche che, in definitiva, non possono pesare sullo Stato al punto di minacciarne stabilità economica ed autonomia sovrana.

Già ora, e ancor più in futuro, le banche che operano in una zona grigia sono più soggette di altre al rischio di shock, in termini di dissesti finanziari, o istituzionali, e operazionali. Altrimenti detto, una banca che opera su un segmento relativamente opaco del mercato è relativamente più rischiosa (per i suoi azionisti, per i suoi clienti e per il paese che la ospita). In questo caso il rischio privato dell'impresa-banca tende ad essere trasferito a carico del bilancio pubblico e dei contribuenti. La qualità, l'adozione delle migliori pratiche e il posizionamento sul mercato delle banche sammarinesi tendono a riflettersi sull'affidabilità dello Stato, sull'intera Repubblica di San Marino e sul suo merito di credito internazionale. Un sistema finanziario trasparente e solido, e quindi uno Stato stabile e una finanza pubblica sostenibile, è una premessa sostanziale per l'equità sociale.



APPENDICE AL CAPITOLO 2

# L'ORDINAMENTO BANCARIO E FINANZIARIO SAMMARINESE: PROFILI GENERALI, EVOLUZIONE E PROSPETTIVE

## 1. INQUADRAMENTO GENERALE: L'ORDINAMENTO GIURIDICO SAMMARINESE

L'ordinamento giuridico sammarinese si fonda sul diritto comune non scritto, inteso come quel diritto che si formò sviluppandosi sulla base del diritto romano, del diritto canonico e della consuetudine, in tempi anteriori ai moderni processi di codificazione di stampo illuministico, caratteristici dei paesi di civil law, come l'Italia e gli altri paesi dell'Europa continentale[27].

Nonostante l'ordinamento della Repubblica di San Marino abbia sempre manifestato una costante ritrosia a dotarsi di una codificazione, un'importante evoluzione nella configurazione degli elementi fondamentali e nelle fonti del diritto di tale ordinamento è intervenuta con la introduzione della legge costituzionale dell'8 luglio 1974, n. 59, successivamente modificata dalle leggi 19 settembre 2000, n 95 e 26 febbraio 2002, n. 36.

Tale legge, che disciplina i rapporti tra il cittadino e lo stato, e ha carattere di una costituzione rigida, prevedendo per la propria modi-

[27] Per la nozione di diritto comune nell'ordinamento sammarinese v. G. Costanzo, "Diritto amministrativo", in Rivista di diritto, Istituto Giuridico Sammarinese, marzo 2007, p. 24.

fica la maggioranza qualificata dei due terzi dei membri del Consiglio Grande e Generale, enuncia anche i principi fondamentali relativi alla gerarchia delle fonti del diritto, riconoscendo al diritto comune, in presenza di argomenti disciplinati da uno specifico testo legislativo o regolamentare, carattere di fonte subordinata e a carattere suppletivo. L'art. 3 bis, comma 4, della legge n. 59/1974, dispone infatti che "la consuetudine e il diritto comune costituiscono fonte integrativa in assenza di disposizioni legislative", degradando così tali fonti non scritte, da lex omnium generalis richiamata dalla giurisprudenza, a semplice fonte integrativa o residuale, da applicarsi in assenza di specifiche norme di legge o per integrare le lacune presenti nella legge stessa[28].

In proposito, il settore dell'attività bancaria e dell'intermediazione finanziaria appare, da questo punto di vista, fortemente condizionato dalla presenza di norme scritte, di fonte legislativa e regolamentare, che sottraggono sostanzialmente tale settore, nella maggior parte, all'influenza del diritto comune, per sottoporlo ad una disciplina positiva più articolata.

Tale disciplina, fra l'altro, è stata oggetto negli ultimi anni di una totale revisione normativa, che ha portato all'introduzione di diverse nuove leggi, volte ad assicurare all'ordinamento bancario e finanziario sammarinese una fisionomia più aggiornata e consona alle esigenze dei moderni mercati finanziari internazionali, tenendo conto, in più parti, anche delle impostazioni previste e dalle prescrizioni dettate dalla normativa dell'Unione Europea, pur non appartenendo la Repubblica di San Marino a tale organizzazione internazionale.

Tale innovazione dovrebbe portare ad una graduale evoluzione strutturale, da un modello di sistema finanziario basato essenzialmente sulla raccolta di depositi e su strumenti finanziari tradizionali, a un sistema rivolto anche ad investitori istituzionali e basato su servizi ad alto valore aggiunto e più innovativi, come quelli di gestione di patrimoni finanziari, di finanza alternativa, di investimento in capitale di rischio.

Il sistema bancario e finanziario sammarinese, pur mantenendo pertanto la propria autonoma fisionomia, soprattutto per quanto riguarda la tradizionale rilevanza attribuita al rispetto della riservatezza assicurata al cliente da parte degli intermediari finanziari, attraverso istituti come il segreto bancario, le società fiduciarie, e il Trust, di più recente introduzione, è venuto così maggiormente uniformandosi ai modelli internazionali e comunitari, sotto il profilo della struttura organizzativa e dei controlli sugli intermediari, della tipologia delle attività finanziarie esercitabili, delle regole applicabili allo svolgimento dei predetti servizi.

Da questo punto di vista, non va però dimenticato che queste nuove norme si inseriscono comunque nel quadro complessivo del peculiare ordinamento sammarinese, che presenta tuttora zone di opacità, per quanto riguarda alcuni principi generali, i poteri discrezionali dell'autorità di vigilanza, il rispetto di standards internazionali in tema di trasparenza in materia tributaria e collaborazione fra le autorità internazionali.

In proposito, importanti innovazioni, ancora peraltro in corso di implementazione, sono state apportate con l'introduzione di una normativa più completa in tema di lotta al riciclaggio del denaro sporco (peraltro ritenuta comunque insufficiente a livello internazionale), così come

[28] Per un approfondimento sul punto v. A. Selva, Le fonti del diritto sammarinese, in Rivista di Diritto – Istituto Giuridico Sammarinese – Miscellanea, Aprile 2007, p. 11.

necessarie restrizioni dovranno essere apportate, in considerazione del quadro internazionale, alla disciplina del segreto bancario, ciò che potrebbe comportare per il sistema finanziario sammarinese la perdita di un, finora, fondamentale vantaggio competitivo nei confronti di sistemi concorrenti.

Altre importanti novità riguardano a previsione di nuove tipologie di intermediari gestori e di investitori istituzionali, come l'istituto del Trust e dei fondi comuni di investimento di diritto sammarinese. In particolare, queste due ultime innovazioni indicano la volontà di promuovere una evoluzione del sistema finanziario sammarinese da un modello sostanzialmente basato sulla distribuzione di prodotti finanziari di provenienza estera, ad un sistema orientato alla produzione diretta di nuovi strumenti finanziari e prodotti di investimento.

In particolare, i provvedimenti legislativi citati e maggiormente significativi tra quelli di più recente introduzione sono i seguenti:

- Legge n. 165 del 17 novembre 2005 (Legge sulle Imprese e sui Servizi Bancari, Finanziari e Assicurativi (LISF);
- Legge n. 37 del 17 marzo 2005 sull'Istituto del Trust;
- Legge n. 38 del 17 marzo 2005 sul Regime Fiscale del Trust;
- Legge n. 4 del 15 gennaio 2007 sulla Disciplina Fiscale dei Fondi Comuni di Investimento e delle Società di Gestione di diritto sammarinese;
- Regolamento n. 2006 – 03 in materia di Servizi di Investimento Collettivo emanati dalla Banca Centrale della Repubblica di San Marino;
- Legge n. 92, del 17 giugno 2008, contenente Disposizioni in Materia di Prevenzione e Contrasto del Riciclaggio e del Finanziamento del Terrorismo.

Inoltre, con la Legge n. 47 del 23 febbraio 2006, la Repubblica di San Marino si è dotata di una nuova normativa organica in materia di società, volta a riformare la precedente disciplina vigente in materia, che costituisce un importante complemento per un'efficace implementazione del sistema finanziario sammarinese.

Infine, occorre ricordare che il 31 marzo del 2009 è stato sottoscritto l'Accordo Italo-Sammarinese di cooperazione economica, il quale all'art. 1 prevede l'interesse comune dei due Stati "allo sviluppo nella Repubblica di San Marino di un sistema finanziario stabile e trasparente, integrato con il sistema finanziario italiano ed europeo, soggetto ad una vigilanza adeguata".

Viene inoltre previsto il comune impegno "a evitare il verificarsi di condizioni distorsive della concorrenza" e la collaborazione "per assicurare un'efficace vigilanza sulle attività finanziarie, per prevenire e per reprimere l'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo." È poi stabilito che le Parti regolino in un separato accordo, ancora in attesa di sottoscrizione, gli aspetti relativi alla collaborazione in materia finanziaria.

## 2. LA LEGGE SULLE IMPRESE E SUI SERVIZI BANCARI, FINANZIARI E ASSICURATIVI (LISF).

La Legge n. 165 del 17 novembre 2005 sulle imprese e sui servizi bancari, finanziari e assicurativi costituisce la nuova legge fondamentale dell'ordinamento finanziario sammarinese, sostituendo ed abrogando le precedenti leggi vigenti in materia[29]. Tale legge pone i principi e

[29] Legge 30 marzo 1954, n. 10; legge 8 giugno 1954, n. 17; legge 27 febbraio 1958, n. 3, legge 20 dicembre 1984, n. 116; legge 12 febbraio 1986, n. 21, legge 25 febbraio 1986, n. 24; decreto 26 maggio 1986, n. 62;

le regole generali riguardanti lo svolgimento dell'attività bancaria e finanziaria, dell'intermediazione del mercato mobiliare e dell'attività assicurativa.

Da questo punto di vista, la legge in questione copre l'intero settore del mercato finanziario, senza distinguere fra comparto bancario, del mercato mobiliare e assicurativo, e comprende norme che all'interno di altri ordinamenti, quale quello italiano, sono contenute in corpi normativi distinti (in Italia, rispettivamente, il Testo Unico in materia bancaria e creditizia, T.U.B. del 1993, il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria, T.U.F., D. Legisl. n. 58 del 24 febbraio 1998, e il Codice delle Assicurazioni Private del 2005).

Ispirata in gran parte a principi fondamentali e ad un'impostazione di base largamente mutuata dalle principali direttive comunitarie in materia di mercati finanziari (da cui peraltro a volte si distacca su punti e argomenti significativi), la legge in questione detta le linee generali dell'ordinamento finanziario sammarinese e dei relativi istituti, rinviando ampiamente all'organo di vigilanza il compito di dettare norme applicative di dettaglio dei principi generali legislativamente enunciati.

Questa pratica di delegificazione (peraltro mutuata dallo stesso modello comunitario), permette, in una materia dotata di notevole tecnicismo e soggetta ad una rapidissima evoluzione, di adottare prontamente, e da parte di un'autorità tecnicamente competente, le necessarie misure di carattere regolamentare, a cui la disciplina della LISF sistematicamente rimanda. Tuttavia, mentre negli ordinamenti dei paesi UE il potere normativo dell'autorità di vigilanza è comunque circoscritto al rispetto dei principi fondamentali posti dall'ordinamento comunitario, questo non avviene a San Marino, che non fa parte della Comunità, cosicché ciò, in presenza di una normativa legislativa che detti principi fondamentali eccessivamente generici, potrebbe comportare un eccessivo potere discrezionale in capo all'autorità di vigilanza.

## 3. LE ATTIVITÀ RISERVATE

Per quanto riguarda il suo contenuto, la legge sulle imprese e sui servizi bancari, finanziari e assicurativi provvede innanzitutto a definire gli estremi di tali servizi e attività e ad individuare i soggetti che possono svolgerli.

In proposito, la L. n. 165 del 2005 innanzitutto delinea un elenco delle attività finanziarie che costituiscono attività riservate. Tale elenco è contenuto nell'allegato 1 alla legge stessa e comprende: l'attività bancaria, l'attività di concessione di finanziamenti, l'attività fiduciaria, la prestazione di servizi di investimento, i servizi di investimento collettivo, suddivisi in servizi di investimento collettivo tradizionali e non tradizionali, l'attività assicurativa e l'attività di riassicurazione, i servizi di pagamento, i servizi di emissione di moneta elettronica, l'attività di intermediazione in cambi e l'attività di assunzione di partecipazioni.

Lo stesso allegato 1 provvede anche a fornire le definizioni di ciascuna specifica attività.

decreto 23 ottobre 1986, n. 120; legge 8 marzo 1988, n. 33; legge 8 luglio 1994, n. 63; articoli 5 e 6, secondo comma e 7 della legge 29 novembre 1995, n. 130; legge 29 ottobre 1999, n. 113; articolo 1, lett. b) e c) del decreto 11 marzo 2001, n 37; articolo 68 della legge 18 dicembre 2003, n. 165, articolo 78, primo comma, della legge 16 dicembre 2004, n. 172.

In particolare, per ciò che si riferisce all'attività bancaria, essa comprende, in quanto attività bancaria tipica "la raccolta del risparmio presso il pubblico e l'esercizio del credito".

Dalla definizione così enunciata si evince che, affinché possa propriamente parlarsi di attività bancaria in senso stretto (c.d. attività bancaria tipica), la raccolta del risparmio presso il pubblico debba essere esercitata in una necessaria connessione con l'attività di erogazione del credito, in conformità alla definizione di attività bancaria prevista dall'ordinamento italiano.

Inoltre, mentre l'attività di raccolta del risparmio deve necessariamente rivolgersi nei confronti del pubblico, perché possa aversi attività bancaria (restando così escluse quelle ipotesi di raccolta rivolta soltanto ad una cerchia limitata di soggetti, come la raccolta del risparmio effettuata da una società solo nei confronti dei suoi soci), l'erogazione del credito potrà anche essere riservata esclusivamente ad una cerchia limitata di soggetti (come avviene per gli istituti di credito speciale), senza che per questo venga meno la qualifica dell'attività come attività bancaria.

Per ciò che si riferisce alla definizione di "raccolta del risparmio", l'art 5, comma 1, della LISF specifica che con tale espressione si intende "l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico con obbligo di restituzione", e che tale attività è riservata alle banche, fatta salva l'ipotesi di emissioni di obbligazioni da parte delle società, in conformità a quanto previsto dalla legislazione in materia societaria.

Per i soggetti autorizzati, tuttavia, sulla base di quanto disposto dall'autorità di vigilanza, la raccolta del risparmio mediante l'emissione di obbligazione può essere assoggettata a limiti meno stringenti di quanto previsto per le ordinarie società, e ciò grazie all'attività di vigilanza prudenziale esercitata nei confronti di tali soggetti, e volta a tutelarne la stabilità. Ulteriori deroghe alle norme in tema di emissione di obbligazioni per quanto riguarda l'organo societario deliberante, la verbalizzazione e la pubblicità della relativa delibera, i limiti all'emissione e il contenuto dei titoli, potranno essere fissate poi dall'autorità di vigilanza per quanto attiene all'emissione di obbligazioni da parte delle banche.

La raccolta del risparmio a vista, nella forma del deposito o mediante titoli rappresentativi del deposito, così come la raccolta del risparmio collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata, è peraltro riservata alle sole banche.

Tale disposizioni si pongono peraltro in linea con la definizione di raccolta del risparmio bancario come raccolta fra il pubblico di fondi rimborsabili prevista dall'art. 11 del T.U.B. e dalla disciplina comunitaria, così come le relative deroghe alla disciplina generale.

Per ciò che si riferisce poi alle ulteriori attività finanziarie contemplate dall'allegato 1, esse si pongono in corrispondenza con quanto previsto dagli artt. 106 e 107 T.U.B. italiano (che contemplano i soggetti operanti nel settore finanziario svolgendo attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi).

In particolare, rientrano in tali attività finanziarie le previsioni contenute alle:

- lett. a) dell'allegato 1 alla LISF ("attività di concessione di finanziamen-

ti", espressamente definita come l'attività di "erogazione di prestiti sotto qualsiasi forma, fra le quali anche la locazione finanziaria, il credito al consumo, il rilascio di garanzie e impegni di firma");

- lett. i) ("servizi di pagamento", cioè incasso e trasferimento di fondi, trasmissione o esecuzione di ordini di pagamento, anche tramite addebiti o accrediti, effettuati con qualunque modalità, compensazione di debiti e crediti, emissione o gestione di carte di credito, di debito, o di altri mezzi di pagamento);
- lett. k) ("attività di intermediazione in cambi", cioè "l'attività di negoziazione di una valuta contro un'altra, a pronti o a termine, nonché ogni forma di mediazione avente oggetto valuta");
- lett. l) ("attività di assunzione di partecipazioni", cioè "l'attività, svolta nei confronti del pubblico di acquisizione, detenzione e gestione di diritti, rappresentati o meno da titoli, sul capitale di altre imprese", non rientrandovi l'assunzione di partecipazioni che non siano finalizzate all'alienazione e che, per il periodo di detenzione, non siano caratterizzate da interventi di riorganizzazione aziendale o di sviluppo della produzione, o al reperimento di capitale di rischio. Si tratta cioè di quelle forme di finanziamento di un'impresa tramite l'acquisizione di capitale di rischio – "Merchant Banking" - con l'esclusione dell'attività della semplice Holding) .

Le attività così indicate comprendono pertanto tutte quelle forme di attività finanziaria (fra cui il leasing, il factoring, il credito al consumo, la gestione di carte di credito), riguardanti la concessione di credito e di intermediazione nei pagamenti e nei cambi che, in quanto esercitate separatamente dall'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico, non danno luogo allo svolgimento di attività bancaria tipica e, in quanto tali, possono essere prestate anche da intermediari finanziari diversi dalle banche e assoggettati ad una vigilanza, soprattutto a livello prudenziale, meno intensa di quella per esse prevista.

La lett. j) dell'allegato 1 contempla poi i "servizi di emissione di moneta elettronica" (che in Italia sono riservati alle banche e ai soggetti di cui all'art. 114 bis T.U.B.), cioè di emissione di un valore monetario rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia memorizzato su un dispositivo elettronico, emesso previa ricezione di fondi il cui valore non sia inferiore al valore monetario emesso ed accettato come mezzo di pagamento da imprese diverse dall'emittente.

La lett. c) dell'allegato 1 prevede invece l'attività fiduciaria, come "intestazione di beni di terzi in esecuzione di mandato senza rappresentanza". Tale previsione fa riferimento alla sola attività di amministrazione fiduciaria (altrimenti detta "amministrazione statica"), consistente nella "separazione in ordine al bene amministrato, della situazione di 'proprietà sostanziale', o titolarità, dalla intestazione (se richiesta dalla natura del bene) o dalla legittimazione; disciplina del rapporto tra il fiduciante e la fiduciaria, avente ad oggetto l'incarico di 'amministrare' beni; conferimento con documentazione contrattuale separata, di specifici incarichi di acquistare, vendere ecc."[30].

La lett. d) dell'allegato 1 individua i servizi di investimento, cioè le attività elencate nelle lett. da d1) a d6) dell'allegato medesimo, in quanto abbiano ad oggetto uno o più strumenti finanziari.

In particolare tali attività consistono nella ricezione e trasmis-

[30] F. Vedana, "San Marino", in D. Contini, R. Lenzi, F. Vedana, "Il segreto bancario e fiduciario in Italia e all'estero", Milano, Egea, 2008, p. 182,

sione di ordini, nell'esecuzione di ordini per conto dei clienti, nella negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari, nella gestione di portafogli di strumenti finanziari, nell'assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile e nel collocamento senza assunzione a fermo.

Quanto al contenuto di tali definizioni, per esecuzione di ordini per conto dei clienti deve intendersi (art. 1, comma 1, lett. o, LISF) la "conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti", distinguendosi tale ipotesi da quella della negoziazione per conto proprio perché quest'ultima si riferisce alla "contrattazione, ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari, nella quale il negoziatore impegna posizioni proprie" (art.1, comma 1, lett. aa, LISF). La differenza fondamentale tra le due attività risiederà pertanto nel fatto che nel primo caso l'intermediario, agendo per conto del cliente, opererà come mero mediatore, cioè come broker, nel secondo come acquirente o venditore in proprio (cioè come dealer).

Per quanto riguarda la definizione del servizio di gestione di portafogli, con essa si intende (art. 1, comma 1, lett. q, LISF) la "gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento nell'ambito di un mandato conferito ai clienti, qualora tali portafogli includano uno o più strumenti finanziari".

Con l'espressione "servizio di collocamento" si intende, invece, (art. 1, comma 1, lett. kk, LISF), l'accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico e al conseguente collocamento presso la clientela del collocatore degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e, se previsto, di tempo predeterminate. L'accordo può essere concluso anche fra un collocatore primario ed un collocatore secondario".

Nella sostanza, questo elenco e le relative definizioni corrispondono all'elencazione delle attività che costituiscono servizi di investimento previste dalla normativa comunitaria in materia, elencazione recepita anche dal T.U.F. italiano. La legge sammarinese, tuttavia, non tiene conto delle modifiche apportate a questo elenco dalla successiva direttiva c.d. MIFID, recepita in Italia nel 2007, che ha ricompreso al suo interno altre due attività:

- quella di consulenza in materia di strumenti finanziari;
- quella della gestione di sistemi multilaterali di negoziazione;
- che quindi non costituiscono attività riservate nell'ordinamento di San Marino.

Anche la definizione di strumenti finanziari riprende l'elenco previsto nella normativa comunitario, senza tener conto però delle modifiche apportate dalla MIFID.

Tale elenco, contemplato dall'allegato 2 alla LISF pertanto comprende:

- le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
- le obbligazioni;
- i titoli di stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- le quote di fondi comuni di investimento;
- i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti precedentemente indicati e i relativi indici (c.d. warrants), nonché i c.d. strumenti finanziari derivati: i contratti "futures" su strumenti finanziari, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti, i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti, i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti, i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati precedentemente e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e i relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- le combinazioni di contratti e titoli precedentemente indicati.

I mezzi di pagamento, come espressamente indicato, non sono considerati strumenti finanziari, infatti, gli stessi non hanno una funzione di investimento del risparmio o carattere speculativo, ma servono semplicemente a permettere il trasferimento di somme di denaro in adempimento di obbligazioni pecuniarie precedentemente contratte.

La definizione di strumenti finanziari fatta propria dalla LISF, ripropone, come già detto, la nozione introdotta a livello comunitario. In quanto tale essa comprende praticamente tutte le varie forme di strumenti per l'investimento del risparmio emettibili o negoziabili attualmente sui mercati finanziari: da titoli di capitale di rischio ai titoli di debito, dalle quote di fondi comuni di investimento alle diverse forme di strumenti finanziari derivati. Tale elenco, come quello delle attività finanziarie contenuto nell'allegato 1 deve ritenersi tassativo, essendo funzionale a una riserva di attività, e gli elementi in esso contenuti devono considerarsi numero chiuso.

Tuttavia, per far fronte alla possibile evoluzione della prassi dei mercati finanziari è espressamente previsto dall'art. 3, comma 2, LISF, che eventuali modificazioni a tali allegati possano intervenire con una procedura delegificata mediante decreto reggenziale, al fine di permettere un più rapido e agevole aggiornamento[31].

Fra le attività riservate rientrano poi i servizi di investimento collettivo (lett. e), cioè la promozione, istituzione e organizzazione di organismi di investimento collettivo e l'amministrazione dei rapporti con i parte-

[31] Soluzione non dissimile è prevista nel T.U.F. italiano (art. 18, comma 5), dove modifiche agli elenchi dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari possono essere apportate con decreto del Ministro del Tesoro sentite Banca d'Italia e Consob.

cipanti, e la gestione del patrimonio di organismi di investimento collettivo di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili. Distinta da questa attività è quella che consiste nella prestazione di "servizi di investimento collettivo non tradizionali" (lett. f), cioè svolti limitatamente a organismi di investimento collettivo riservati a clienti professionali o che utilizzano tecniche di gestione non tradizionali (Hedge Funds).

Infine, l'elenco delle attività riservate comprende:

- l'attività assicurativa (lett. g), cioè l'esercizio delle attività di assicurazione sulla vita e contro i danni, come classificate per ramo dall'autorità di vigilanza;
- l'attività di riassicurazione (lett. h), cioè l'assunzione di rischi ceduti da un'impresa di assicurazione o da un'altra impresa di riassicurazione.

## 4. I SOGGETTI AUTORIZZATI

Tutte le attività riservate sopra indicate possono essere svolte in forma imprenditoriale nella Repubblica di San Marino solo dai soggetti autorizzati dall'autorità di vigilanza (art. 3, comma 1).

I soggetti autorizzati dovranno avere come oggetto sociale esclusivo quello di esercitare attività riservate nonché attività accessorie, strumentali e ad esse connesse, così come specificate dall'autorità di vigilanza (art. 4, LISF)[32].

Teoricamente, quindi, gli intermediari finanziari sammarinesi si configurano come intermediari polifunzionali, giacchè possono essere autorizzati (art. 4, comma 1 e 2) a prestare diverse attività riservate contemporaneamente.

Tuttavia, come specifica l'art. 4, comma 2, LISF, l'autorità di vigilanza stabilisce i casi in cui un'attività riservata, o un suo ramo, deve essere svolta in via esclusiva, e i casi in cui uno stesso soggetto può essere autorizzato a svolgere più attività riservate

Inoltre, rispetto all'impostazione prevista dalla precedente legislazione finanziaria/fiduciaria, che prevedeva un'unica forma giuridica standardizzata per tutti gli operatori del settore finanziario, la LISF individua la figura della società finanziaria, indicandosi con questa espressione l'intermediario che eserciti esclusivamente l'attività di concessione di prestiti, sotto qualunque forma, della società fiduciaria, che amministra beni altrui in base ad un mandato senza rappresentanza, dell'impresa di investimento, che esercita una o più attività che costituiscano servizi finanziari (che possono essere prestati anche dalle banche), della società di gestione del risparmio, che istituisce, promuove e/o gestisce fondi comuni di investi-

[32] E ciò al fine di tutelare la stabilità patrimoniale di tali soggetti ed evitare che l'attività finanziaria prestata venga ad essere negativamente influenzata da altre attività non finanziarie svolte dal medesimo intermediario.

mento, della impresa di assicurazione/riassicurazione, che svolge la predetta attività (art. 1 LISF).

In tal modo, introducendo tale specializzazione soggettiva, si è inteso favorire l'efficacia dell'attività di vigilanza, sotto il profilo del contenimento del rischio derivante dalla commistione delle varie attività in capo ad un unico soggetto, con riferimento anche alla possibilità di richiedere in tal modo requisiti di patrimonializzazione minima differenziati a seconda dell'attività svolta[33], riducendo nel contempo la possibilità di conflitti di interesse fra le diverse funzioni aziendali.

In proposito, la circolare n. 2008-6 della Banca centrale ha introdotto le seguenti incompatibilità, prevedendo come incompatibili l'attività creditizia con l'attività fiduciaria, l'attività fiduciaria con l'attività mobiliare e l'attività mobiliare con l'attività creditizia.

Inoltre, le società fiduciarie potranno compiere solo attività di amministrazione, non essendo consentita alcuna forma di mandato dinamico che comporti responsabilità gestoria per conto del cliente. Al contrario le imprese di investimento potranno prestare i relativi servizi anche in nome proprio e per conto del cliente, quindi anche con modalità fiduciaria, anche se non autorizzate alla prestazione della predetta attività[34]. Tali società potranno inoltre esercitare attività di intermediazione in cambi.

Infine, le società finanziarie potranno esclusivamente esercitare attività di erogazione di prestiti, sotto qualsiasi forma tecnica. A tale attività è assimilata quella di assunzione di partecipazioni, in quanto volta al soddisfacimento di esigenze finanziarie delle società partecipate con la conseguente assunzione di un rischio creditizio.

L'esercizio dell'attività di Trustee potrà invece essere svolta da ciascuno di tali soggetti.

In tal modo, la tradizionale impostazione vigente nell'ordinamento sammarinese, e che prevedeva un unico soggetto (la società finanziaria/fiduciaria sammarinese), il quale assommava in sé la possibilità di svolgere congiuntamente tutte le tre predette attitività finanziaria, fiduciaria e di prestazione di servizi di investimento (modello che consentiva la possibilità di beneficiare di consistenti economie di scala), è oggi venuta meno, almeno per gli intermediari di nuova istituzione, a favore di un nuovo assetto, che permetterà un più efficace esercizio dell'attività di vigilanza e ridurrà il pericolo di conflitti di interessi.. Le fiduciarie/finanziarie precedentemente costituite sotto la vecchia normativa, invece, potranno ulteriormente continuare a svolgere la loro tradizionale attività polifunzionale[35].

[33] In proposito, rispetto al precedente requisito generale di un capitale sociale minimo di euro 1545.000, vengono ora previsti requisiti di capitalizzazione di euro 1000 per l'attività finanziaria, euro 500 per l'attività fiduciaria, euro 750 per le imprese di investimento

[34] Nell'ordinamento italiano tale possibilità è consentita solo alle fiduciarie di gestione, per il solo servizio di gestione individuale di patrimoni, che potranno essere autorizzate a prestare. Esse non potranno invece svolgere attività di amministrazione statica. Nell'ordinamento italiano non è invece consentito alle società di intermediazione mobiliare (sim) di operare mediante modalità fiduciaria, potendo esse compiere operazioni con terzi in nome proprio e per conto del cliente, ma dovendo procedere immediatamente ad intestare al cliente i titoli così acquistati.

[35] Si è in proposito osservato che il nuovo assetto normativo potrebbe rendere meno attraente, per soggetti interni ed esteri, la costituizione di società fiduciare o finanziari sammarinesi, e quindi comportare un

Anche per ciò che si riferisce alle società di gestione, l'ordinamento sammarinese ha accolto per questi soggetti il principio di specializzazione, prevedendo (col Regolamento della Banca Centrale n. 2006-03 in materia di fondi comuni di investimento) che esse possano prestare solo il servizio di ai servizi di investimento collettivo e di investimento collettivo non tradizionale, oltre al servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi, e, limitatamente alle quote di fondi di propria istituzione, il servizio di collocamento senza impegno irrevocabile di strumenti finanziari. Pertanto, le Sg sammarinesi non possono offrire quote di Oic esteri, e più in generale non possono offrire quote di Oic di altrui istituzione (come invece, a partire dal recepimento della direttiva MIFID avvenuto nel 2007, possono fare le società di gestione del risparmio italiane)..

Per quanto riguarda le banche, il Regolamento bancario (regolamento 2007-07) stabilisce che esse possano svolgere oltre all'attività bancaria (ad essa riservata in via esclusiva), anche attività di prestazione di finanziamenti (già ricompresa automaticamente nell'autorizzazione all'attività bancaria), prestazione di servizi di investimento, intermediazione in cambi, servizi di pagamento, emissione di moneta elettronica, acquisizione di partecipazioni[36].

Dal punto di vista delle attività consentite, le banche sammarinesi si uniformano sostanzialmente a quanto prescritto per le banche italiane, con la significativa differenza, però, che alle prime è consentita l'attività di assunzione di partecipazioni in misura notevolmente più ampia di quanto sia generalmente consentito alle seconde dall'autorità italiana (che, peraltro, si è tenuta ben al di sotto dei limiti consentiti dalla normativa comunitaria).

Dal quadro così delineato degli operatori del mercato finanziario della Repubblica di San Marino, secondo la nuova disciplina, emerge una sostanziale equivalenza col modello italiano, fondato anch'esso su una limitata specializzazione soggetti (in quanto essa non è assoluta ma consente lo svolgimento congiunto di diverse attività in capo allo stesso soggetto, con l'unica esclusione di quelle indicate come fra loro incompatibili). Anche sotto il profilo delle attività esercitabili, le varie tipologie di operatori sono, a parte le già indicate eccezioni, sostanzialmente sovrapponibili.

Differenze significative, permangono, invece, per gli intermediari già istituiti ed operanti sul territorio della Repubblica del Titano, in

aumento del valore delle partecipazioni in società finanziarie/fiduciarie del vecchio ordinamento come conseguenza del maggior interesse ad entrare nel relativo mercato (M. Baldini, Nuove regole per le società finanziarie e fiduciarie sammarinesi, Trusts and wealth management, settembre 2008, p 17).

[36] Tale possibilità è prevista anche per le banche italiane, anche se nei ristretti limiti di cui al decreto del Ministro del Tesoro del 22 giugno 1993, n. 242632, del 15% dei fondi propri della banca, di cui almeno la metà in società quotate nei mercati regolamentati. Ciascuna partecipazione non potrà superare il 3% del patrimonio di vigilanza e non potrà essere superiore al 15% del capitale dotato del voto della partecipata. Limiti maggiori (fino al 50% dei fondi propri a livello globale e del 6% a livello individuale possono essere previsti per le banche "abilitate" (fino rispettivamente al 60%e al 15%) per quelle specializzate. Nell'ordinamento sammarinese, in base a quanto previsto dal Regolamento bancario l'assunzione di tale partecipazioni è sempre ammesso entro il limite massimo del 15%, con riferimento alla singola partecipazione, e del 60% con riferimento alle partecipazioni complessive.

particolar modo per ciò che riguarda le società finanziarie/fiduciarie di cui alla previgente l. del 25 febbraio 1986, n. 24, che potranno continuare ad operare assommando tra loro la prestazione congiunta di attività e di servizi altrimenti incompatibili per la nuova normativa, pur non potendo più operare, dalla data di entrata in vigore del Regolamento bancario n. 2007-07, raccogliendo risparmio in forma diversa dall'emissione di obbligazioni o utilizzando la raccolta derivante da mandati fiduciari per lo svolgimento di attività di finanziamento .

Anche per le banche preesistenti permangono significative differenze rispetto alle banche italiane, in quanto le stesse possono continuare a svolgere tutte le attività dalle stesse in precedenza svolte, cioè tutte le attività riservate con le sole eccezioni della gestione di fondi comuni di investimento e dell'attività assicurativa e riassicurativa (cioè attività bancaria, finanziaria, fiduciaria, servizi di investimento, intermediazione in cambi, nei pagamenti, moneta elettronica, etc.)

## 5. LA DISCIPLINA DEL GRUPPO FINANZIARIO.

A questa (peraltro limitata) specializzazione fa da contraltare la possibilità di istituire, all'interno della Repubblica di San Marino, gruppi di imprese svolgenti attività bancaria, finanziaria e assicurativa. La disciplina del gruppo finanziario costituisce un'innovazione introdotta dalla LISF.

La figura del gruppo finanziario polifunzionale (anche nella forma del conglomerato finanziario-bancario e assicurativo), permette di realizzare quella polifunzionalità dell'impresa finanziaria che, per ragioni di vigilanza prudenziale, non si è più ritenuto opportuno consentire all'operatore isolatamente considerato. La figura del gruppo polifunzionale, infatti, consente di contemperare i vantaggi economici derivanti dalla sottoposizione ad una direzione unitaria, con la separazione patrimoniale che nasce dalla contemporanea presenza di diversi soggetti societari, ciascuno dotato di un proprio autonomo patrimonio.

La LISF sottopone peraltro tale realtà alla vigilanza su base consolidata da parte della Banca Centrale, e alla condizione che lo statuto della capogruppo non contrasti con la sana e prudente gestione del gruppo stesso, con norme di legge o dell'autorità di vigilanza o ostacoli l'esercizio delle funzioni di questa. La società capogruppo ha inoltre l'obbligo di indirizzare istruzioni alle componenti del gruppo per l'esecuzione delle disposizioni impartite dall'autorità di vigilanza.

Il sistema, così articolato, si presenta anch'esso conforme al modello vigente nell'ordinamento italiano.

Alla materia della vigilanza su base consolidata è stata data attuazione con le norme contenute nel Regolamento bancario

## 6. L'AUTORIZZAZIONE ALL'ESERCIZIO DELLE ATTIVITÀ RISERVATE.

L'esercizio di una o più attività riservate è sottoposto alla preventiva autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza.

Tale autorizzazione è subordinata al possesso di particolari

requisiti di natura oggettiva, previsti dalla LISF e specificati dal Regolamento bancario, come la relativa procedura di rilascio dell'autorizzazione per quanto riguarda le banche, mentre per ciò che si riferisce alle società fiduciarie, finanziarie, e alle imprese di investimento varranno, fino all'emanazione di un regolamento definitivo da parte della Banca Centrale, le procedure previste dalla precedente disciplina di cui alla l. n. 24 del 1986.

Tuttavia, nelle more, relativamente a tali soggetti è stata emanata dalla Banca Centrale la circolare n. 2008-06, citata, che ha fissato le incompatibilità precedentemente ricordate e ha prevista la forma giuridica obbligatoria delle spa per gli intermediari di nuova istituzione, in quanto unica forma idonea a consentire la trasparenza degli assetti societari. Tale trasparenza risulta esclusa quando nella compagine sociale di tali soggetti figurino società anonime o che garantiscano comunque l'anonimato degli effettivi beneficiari economici (come le fiduciarie di diritto estero).

Le società finanziarie/fiduciarie precedentemente costituite potranno invece continuare ad operare nella forma della società di capitali, anche anonima, dell'ente o istituzione di diritto pubblico, della società cooperativa o dell'ente analogo non avente scopo di lucro, dovendo solo ottemperare, in base alla citata circolare, ai nuovi requisiti di onorabilità e professionalità dei relativi esponenti aziendali. Evidentemente, la permanenza di tale regime transitorio costituisce un notevole ostacolo alla piena trasparenza del sistema finanziario sammarinese.

Per quanto riguarda, comunque, i requisiti previsti dalla normativa per il rilascio dell'autorizzazione, essi consistono nella redazione della bozza dell'atto costitutivo in maniera conforme a quanto prescritto dall'autorità di vigilanza, nell'adozione del tipo legale di società di capitali da questa prescritto (nella specie, come si è detto, quello della s.p.a., essendosi così esclusa la forma giuridica della società anonima, che non permette la trasparenza degli assetti proprietari), nell'avere la sede legale e amministrativa all'interno del territorio della Repubblica, nel possesso di un capitale sociale non inferiore a quello stabilito dall'autorità di vigilanza (13 milioni di euro per le banche, per gli altri soggetti v. quanto indicato in precedenza), nella costituzione presso banche sammarinesi di un deposito vincolato ai fini della successiva costituzione della società, nel possesso da parte dei titolari di partecipazioni rilevanti di requisiti di onorabilità, che devono essere posseduti anche dagli esponenti aziendali, oltre che a requisiti di professionalità, nella non sussistenza di stretti legami tali da ostacolare l'esercizio delle funzioni di vigilanza, nella presentazione di un programma di attività indicante le risorse adeguate alle attività che si intendono svolgere.

Da quanto esposto, si ricava che la relativa autorizzazione si configura come autorizzazione alla costituzione dell'ente, che dovrà essere rilasciata dall'autorità di vigilanza (cioè la Banca Centrale) quando sussistano le condizioni ivi previste. Il rilascio dell'autorizzazione costituirà un atto dovuto, subordinato al semplice accertamento dei requisiti prescritti dalla normativa, e senza che sussista un potere discrezionale in materia della Banca Centrale.

Diversa natura sembra invece possedere il nulla osta che, sulla base di tale autorizzazione, dovrà essere rilasciato dal Congresso di Stato (organo collegiale titolare del governo della Repubblica di San Marino)[37],

[37] D. Balducci, E. Maffeis, A. Valentini, Operazioni e investimenti a San Marino, Milano, 2007, p. 30

per lo svolgimento delle attività bancaria, fiduciaria, di servizi di investimento, di investimento collettivo, assicurativa e di riassicurazione. La delibera di nulla osta è condizione di efficacia dell'autorizzazione della Banca Centrale. La necessità di tale nulla osta è giustificata, come risulta dalla Relazione del Consiglio Grande e Generale della Repubblica al progetto di legge sulle imprese e sui servizi bancari, finanziari e assicurativi[38], dalle ridotte dimensioni del sistema, dal basso numero di operatori e di conseguenza dalla grande sensibilità a shock economici esterni, che ha indotto a mantenere in capo al governo un potere di controllo preventivo sui soggetti che intendano svolgere le attività riservate più importanti sul mercato finanziario nazionale.

Al rilascio di tale nulla osta segue il perfezionamento dell'iter costitutivo della società.

Una volta costituita la società, entro 12 mesi dall'iscrizione nel Registro delle Società, dovrà essere presentata alla Banca Centrale richiesta di abilitazione all'esercizio dell'attività. L'abilitazione è rilasciata previo accertamento del possesso delle risorse necessarie per svolgere adeguatamente l'attività. I soggetti autorizzati sono iscritti in un apposito registro tenuto dalla Banca Centrale.

Circa la natura giuridica dei predetti provvedimenti, il rilascio dell'autorizzazione e della successiva abilitazione all'esercizio da parte della Banca Centrale sembrano possedere carattere autorizzatorio e non discrezionale, in quanto nel rilasciare l'autorizzazione l'autorità di vigilanza dovrà tenere conto solo dell'idoneità del soggetto a svolgere adeguatamente l'attività, con idonee garanzie di stabilità e di efficienza come stabilite in via normativa a livello generale. Ciò dimostra che l'attività bancaria e finanziaria nell'ordinamento sammarinese è considerata una vera e propria attività d'impresa, soggetta a controllo pubblico solo a fini di tutela del buon funzionamento del sistema.

Tuttavia, la previsione di un necessario nulla osta da parte dell'autorità governativa, anche se motivata dalla necessità di garantire la stabilità del sistema nel suo complesso, esclude che il mercato bancario e finanziario sammarinese sia assoggettato ad un regime pienamente concorrenziale, a differenza di quanto previsto secondo l'impostazione vigente a livello comunitario e recepita anche nell'ordinamento italiano.

Tuttavia, con riferimento a casi e condizioni, evidentemente considerati idonei comportare un minore grado di rischio a livello sistemico, può essere previsto, con decreto reggenziale, che il nulla osta si intenda concesso in via generale, con ciò ristabilendosi, un regime di piena concorrenza per le attività così contemplate (art.12, comma 5, LISF).

## 7. L'OPERATIVITÀ A SAN MARINO DI SOGGETTI ESTERI E L'ATTIVITÀ ALL'ESTERO DEI SOGGETTI AUTORIZZATI

Con riferimento all'ingresso di operatori esteri all'interno del mercato bancario e finanziario sammarinese, primo presupposto è che ricorrano le seguenti condizioni: che il soggetto richiedente sia autorizzato nel paese di origine allo svolgimento della predetta attività, che esistano

[38] p.10

apposite intese fra le corrispondenti autorità di vigilanza dei due Stati, e che sussistano condizioni di reciprocità (art. 75 LISF).

Per ciò che si riferisce all'apertura di una succursale da parte di un soggetto estero si applicano disposizioni analoghe a quelle previste per il rilascio dell'autorizzazione alla istituzione di nuove intermediari sammarinesi (art. 75 LISF): in particolare per l'apertura di una succursale da parte di un soggetto estero occorre l'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, qualora ricorrano per tale succursale i requisiti previsti per la concessione di una nuova autorizzazione ad un intermediario nazionale. In tal caso, il nulla osta del Congresso di Stato è sempre necessario.

Nell'ipotesi di svolgimento da parte di operatori esteri sul territorio di San Marino di attività riservate in regime di prestazione di servizi senza stabilimento,cioè senza apertura di succursali, (che costituisce un'innovazione espressamente introdotta dalla LISF) sarà necessaria l'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, secondo i requisiti dalla stessa stabiliti, autorizzazione che potrà essere negata anche tenuto conto della struttura e del bisogno economico del mercato (art. 75, comma 3, LISF).

Come risulta dalla citata normativa, l'ingresso di operatori esteri all'interno del sistema sammarinese non è senza limiti, essendo comunque soggetta al nulla osta del Congresso di Stato o ad una autorizzazione che può essere negata tenuto conto delle esigenze del mercato: ciò, se è giustificato dalle particolari caratteristiche del mercato sammarinese sopra ricordate, limita però una piena apertura di tale mercato alla concorrenza internazionali, con gli eventuali benefici che ciò potrebbe comportare.

Per quanto riguarda l'offerta nel territorio della Repubblica di San Marino, di strumenti finanziari o di altri strumenti di raccolta del risparmio o contratti assicurativi esteri, essa è liberamente effettuabile, nel rispetto della normativa generale vigente (art. 76 LISF). Tuttavia l'autorità di vigilanza può individuare categorie di strumenti per la cui offerta sul territorio sammarinese deve essere preceduta da una comunicazione alla predetta autorità, così come essa può vietare l'offerta se tali strumenti non rientrino nelle tipologie previste dall'ordinamento sammarinese o non presentano le caratteristiche previste dall'autorità di vigilanza stessa.

Per quanto riguarda lo svolgimento di attività all'estero, attraverso l'apertura di una succursale, un ufficio di rappresentanza, o la prestazione diretta di servizi senza stabilimento da parte di un intermediario sammarinese, ciò dovrà essere preventivamente comunicato all'autorità di vigilanza di San Marino, che potrà vietare tale svolgimento quando la situazione patrimoniale, finanziaria o organizzativa del soggetto, o la normativa del paese ospitante ostacolino l'esercizio delle funzioni di vigilanza da parte dell'autorità medesima.

## 8. LA DISCIPLINA DEGLI ASSETTI PROPRIETARI

Un'importante previsione contenuta nella LISF (artt. 16- 23), riguarda la disciplina degli assetti proprietari, in quanto essa prevede un regime di trasparenza riguardante i partecipanti al capitale dei soggetti autorizzati.

Tale regime comporta da un lato il possesso di adeguati requisiti di onorabilità in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti (anche se indirettamente detenute) nel capitale sociale di un soggetto autorizzato (nella

misura determinata dall'autorità di vigilanza), dall'altro l'obbligo di comunicazione dell'acquisto di tale partecipazione o della cessione della stessa[39].

In particolari casi, l'autorità di vigilanza potrà subordinare l'acquisto della partecipazione rilevante ad una preventiva autorizzazione da parte dell'autorità stessa[40], che potrà essere negata quando l'acquirente non possieda i necessari requisiti di onorabilità, non sia idoneo ad assicurare una gestione sana e prudente del soggetto autorizzato, a consentire l'esercizio della vigilanza oppure l'operazione contrasti con le finalità della vigilanza medesima o con la struttura e il bisogno economico del mercato.

Analogo obbligo di comunicazione e di autorizzazione è previsto per l'acquisizione del controllo di un soggetto autorizzato.

All'obbligo di comunicazione all'autorità di vigilanza sono sottoposti anche gli accordi scritti che abbiano per oggetto o per effetto l'esercizio del voto in un soggetto autorizzato o in una società che eserciti su di esso il controllo, che dovranno essere comunicati entro cinque giorni dalla loro stipulazione.

In caso di mancata comunicazione o autorizzazione i diritti di voto relativi alle azioni o quote oggetto dell'accordo, eccedenti le soglie rilevanti o di titolarità di soggetti privi dei requisiti di onorabilità non potranno essere esercitati, e la deliberazione o l'atto adottati con il voto determinante di tali azioni o quote saranno annullabili, annullamento che entro sei mesi dall'approvazione o dal deposito presso la Cancelleria Commerciale del Tribunale potrà essere richiesto anche dall'autorità di vigilanza. Tale potere costituisce un'innovazione introdotta dal nuovo regime. L'autorità di vigilanza potrà inoltre fissare un termine entro cui tali partecipazioni dovranno essere alienate.

L'autorità di vigilanza potrà inoltre richiedere ai soggetti autorizzati l'indicazione nominativa dei titolari delle partecipazioni e la loro entità, alle società partecipanti, direttamente o indirettamente, ai soggetti autorizzati l'indicazione dei soggetti che le controllano, e alle società fiduciarie che abbiano intestato a proprio nome partecipazioni nei predetti soggetti, le generalità dei loro titolari.

Come è evidente, tale normativa è di grande importanza, in quanto permette di superare l'opacità degli assetti proprietari degli intermediari finanziari sammarinesi, finora vigente anche per effetto dell'adozione della forma della società anonima, che come si è visto, è stata per il futuro vietata dall'autorità di vigilanza per i soggetti richiedenti una nuova autorizzazione. Tuttavia, il potere della Banca Centrale relativamente alla trasparenza degli assetti proprietari deve ritenersi esistente anche relativamente ai soggetti istituiti sotto il precedente ordinamento, come le società fiduciarie, le finanziarie e le imprese di investimento. Invece, le banche preesistenti, a norma del Regolamento bancario, hanno dovuto adeguare i loro statuti alla forma della società per azioni necessariamente entro il 31

[39] Per le banche il Regolamento bancario prescrive un limite del 25% per le persone fisiche e del 75% per le persone giuridiche per l'obbligo di comunicazione.

[40] Per le banche il Regolamento bancario richiede il superamento delle soglie del 2% per le persone fisiche e del 50% per le persone giuridiche, a meno che il controllo non sia comunque ottenuto mediante una minore percentuale di partecipazione. Risulta evidente l'elevatezza della soglia del 50% per le persone giuridiche, rispetto alle percentuali assai più basse previste dalla normativa italiana, che si può forse spiegare con la minore dimensione e capitalizzazione delle banche sammarinesi.

maggio 2008, agevolando così il rispetto delle norme in tema di trasparenza degli assetti proprietari.

Infine, occorre sottolineare che questa disciplina, come impostazione generale, si ricollega a quella vigente anche nell'ordinamento italiano in materia, da cui si distacca significativamente laddove riconosce fra i motivi di diniego all'autorizzazione all'acquisto di una partecipazione rilevante o di controllo considerazioni riguardanti la struttura e il bisogno economico del mercato, elementi che, limitando e incidendo sulla piena concorrenzialità del mercato stesso, non sarebbero ammessi all'interno di un sistema come quello comunitario.

Inoltre, i limiti quantitativi di azioni quote possedute, rilevanti ai fini della nascita dell'obbligo di comunicazione e di autorizzazione sono stati stabiliti in via regolamentare in misura assai più elevata rispetto a quanto previsto dalla disciplina italiana e da quella comunitaria; anche tenendo conto delle dimensioni più limitate delle banche sammarinesi e del carattere chiuso della loro compagine sociale. Pertanto, la rilevanza di questa normativa, ai fini di un'effettiva trasparenza viene ad essere notevolmente ridotta, nonostante la previsione del potere dell'autorità di vigilanza di richiedere comunque informazioni circa l'identità di tutti i soci, anche al di sotto del possesso di quote di partecipazione rilevanti.

## 9. LA VIGILANZA E LA COLLABORAZIONE CON AUTORITÀ ESTERE

L'art. 1, comma 1, lett. j, individua come autorità di vigilanza sui soggetti autorizzati a prestare attività riservate la Banca Centrale della Repubblica di San Marino, il cui statuto è stato approvato con la l. n. 96 del 29 giugno 2005. Essa è un ente a partecipazione pubblica e privata, ma di carattere privatistico, e costituisce un'istituzione autonoma e indipendente che svolge al proprio interno le funzioni tipiche di una banca centrale e di supervisione sul sistema bancario, finanziario e assicurativo. In particolar modo, l'indipendenza di questa istituzione riguarda soprattutto i suoi rapporti con il sistema bancario (essendo la nomina dei vertici non influenzabile da tale sistema, ma essendo riconducibile esclusivamente alla responsabilità politica), e la trasparenza e collegialità dei suoi processi decisionali.

Tale autorità, come ricordato, assomma in sé tutte le competenze relative allo svolgimento di attività bancaria, finanziaria, di intermediazione mobiliare e assicurativa, svolgendo funzioni riguardanti non solo la stabilità e la sana e prudente gestione dei soggetti autorizzati, ma anche la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, cioè competenze che nell'ordinamento italiano sono distribuite fra Banca d'Italia, Consob e Isvap, in considerazione non solo delle diverse funzioni da esercitare, ma anche della diversa tipologia dei soggetti sottoposti alla vigilanza. L'unificazione di tali funzioni in capo ad un unico organo non costituisce tuttavia necessariamente un elemento negativo, evitandosi in tal modo evidenti problemi di collaborazione e di coordinamento tra le diverse autorità; tuttavia è necessario che l'autorità di vigilanza si adoperi per esercitare pienamente tutte le funzioni attribuitele.

In particolare, l'art. 37 LISF, individua le finalità che la Banca Centrale deve seguire nell'esercizio della vigilanza: la stabilità del sistema finanziario e la tutela del risparmio, anche attraverso la sana e prudente gestione dei soggetti autorizzati, la trasparenza e la correttezza dei comportamenti di tali soggetti, il contrasto del crimine finanziario in materia di rici-

claggio, finanziamento al terrorismo e altri reati di natura finanziaria (con riferimento a questa specifica funzione, in ottemperanza agli standard vigenti a livello internazionale, in base alla legge antiriciclaggio del 2008, è stata istituita all'interno della Banca Centrale un'apposita unità autonoma addetta a tale funzione), la tutela dell'immagine, della reputazione e della fiducia del sistema finanziario della repubblica. Queste finalità evidenziano che i poteri attribuiti all'autorità di vigilanza sono finalizzati esclusivamente alla tutela del buon funzionamento del sistema finanziario nazionale, attraverso la tutela sia della stabilità che della trasparenza e correttezza dei comportamenti.

L'art. 38 LISF. individua poi i seguenti criteri generali per l'esercizio della funzione di vigilanza: principio di economicità ed efficienza nell'utilizzo delle risorse, principio di motivazione delle proprie decisioni, principio di proporzionalità, inteso come esercizio dei poteri per il raggiungimento del fine con il minor onere per i soggetti obbligati, principio di rispetto delle esigenze di competitività e di sviluppo dell'innovazione, principio di valutazione preventiva dell'impatto della regolamentazione e della previa consultazione con le associazioni professionali e di tutela dei consumatori, principio dell'ammissibilità del ricorso giurisdizionale amministrativo contro i provvedimenti di carattere particolare.

In particolare, la LISF assegna alla Banca Centrale i seguenti poteri di vigilanza:

- poteri regolamentari (art. 39), che comportano la emanazione di provvedimenti vincolanti di carattere generale ad integrazione ed esecuzione della legge medesima e dei decreti attuativi, nonché quando l'autorità lo ritenga opportuno per il raggiungimento delle proprie finalità. Tali provvedimenti sono denominati regolamenti, circolari e istruzioni (quando siano adottati dall'unità di contrasto al riciclaggio o financial intelligence unit).
- poteri di raccomandazione (art. 40 LISF), cioè il potere di emanare provvedimenti di carattere generale ma non vincolante, interpretativi della legge e dei provvedimenti di vigilanza
- poteri di vigilanza informativa (art. 41): comportano la possibilità di richiedere ai soggetti autorizzati, ai revisori contabili, agli attuari, ai promotori finanziari, intermediari assicurativi e ai soggetti cui siano state esternalizzate funzioni da soggetti autorizzati la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e i termini stabiliti dall'autorità di vigilanza stessa. Sindaci, revisori contabili e attuari hanno l'obbligo di informare senza ritardo l'autorità di vigilanza delle irregolarità nella gestione e delle violazioni delle norme relative ai soggetti autorizzati;
- poteri di indagine (art. 42): l'autorità di vigilanza può effettuare ispezioni presso gli uffici e le dipendenze dei soggetti autorizzati, nonché chiedere informazioni, ordinare l'esibizione di documenti e il compimento degli accertamenti e delle verifiche ritenuti necessari anche riguardanti attività non riservate, può accedere alla contabilità sociale, nonché a tutti i libri, note e documenti, può interrogare gli amministratori, i dipendenti e funzionari al fine di ottenere informazioni e chiarimenti. Tali poteri ispettivi possono essere esercitati anche nei confronti di promotori finanziari, intermediari assicurativi e soggetti a cui siano state esternalizzate funzioni;
- poteri di autorizzazione (art. 43): l'autorità di vigilanza rilascia le autorizzazioni previste dalla legge, e, ai fini dell'esercizio della vigilanza prudenziale, può individuare atti e operazioni dei soggetti autorizzati per i quali è necessaria un'autorizzazione preventiva;

- poteri di adottare provvedimenti specifici nei confronti di singoli soggetti autorizzati nelle materie della vigilanza prudenziale

Con riferimento alle materie su cui si esercita la vigilanza da parte della Banca Centrale si distinguono gli ambiti della vigilanza prudenziale, della vigilanza consolidata, della trasparenza, correttezza dei comportamenti e protezione dei clienti.

## 10. VIGILANZA PRUDENZIALE

Con riferimento alla vigilanza prudenziale l'autorità di vigilanza disciplina (art. 45):

- il patrimonio, le riserve tecniche e l'adeguatezza patrimoniale dei soggetti autorizzati;
- il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni;
- le partecipazioni detenibili dai soggetti autorizzati;
- l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni.

Si tratta, cioè, di tutti quegli elementi che sono essenziali per la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione di un soggetto operante sul mercato finanziario.

Nell'esercizio della vigilanza prudenziale, l'autorità può convocare i componenti degli organi amministrativi e di controllo, i direttori generali, i revisori contabili e gli attuari. Può ordinare la convocazione dell'assemblea, degli organi amministrativi e di controllo, e provvedere direttamente alla convocazione in caso di inadempienza (art. 46).

La funzione di vigilanza prudenziale comporta anche il potere di approvare in via preventiva le modifiche statutarie dei soggetti autorizzati, al fine di verificare che non contrastino con la sana e prudente gestione, non siano in contrasto con norme di legge o regolamentari o siano di ostacolo all'esercizio della vigilanza (art. 47).

Fra i poteri di vigilanza prudenziale rientra quello di ricevere comunicazione e, nei casi previsti dall'autorità stessa, di autorizzare le modifiche o l'ampliamento della rete distributiva (art. 48). L'autorizzazione potrà essere negata solo per motivi attinenti all'adeguatezza delle strutture organizzative o la situazione finanziaria, economica e patrimoniale del soggetto autorizzato, cioè incidenti negativamente sulla sana e prudente gestione e sulla stabilità patrimoniale.

La vigilanza prudenziale comporta anche il potere di individuare i casi e le condizioni, eventualmente sottoponendoli a preventiva autorizzazione, in cui varie funzioni attinenti alle attività riservate potranno essere esternalizzate, con responsabilità in solido del soggetto delegato e del delegante nei confronti dei terzi (art. 49).

La norma legislativa affida poi all'autorità di vigilanza il compito di disciplinare l'organizzazione e il funzionamento del servizio di centralizzazione delle informazioni sui rischi creditizi (art. 50). Tali informazioni avranno carattere riservato e potranno essere utilizzate solo per finalità connesse con l'assunzione del rischio, fatto salvo il diritto dei soggetti censiti di conoscere le informazioni loro relative.

All'autorità di vigilanza è affidato anche il servizio di informativa protesti (art. 51).

Infine, sempre nell'ambito della vigilanza prudenziale, l'autorità di vigilanza disciplina le operazioni straordinarie, cioè le procedure di fusione e di scissione e di cessione di attività o di passività, o di ramo di attività, per gli effetti rilevanti che tali operazioni assumono sulla stabilità e la sana e prudente gestione dei soggetti autorizzati. Tali operazioni possono

essere anche soggette ad autorizzazione, che può essere negata quando esse contrastino con la sana prudente gestione o con la struttura e il bisogno economico del mercato.

## 11. VIGILANZA CONSOLIDATA

Il potere della Banca Centrale si estende anche sui gruppi di cui facciano parte soggetti autorizzati.

In proposito, spetta a tale autorità individuare l'insieme dei soggetti da sottoporre a vigilanza sul gruppo fra quelli esercenti attività riservate nonché attività connesse e strumentali (art. 53 e seguenti LISF), tenendo conto che capogruppo sarà il soggetto autorizzato o la società di partecipazione avente sede nella Repubblica di San Marino e che non sia controllata da un altro soggetto autorizzato o altra società di partecipazione.

A tale società si applicheranno pertanto comunque le disposizioni in materia di requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, in materia di vigilanza informativa, bilanci e revisione contabile, assetti proprietari previste per i soggetti autorizzati.

L'autorità di vigilanza, oltre a tenere un apposito registro delle imprese capogruppo, può impartire alla capogruppo, con provvedimenti a carattere generale o particolare, disposizioni concernenti il gruppo riguardanti il patrimonio, le riserve tecniche e l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio, le partecipazioni detenibili, l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni. Alla capogruppo spetta il compito di emanare disposizioni alle componenti del gruppo per l'esecuzione delle disposizioni così impartite dall'autorità di vigilanza.

Alla Banca Centrale spettano poteri di vigilanza informativa e ispettiva sui soggetti facenti parte del gruppo.

Quando il gruppo assuma la natura del conglomerato finanziario, in cui cioè almeno una delle società operi nel settore assicurativo e almeno una nel settore bancario o dei servizi di investimento, e le attività consolidate o aggregate di tali imprese siano entrambe significative, l'autorità di vigilanza dovrà stabilire misure di vigilanza supplementare (art. 60).

## 12. TRASPARENZA, CORRETTEZZA DEI COMPORTAMENTI E PROTEZIONE DEI CLIENTI

Tra i compiti dell'autorità di vigilanza vi è anche quello di dettare gli obblighi di informazione precontrattuale, le regole di forma e di contenuto del contratto, gli obblighi di informazione sui prodotti, contratti e servizi offerti da soggetti autorizzati e sullo svolgimento del rapporto contrattuale.

Si tratta di aspetti assai importanti per la tutela del cliente, che assumono una rilevanza ancora maggiore nell'ordinamento giuridico sammarinese, improntato sul diritto comune e ove manca pertanto una disciplina codicistica delle obbligazioni e dei contratti.

Anche la LISF, negli artt. 62 e seguenti, prevede una serie di norme dedicate a questi argomenti, applicabili ai soggetti autorizzati, e, in quanto compatibili, ai promotori finanziari e agli intermediari assicurativi e riassicurativi.

Innanzitutto la legge (art. 62) affida all'autorità di vigilanza il

compito di stabilire i casi in cui i soggetti autorizzati devono consegnare al contraente, prima della conclusione del contratto e unitamente alle condizioni contrattuali, uno o più documenti informativi (che dovranno contenere le informazioni che sono necessarie affinché il contraente possa pervenire a un fondato giudizio sui diritti e sugli obblighi contrattuali), determinandone i contenuti e gli schemi. L'autorità di vigilanza può anche prevedere che, per determinate categorie di contratti, i documenti informativi siano sottoposti a preventiva autorizzazione, al fine di verificare che rispettino i requisiti di trasparenza di cui alla legge.

Con riferimento a questa normativa, si può osservare come l'obbligo di consegnare un preventivo documento informativo non sia imposto dalla legge, ma sia lasciato alla esclusiva determinazione dell'organo di vigilanza, così come l'eventuale preventiva autorizzazione del suo contenuto. Ciò potrebbe comportare un'insufficiente livello di tutela per il cliente, qualora l'autorità non ritenesse di imporre siffatto obbligo, tenendo conto anche dell'importanza che l'informazione preventiva riveste per una scelta motivata e consapevole, e quindi un'effettiva tutela, del risparmiatore.

L'art. 63 si occupa invece della disciplina degli annunci pubblicitari relativi ai prodotti, servizi e contratti dei soggetti autorizzati, stabilendo che essi devono avere riguardo alla correttezza dell'informazione e alla conformità rispetto al contenuto dei documenti informativi e delle condizioni di contratto. In caso di fondato sospetto o di violazione delle disposizioni in materia di trasparenza e correttezza, l'autorità di vigilanza sospende in via cautelare o vieta la diffusione della pubblicità e, nell'ipotesi di inosservanza di tali provvedimenti, vieta anche la commercializzazione dei prodotti e servizi pubblicizzati.

Alla Banca Centrale spetta anche il compito di definire i criteri di riconoscibilità della pubblicità e di chiarezza e correttezza dell'informazione.

Anche questa disposizione lascia perplessi per la sua genericità e il completo rinvio alla decisione dell'autorità di vigilanza, relativamente ad una materia, quella della comunicazione pubblicitaria in materia finanziaria, idonea a tranne facilmente in inganno i risparmiatori. Inoltre non sono neanche previste forme di comunicazione all'autorità degli annunci pubblicitari per un controllo preventivo.

L'art. 64 dispone relativamente ai contratti stipulati con i soggetti autorizzati. Anche qui l'autorità di vigilanza può prevedere che determinati tipi di contratto debbano essere stipulati per iscritto. In tal caso il contratto dovrà essere redatto in maniera chiara e comprensibile. La mancanza della forma scritta determina la nullità del contratto, rilevabile solo dal cliente in quanto posta a sua protezione.

Non si può non rilevare come l'obbligo della forma scritta, che in un contratto per la prestazione di servizi bancari, finanziari o assicurativi costituisce una delle principali forme di tutela per il cliente, non sia imposta per legge (come avviene nell'ordinamento italiano), ma solo nei casi previsti dall'autorità di vigilanza.

Questa può inoltre imporre un contenuto tipico o tipizzato a specifici contratti o titoli. In tal caso, l'inosservanza di tali prescrizioni determina la nullità (in questo caso assoluta e quindi rilevabile da chiunque) del contratto.

La legge (art. 64, comma 3), prevede poi la nullità relativa, cioè, anche in questo caso, rilevabile esclusivamente dal cliente, nell'ipotesi di inserimento, all'interno del contratto, di clausole che rinviino agli usi per la determinazione di prezzi, corrispettivi, interessi e, comunque,

qualunque altra condizione economica. In tal caso, nessun corrispettivo o prestazione economica sarà dovuta dal cliente a favore dell'intermediario, mentre, per quanto riguarda gli interessi, essi saranno dovuti secondo la misura a tale scopo determinata dall'autorità di vigilanza tenendo conto dei tassi del mercato monetario.

Questa disposizione, che riprende quanto previsto anche dall'ordinamento italiano e comunitario, introduce un importante elemento a tutela del cliente nei confronti di possibili clausole che lascino indeterminato il trattamento economico del cliente. Tuttavia la tutela sarebbe più intensa e completa solo se venisse previsto già in ambito legislativo e non solo regolamentare l'obbligo della forma scritta del contratto, come strumento per definire in maniera stabile i rapporti fra le parti. Nulla si dice, poi, a livello legislativo, sulla validità e le modalità di eventuali modifiche unilaterali del contratto da parte dell'intermediario.

In base all'art. 64, comma 4, l'autorità di vigilanza disciplina i casi di sospensione dell'efficacia del contratto e quelli in cui è consentito al cliente di recedere dal contratto o ritirare l'offerta proposta ad un soggetto autorizzato, stabilendo inoltre le modalità in cui in tal caso si dovrà procedere ai pagamenti o alle restituzioni di somme e al ritiro degli strumenti finanziari in conseguenza all'esercizio di tali diritti.

Con queste norme si intende prestare una speciale tutela a quei risparmiatori che siano approcciati dall'intermediario mediante tecniche particolarmente rischiose per quanto riguarda la formazione di una reale e libera volontà contrattuale del risparmiatore: come le tecniche di comunicazione a distanza o quelle al di fuori dei locali commerciali dell'intermediario finanziario, in quanto il cliente potrebbe essere indotto a firmare il contratto sulla base di una valutazione superficiale o in condizioni psicologiche svantaggiate. In tal caso l'ordinamento prevede la sospensione dell'efficacia del contratto e la possibilità per il cliente di recedere entro un limitato periodo di tempo dalla stipulazione del contratto o dalla formulazione della sua proposta contrattuale, al fine di consentirgli una congrua possibilità di ripensamento della sua decisione.

Anche in questo caso è necessario rimarcare che l'adozione di questa importante forma di tutela, riconosciuta anche a livello comunitario; è (a differenza di quanto previsto dall'ordinamento italiano) lasciata completamente alla decisione dell'autorità di vigilanza.

Infine, l'art. 64, comma 7, subordina la sottoposizione del contratto con un intermediario finanziario ad una legge sostanziale straniera o la previsione di deroghe alla giurisdizione dell'autorità giudiziaria sammarinese, in relazione ad eventuali controversie ad esso relative, alla preventiva autorizzazione dell'autorità di vigilanza. Per sottoporre, quindi, un contratto con un intermediario finanziario a una legge straniera o prevedere il ricorso ad un giudice straniero o a un arbitrato internazionale sarà necessaria l'autorizzazione della Banca Centrale. La previsione del potere autorizzatorio di tale soggetto costituisce una limitazione alla libertà contrattuale delle parti, almeno come emerge dalla convenzione di Roma che, adottata dall'ordinamento italiano, consente di sottoporre i contratti, anche in materia finanziaria, ad una legge straniera, col solo limite del rispetto di quelle norme che devono, per la loro importanza fondamentale e assoluta inderogabilità, configurarsi come di applicazione necessaria. A questa normativa è stata data attuazione con la circolare n. 2008-05.

L'art. 65 prevede invece la nullità, intesa anche in questo caso come nullità relativa, cioè di protezione del cliente, per i contratti conclusi con soggetti privi della necessaria autorizzazione in quelle materie che

rientrano fra le attività riservate. Inoltre è stabilito che da tale nullità consegua non solo l'obbligo di restituzione, ma anche quello di risarcimento del danno procurato al cliente.

Si tratta, rispetto a quella vigente nell'ordinamento italiano, di una disciplina molto più rigorosa, mitigata solo dal fatto che la nullità è relativa e rilevabile solo dal cliente. In Italia, infatti, la nullità (peraltro da intendersi come nullità assoluta) dei contratti finanziari stipulati con intermediari abusivi è riconosciuta esclusivamente dalla giurisprudenza, ma non sancita direttamente dalla legge come a San Marino. Inoltre è espressamente sancito il cumulo della tutela restitutoria con quella risarcitoria. Questa soluzione particolarmente severa tutela certamente il cliente, ma offre anche una forte tutela ai soggetti autorizzati rispetto ad intermediari abusivi, rafforzando la riserva di attività a favore dei primi.

L'art. 66 LISF contiene importanti norme di comportamento che i soggetti autorizzati devono seguire nei rapporti con i clienti.

In particolare, questa norma stabilisce che nell'offerta e nell'esecuzione dei contratti i soggetti autorizzati devono comportarsi con diligenza, trasparenza e correttezza nei confronti dei clienti, acquisire dai clienti le informazioni necessarie per valutare le loro esigenze e operare in modo che siano adeguatamente informati, organizzarsi in modo da identificare e evitare i conflitti di interesse, ove ciò sia ragionevolmente possibile e, in caso di conflitto, agire in modo da consentire ai clienti la necessaria trasparenza sui possibili effetti sfavorevoli.

L'autorità di vigilanza può altresì stabilire ulteriori regole di comportamento e criteri di condotta per i soggetti autorizzati, nonché adottare specifiche disposizioni per assicurare la correttezza e l'adeguatezza rispetto alle esigenze dei singoli nei rapporti con i clienti.

Infine, l'autorità di vigilanza tiene conto delle diverse esigenze di protezione dei clienti e individua particolari categorie di soggetti che non necessitano della tutela prevista dalle norme ora esaminate, stabilendo diverse modalità, limiti e condizioni di applicabilità di tale disciplina a questi soggetti.

Con riferimento a questo articolo, è necessario sottolineare che la previsione di norme di comportamento degli intermediari nei confronti dei clienti rappresentano un momento fondamentale nella disciplina di un sistema finanziario, in quanto la trasparenza, la correttezza dei comportamenti, l'assenza di conflitti di interesse costituiscono elementi imprescindibili per il buon funzionamento dei mercati finanziari. Questa importanza si rivela ancora più essenziale in un ordinamento come quello di San Marino che essendo per i rapporti privatistici fondato sul diritto comune e non prevedendo come invece l'ordinamento italiano principi fondamentali in materia di obbligazioni ricavabili da una codificazione generale, richiede che tali principi di correttezza (considerati nell'ordinamento italiano come specificazioni, in considerazione del carattere professionale dell'attività finanziaria, dei generali principi di correttezza e buona fede nell'esecuzione delle obbligazioni e nella stipulazione e interpretazione del contratto vigenti a livello generale) siano esplicitati legislativamente.

Anche in questo caso occorre rilevare però, che la tutela prevista dalla legislazione sammarinese si presenta insoddisfacente sotto più punti, sia per la genericità e indeterminatezza (anche in contrasto con la maggiore severità emergente con riferimento a questi aspetti dalla più recente normativa comunitaria, come quella contenuta nella direttiva MIFID), sia per il rinvio quasi totale alla determinazione dell'autorità amministrativa, che può (non deve) adottare norme rafforzative e di dettaglio.

Rispetto all'importanza che le norme di comportamento rivestono, sotto il profilo degli obblighi di correttezza, di informazione, di adeguatezza, di classificazione dei clienti, di prevenzione dei conflitti di interessi (anche in considerazione alla lotta contro gli scandali e le frodi finanziarie a danno dei clienti) nei mercati finanziari, la disciplina legislativa sammarinese si presenta complessivamente troppo generica e insoddisfacente.

Così, anche con riferimento alla classificazione dei clienti, necessaria per semplificare l'operatività dei soggetti con competenze professionali, si riscontra un'eccessiva indeterminatezza, anche in relazione alla rigida suddistinzione in "profili" imposta dalla direttiva MIFID.

Infine, mentre l'ordinamento italiano prevede in materia un'inversione dell'onere della prova a favore del cliente nei giudizi relativi alla responsabilità dell'intermediario per i danni patrimoniali provocati a causa dell'inosservanza dei citati criteri di comportamento, nessuna norma simile è contenuta all'interno della LISF.

L'art. 67, con riferimento ai contratti offerti o conclusi mediante tecniche di comunicazione a distanza (come già accennato in precedenza, particolarmente insidiosi per il risparmiatore, che potrebbe non ricevere adeguata informazione e tutela a seguito dell'applicazione di queste modalità di contatto, spesso particolarmente aggressive), si limita a prevedere il compito dell'autorità di vigilanza di dettare norme che assicurino il rispetto delle disposizioni ora esaminate anche a questo specifica tipologia di contrattazione.

Anche in questo caso è necessario sottolineare l'importanza che questa normativa regolamentare introduca strumenti idonei ad assicurare un'adeguata tutela ai risparmiatori (come la trasmissione di dati e documenti informativi completi e veritieri, la consegna al cliente di una copia scritta del contratto, la previsione del diritto di recesso – jus poenitendi – del cliente stesso senza oneri entro un tempo determinato, etc.).

Infine, l'art. 68 prevede la possibilità che i clienti e le associazioni dei consumatori rivolgano segnalazioni all'autorità di vigilanza circa le inadempienze da parte dei soggetti autorizzati delle norme di comportamento così specificate.

Fra le norme riguardanti la tutela del risparmiatore nei confronti dell'intermediario ve ne è poi una, contenuta non nel capo della legge ora esaminato, ma in quello successivo dedicato ai servizi di investimento di investimento collettivo, cioè l'art. 72, la quale prevede che l'autorità di vigilanza possa stabilire i casi in cui il patrimonio dei clienti di un soggetto autorizzato è soggetto ad un regime di separazione patrimoniale, cioè costituisce un patrimonio autonomo rispetto a quello del soggetto autorizzato e degli altri clienti, cosicché non vengono ad essere ammesse su di esso azioni dei creditori di tale soggetto e nel loro interesse, mentre quelle dei creditori dei singoli clienti vengono ad essere ammesse nei limiti dei patrimoni di titolarità di ciascuno di essi. Nel caso in cui si applichi tale regime, l'intermediario non potrà utilizzare nell'interesse proprio o di terzi il patrimonio dei clienti senza il consenso scritto di questi.

Rispetto a questa norma va sottolineato come essa lasci sempre all'autorità di vigilanza il compito di determinare in quali casi debba applicarsi il regime di separazione del patrimonio dei clienti, mentre, ad esempio, l'ordinamento italiano (art. 22 t.u.f.) riconosce a livello legislativo l'applicazione di tale regime, che costituisce una fondamentale tutela per il cliente in caso di dissesto dell'intermediario, permettendogli di recuperare gli strumenti finanziari di sua spettanza, a tutti i servizi di investimento.

L'art. 70 LISF, tuttavia prevede che l'autorità di vigilanza debba disciplinare le modalità di deposito e di subdeposito del denaro e degli strumenti finanziari di pertinenza della clientela, modalità che sono finalizzate anche a salvaguardare tale autonomia patrimoniale, permettendo di separare contabilmente i vari patrimoni. Si può quindi sperare che attraverso tali modalità si assicuri una certa protezione al patrimonio del cliente, anche al di fuori di una espressa previsione di separazione patrimoniale in via regolamentare.

Le citate disposizioni riguardanti le regole di comportamento da seguire da parte dei soggetti autorizzati hanno trovato una prima parziale applicazione con riferimento alle banche, per quanto riguarda però il solo svolgimento dell'attività bancaria tipica, mentre, per quanto riguarda le ulteriori attività che le banche sammarinesi possono essere autorizzate a prestare, bisognerà attendere i relativi provvedimenti di attuazione.

In particolare, queste disposizioni regolamentari, contenute nel regolamento bancario n. 2007-07, riguardano gli annunci pubblicitari, che devono manifestare chiaramente la loro natura (divieto di pubblicità occulta) e devono indicare la documentazione che il risparmiatore potrà consultare per prendere idonea conoscenza del contenuto del contratto pubblicizzato.

Con riferimento all'informazione contrattuale, il cliente che non costituisca controparte qualificata ha diritto di richiedere il rilascio di una documentazione scritta che illustri il contenuto del contratto e le condizioni economiche praticate in maniera chiara e completa, condizioni economiche che non potranno essere modificate fino alla chiusura del giorno lavorativo successivo a quello della proposta. Nel caso di contratti di finanziamento dovrà essere indicato anche il TEG (tasso effettivo globale) e il TAEG (tasso annuo effettivo globale).

Tutti i contratti bancari devono avere la forma scritta a pena di nullità, rilevabile solo dal cliente, devono essere redatti almeno in duplice originale e, nel caso di clienti che non rivestano la qualità di controparti qualificate, deve essere allegato come frontespizio del contratto, da consegnare al cliente (a meno che lo stesso non richieda che lo stesso sia conservato a sua disposizione presso la banca), un documento di sintesi che indichi con chiarezza tutte le condizioni economiche del contratto.

Nel caso di modificazioni unilaterali delle condizioni contrattuali (soprattutto nel caso di modificazioni in pejus per il cliente) questi ha diritto di recedere dal contratto entro un termine fissato dal regolamento, decorrente dalla comunicazione dell'avvenuta variazione, che, in caso di variazioni di efficacia generalizzata, cioè non valevoli per il singolo contraente, potrà avvenire anche attraverso forme generali di pubblicità, previa comunicazione all'autorità di vigilanza.

Il diritto di recesso compete al cliente anche in caso di contratti conclusi fuori sede, nel qual caso la banca dovrà mettere a disposizione tutta la documentazione informativa anteriormente alla conclusione del contratto.

La conclusione di contratti mediante tecniche di comunicazione a distanza non è invece consentita per i contratti bancari, e tali tecniche potranno essere utilizzate solo per l'esecuzione di contratti già conclusi. Il regolamento prevede poi dei particolari obblighi informativi all'autorità di vigilanza nel caso in cui la banca inserisca nel proprio sito internet informazioni relative in generale alla Repubblica di San Marino.

A seguito della conclusione del contratto, il cliente avrà diritto

alla comunicazione periodica dell'estratto conto almeno annuale, o alla più breve scadenza dallo stesso prevista.

Anche con riferimento ai contratti assicurativi del ramo vita, il regolamento della Banca Centrale di San Marino ha adottato specifiche norme di comportamento e di trasparenza, prevedendo un termine di trenta giorni dalla conclusione del contratto per il recesso del cliente, l'obbligo di predisporre una apposita nota informativa, da inviarsi preventivamente all'autorità di vigilanza insieme alle condizioni contrattuali, da consegnarsi al cliente prima della conclusione del contratto insieme alle condizioni contrattuali medesime.

L'impresa di assicurazione dovrà poi uniformarsi ai generali obblighi di trasparenza e correttezza dei comportamenti, assunzione preventiva di notizie da parte del cliente, prevenzione dei conflitti di interesse, gestione sana e prudente. Anche gli annunci pubblicitari devono uniformarsi ai generali criteri di trasparenza e correttezza e non possono essere in contrasto con quanto risulta dalla nota integrativa e dalle condizioni contrattuali.

Gli articoli 19 e 20 del regolamento della Banca Centrale n. 2007-02, riguardano invece gli obblighi di comportamento verso la clientela per gli intermediari assicurativi, stabilendo che essi debbano consegnare preventivamente al cliente un documento sintetico chiaramente indicante le informazioni fondamentali relative alla compagnia di assicurazione e al contratto, e, al primo contatto, un documento informativo relativo all'intermediario e ai suoi rapporti con la impresa di assicurazione. Oltre che ottemperare ai generali obblighi di correttezza e trasparenza l'intermediario dovrà assumere dal cliente (il cui rifiuto dovrà risultare da atto scritto) tutte le informazioni necessarie per proporre un contratto assicurativo adeguato alle sue esigenze. In caso di mancata adeguatezza (che dovrà esplicitamente essere illustrata al cliente per iscritto, con sottoscrizione di entrambe le parti), il contratto potrà essere concluso egualmente in caso di autorizzazione scritta da parte del cliente.

I contratti potranno essere stipulati anche mediante tecniche di contrattazione a distanza, purchè permettano la trasmissione di tutte le informazioni, che dovranno poter essere acquisite dal cliente anche mediante supporto duraturo. In caso di contrattazione a distanza al cliente spetta il diritto di recesso entro quattordici giorni. Questa facoltà deve essere indicata espressamente nel contratto, pena la nullità rilevabile solo dal cliente.

Queste disposizioni non si applicano ai contratti conclusi con intermediari riassicurativi, per il carattere professionale dei soggetti coinvolti.

## 13. COLLABORAZIONE FRA AUTORITÀ

La Banca Centrale di San Marino, quale autorità di vigilanza sui mercati finanziari, è assoggettata ai criteri generali e alle linee guida che possono essere fissate dal Comitato per il Credito e il Risparmio nell'esercizio delle sue funzioni di vigilanza e regolamentari (artt. 101 e 102 LISF).

Essa, tramite il CCR predetto comunica al Congresso di Stato i provvedimenti generali e le sanzioni adottati, nonché trasmette a tale organo in via riservata le notizie circa le gravi irregolarità accertate.

Per quanto riguarda la collaborazione con le autorità estere, assai importante per assicurare la trasparenza del mercato finanziario sammarinese nei rapporti internazionali, la LISF (art. 103) prevede la possibilità che la Banca Centrale di San Marino, previa la stipula di accordi di

cooperazione con le competenti autorità estere, possa trasmettere e richiedere documenti e informazioni a tali autorità per l'adempimento delle relative funzioni.

Tali accordi potranno essere conclusi a condizioni che le informazioni comunicate siano protette nel paese estero dal segreto d'ufficio in maniera almeno equivalente a quanto previsto nell'ordinamento sammarinese, lo scambio di informazioni sia finalizzato all'esercizio dell'attività di vigilanza e, in tale ambito, sia utilizzato esclusivamente per l'esame delle condizioni di accesso all'attività, per il controllo, su base individuale e consolidata, delle condizioni di esercizio dell'attività, con particolare riferimento alla vigilanza sulla liquidità, sulla solvibilità, sull'organizzazione amministrativa e contabile e sul controllo interno, per l'applicazione di sanzioni, nell'ambito di un ricorso amministrativo o giurisdizionale contro un provvedimento dell'autorità competente, nell'ambito dell'attività antiriciclaggio e antiterrorismo. Le informazioni fornite non potranno essere diffuse se non previo consenso scritto dell'autorità che le abbia prestate e per le finalità espressamente indicate.

Per quanto riguarda i rapporti con l'autorità giudiziaria, i dipendenti dell'autorità di vigilanza e i gli attuari e revisori contabili da essa delegati per lo svolgimento di attività di indagine contabile sono pubblici ufficiali (art. 104 LISF).Tali soggetti sono vincolati al segreto d'ufficio e, a tutela della stabilità e per evitare turbamenti del mercato, devono riferire esclusivamente all'autorità di vigilanza delle irregolarità riscontrate, anche quando rivestano carattere di reato. Sarà la Banca Centrale, tramite il Coordinamento di Vigilanza, a riferire all'autorità giudiziaria la notizia di reato. In caso di indagini giudiziarie su soggetti autorizzati e promotori finanziari e intermediari assicurativi, il Commissario della Legge potrà servirsi dell'autorità di vigilanza.

Infine, l'autorità di vigilanza collabora con la Segreteria dello Stato per l'industria per la vigilanza sulle società di revisione e i revisori contabili, quando incaricati da soggetti autorizzati, dando anche comunicazione e tale Segreteria delle irregolarità riscontrate.

## 14. I BILANCI

La materia dei bilanci dei soggetti autorizzati è stata oggetto di aggiornamento da parte della LISF.

Gli artt. 29 e seguenti della LISF, dispongono in tema di bilanci dei soggetti autorizzati, prevedendo che essi debbano chiudersi al 31dicembre di ciascun anno ed essere redatti dagli amministratori e approvati dall'assemblea entro il 31 maggio dell'anno successivo.

L'autorità di vigilanza determina in quali casi si debba procedere alla redazione del bilancio consolidato di gruppo.

Il bilancio, stabilisce sempre la legge, sia individuale che consolidato, si compone dello stato patrimoniale, del conto economico e della nota integrativa ed è accompagnato da una relazione degli amministratori sull'andamento della gestione e sulla situazione dell'impresa.

Il bilancio deve essere redatto secondo il principio di chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, finanziaria e il risultato economico dell'esercizio. Nel caso in cui i criteri di redazione previsti dalla legge e dalle norme di attuazione non siano sufficienti a fornire una rappresentazione vera e corretta, nella nota integrativa devono essere inserite le opportune indicazioni complemen-

tari, mentre, se l'applicazione di tali principi non permetta tale rappresentazione, essi devono essere disapplicati, dandone esplicazione nella nota integrativa medesima.

Con riferimento ai soggetti autorizzati, gli schemi di stato patrimoniale e del conto economico e il contenuto della nota integrativa, i criteri per la redazione del bilancio e i criteri di valutazione, le modalità di tenuta delle scritture contabili, sono determinati dall'autorità di vigilanza (art 30 LISF). In particolare, per le banche questo è avvenuto con il regolamento n. 2008-02 e per le imprese di assicurazione con il regolamento n. 2009-01, con riferimento alle imprese di assicurazione che esercitano il ramo vita. Con il regolamento n. 2007-05 si è disposto invece in tema di bilancio delle società di gestione di fondi comuni di investimento e con quello n. 2007-06 in materia di prospetti contabili dei fondi comuni di investimento medesimi.

La legge detta comunque alcuni principi fondamentali da rispettare nella redazione dei bilanci dei soggetti autorizzati: principio di prevalenza della sostanza sulla forma, principio di continuità (anche con riferimento ai criteri di valutazione) fra gli esercizi, principio di competenza, principio di prudenza, principio di raccordo con il sistema contabile, divieto di compensi di partite.

L'art. 33 LISF attribuisce poi all'autorità di vigilanza il potere di determinare i casi in cui un soggetto autorizzato è tenuto ad affidare ad un revisore contabile o a un attuario la redazione di una o più relazioni sul bilancio di esercizio o sul bilancio consolidato, o su uno o più atti od operazioni compiute dai soggetti autorizzati, la funzione di controllo contabile o una o più funzioni collegate con lo svolgimento di attività riservate.

Ciò che è importante sottolineare è come i casi di sottoposizione ad un fondamentale strumento di controllo come la revisione contabile non siano stabiliti dalla legge, ma rinviati all'autorità di vigilanza, la quale gode di un potere discrezionale nel determinare se e quando sottoporre i soggetti autorizzati tale revisione.

Quanto ai requisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza, forma giuridica, che i revisori contabili devono possedere, nonché le modalità di conferimento e di revoca, la durata, e gli obblighi di comunicazione all'autorità di vigilanza, degli incarichi, i doveri e le responsabilità dei revisori, essi sono determinati sempre da tale autorità. La legge prevede comunque espressamente per essi il dovere di ottenere documenti e informazioni dai soggetti autorizzati, potendo anche compiere accertamenti, ispezioni e controlli, di documentare in appositi libri i risultati dell'attività svolta, di osservare il segreto finanziario di cui all'art. 36 LISF, e di informare senza ritardo l'autorità di vigilanza e il collegio sindacale dei fatti ritenuti censurabili.

L'autorità di vigilanza determina inoltre i casi in cui l'incarico di revisione contabile può essere attribuito a soggetti esteri, purché appartenenti paesi che offrano adeguate garanzie di controllo su tali soggetti.

## 15. RETI DISTRIBUTIVE ED OFFERTE FUORI SEDE

Per offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento si intende la promozione e il collocamento fra il pubblico che si svolgano al di fuori dalla sede legale e dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento (art. 24 LISF). Si tratta di un'attività particolarmente rischiosa per il risparmiatore, in quanto esso viene avvicinato in contesti

(nella propria abitazione, in centri commerciali, per strada etc.) estranei a quelli dedicati in via consueta alla conclusione di operazioni di investimento. Sono quindi più facili eventuali frodi e comunque una minore o scarsa considerazione dell'opportunità o della convenienza dell'operazione.

Per questo tale tipo di approccio è considerato con particolare attenzione dai vari ordinamenti, i quali prevedono maggiori obblighi informativi, e la sospensione dell'efficacia del contratto per un tempo necessario affinché il risparmiatore possa esercitare il suo diritto al ripensamento. Questi specifici aspetti sono già stati esaminati nel trattare delle regole di comportamento a cui i soggetti autorizzati devono uniformarsi.

Unitamente a questo, l'ordinamento sammarinese (con un'innovazione introdotta dalla LISF) stabilisce che la predetta attività debba essere esercitata esclusivamente dai soggetti individuati dall'autorità di vigilanza, i quali possono servirsi, per prestare tale attività, solo di dipendenti o di promotori finanziari.

Con quest'ultima espressione l'art. 25 LISF intende le persone fisiche che, in qualità di agenti o mandatari, esercitino professionalmente l'attività di offerta fuori sede. Essi devono essere iscritti ad un apposito registro tenuto dall'autorità di vigilanza sulla base del possesso di specifici requisiti di onorabilità e professionalità che devono essere determinati dall'autorità medesima. Essi sono responsabili in solido, insieme al soggetto che conferisce loro l'incarico, dei danni provocati a terzi.

Procedure semplificate sono previste per l'iscrizione al registro da parte di soggetti stranieri dotati di particolari requisiti.

Rispetto al sistema italiano, bisogna mettere in evidenza la differenza per l'attività fuori sede che sia svolta tramite dipendenti non richieda che il dipendente stesso rivesta la qualifica di promotore finanziario, offrendo così una minore tutela al risparmiatore.

La presentazione o la promozione di contratti di assicurazione o di riassicurazione, la prestazione di assistenza o consulenza finalizzate a tali attività o, se previsto nell'incarico di intermediazione, la conclusione dei relativi contratti o la collaborazione nella gestione o esecuzione degli stessi in caso di sinistri, è riservata in via professionale a soggetti, denominati intermediari assicurativi e riassicurativi, che possono essere persone fisiche o giuridiche, iscritte ad un apposito registro tenuto dall'autorità di vigilanza, che ne determina le modalità di tenuta e i requisiti per l'accesso.

Anche in questo caso, la società di assicurazione sarà responsabile insieme all'intermediario e ai suoi collaboratori e dipendenti, per i danni provocati a terzi.

Con il regolamento n. 2007-02 la Banca Centrale ha dettato le norme relative alla disciplina degli intermediari assicurativi e riassicurativi.

Dalla normativa così descritta risulta che il sistema sammarinese prevede una separazione fra i soggetti che svolgono attività di distribuzione di prodotti e servizi finanziari e quelli che distribuiscono e promuovono prodotti assicurativi e riassicurativi

## 16. LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI

Gli artt. 106 e seguenti LISF prevedono una disciplina specifica per la sollecitazione all'investimento (aggiornando quella preesistente), intendendosi con tale espressione ogni offerta, invito, messaggio promo-

zionale, in qualunque forma rivolti al pubblico, che siano finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari, o altri strumenti di raccolta del risparmio, anche non negoziabili.

Si tratta di una disciplina volta ad offrire una idonea tutela, sotto il profilo della trasparenza dell'informazione e della correttezza dei comportamenti, nei confronti dei risparmiatori, onde evitare che possano essere tratti in inganno da offerte di strumenti finanziari o altre forme di raccolta del risparmio rivolte ad essi in modo standardizzato, così da non poter esercitare un idoneo controllo sull'andamento dell'operazione.

Per questo, la normativa non si applica in caso di offerta di strumenti del debito pubblico dello Stato sammarinese (in quanto garantiti dalla Repubblica e meno rischiosi quindi per i risparmiatori), per la raccolta di depositi bancari senza emissione di strumenti finanziari (in quanto garantiti dalla vigilanza di stabilità sulle banche), per le offerte rivolte ai clienti professionali (in quanto non bisognosi di tutela poiché in possesso di tutte le informazioni necessarie) e a quelle che abbiano ad oggetto un numero di destinatari o di ammontare inferiori a quanto stabilito dall'autorità di vigilanza (perché, avendo in tal caso l'offerta carattere ristretto, manca quella spersonalizzazione nel contatto col risparmiatore che è presupposto per l'applicazione della disciplina).

La tutela accordata al risparmiatore, nella scia di quanto previsto dall'ordinamento italiano e comunitario, si basa sulla obbligatoria pubblicazione di un prospetto informativo, che deve essere preventivamente comunicato e autorizzato dall'autorità di vigilanza. Esso deve contenere le informazioni necessarie perché i risparmiatori possano giungere ad un fondato giudizio sulla situazione attuale e prospettica dell'emittente e sulle caratteristiche e diritti degli strumenti finanziari offerti. L'autorità di vigilanza detta le norme relative alle modalità di svolgimento della sollecitazione per la tutela della parità di trattamento dei risparmiatori, e le relative norme di correttezza.

Lo svolgimento di tale attività, in quanto avvenga fuori sede, è riservata ai soggetti autorizzati alla prestazione del servizio di collocamento.

L'ultimo bilancio dell'emittente e quelli redatti durante la sollecitazione devono essere accompagnati dalla relazione di revisione contabile, e l'autorità di vigilanza avrà poteri di vigilanza informativa e ispettiva sugli emittenti e il loro gruppo. Essa ha inoltre poteri di sospensione e di divieto dell'operazione in caso di violazione delle relative disposizioni.

Prima della pubblicazione del prospetto è vietata la diffusione di annunci pubblicitari relativi all'offerta. Essi dovranno essere redatti secondo le modalità stabilite dall'autorità di vigilanza e in maniera conforme al contenuto del prospetto, nonché essere inviati preventivamente a tale autorità.

Essa potrà inoltre disciplinare le modalità di riconoscimento a San Marino di prospetti approvati dalle autorità di altri stati.

Nel complesso questa disciplina si uniforma a quella vigente nell'ordinamento italiano. In questo, tuttavia, il riconoscimento di prospetti di provenienza comunitaria può, in determinate circostanze, avvenire automaticamente.

Occorre infine rilevare che la relativa disciplina di attuazione da parte dell'autorità di vigilanza sammarinese non stata ancora adottata.

Tuttavia bisogna ricordare che precedentemente all'entrata in vigore della LISF, la disciplina in materia di offerte pubbliche di acqui-

sto e di vendita di valori mobiliari era contenuta negli artt. 7 e 8 della Legge 25 febbraio 1986 n. 247[41]. Tale legge è stata, insieme ad altre, espressamente abrogata dall'art. 157 LISF., il quale tuttavia prevede la perdurante applicazione delle norme cosi abrogate fino al momento dell'adozione dei regolamenti applicativi che dovranno ad esse sostituirsi. Pertanto è a tale disciplina che dovrà farsi riferimento in attesa della piena implementazione della nuova normativa.

## 17. LA DISCIPLINA DELLE CRISI E I SISTEMI DI GARANZIA

Con riferimento alla crisi dei soggetti autorizzati, la disciplina della LISF prevede l'esclusione nei confronti di tali soggetti dell'applicazione della l. n. 17 del 15 novembre 1917, in quanto ad essi saranno applicabili in via esclusiva i procedimenti straordinari di cui agli artt. 77 e seguenti della LISF., cioè l'amministrazione straordinaria, la sospensione degli organi amministrativi e la liquidazione coatta amministrativa (procedura questa introdotta a San Marino dalla LISF).

Tutte queste procedure intervengono quando si verifichino gravi irregolarità nell'amministrazione o gravi violazioni delle disposizioni legislative, regolamentari, statutarie o dei provvedimenti dell'autorità di vigilanza, quando risultino gravi perdite patrimoniali o un grave e perdurante stato di non liquidità, quando risulti una falsità o una grave omissione nella tenuta delle scritture contabili ovvero un'alterazione di tali scritture e, infine, quando sia intervenuta richiesta di scioglimento dagli organi amministrativi o dell'assemblea straordinaria.

Quando i fatti indicati siano di eccezionale gravità, si applicherà la liquidazione coatta amministrativa.

Le procedure indicate, in conformità del resto a quanto previsto anche dall'ordinamento italiano, sottraggono pertanto gli intermediari finanziari autorizzati, in presenza non solo di situazioni che ne mettano in pericolo la solidità patrimoniale ma anche di irregolarità che possano pregiudicarne la corretta gestione e il regolare andamento del mercato, all'applicazione delle ordinarie procedure concorsuali, per sottoporli a procedimenti da svolgersi sotto la direzione dell'autorità di vigilanza. In tal modo si cerca, se possibile, di eliminare le irregolarità riscontrate o di sanare la situazione di difficoltà economica venutasi a creare, ciò che avviene con la procedura di amministrazione straordinaria, la quale prevede, con delibera del Congresso di Stato, sentito il CCR e su proposta dell'autorità di vigilanza., lo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo del

[41] L'art. 8, rubricato "collocamento e offerte pubbliche di acquisto e vendita di valori mobiliari", prevedeva che "ogni operazione di collocamento e di acquisto o vendita mediante offerta al pubblico di azioni, obbligazioni e altri valori mobiliari di ogni specie " dovesse "essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo concernente l'operazione, nonché l'organizzazione, la situazione finanziaria e gestionale e la evoluzione dell'attività dell'emittente, redatto secondo le modalità anche di carattere generale determinate" dall'Ispettorato per il Credito e le Valute, che costituiva l'autorità di vigilanza prima della costituzione della Banca Centrale. Ai sensi del secondo comma dell'articolo, poi, l'Ispettorato aveva anche il potere di stabilire modalità diverse rispetto ai criteri generali con cui rendere pubblica l'offerta. L'art. 8 comma 3 proseguiva, disponendo il divieto di offrire al pubblico i valori mobiliari e di sollecitare rispetto ad essi il pubblico risparmio attraverso pubblicità, comunicazioni postelegrafoniche e visite porta a porta senza l'autorizzazione di cui al precedente art. 7. La sanzione applicata alla violazione del divieto era la nullità dei contratti di sottoscrizione, acquisto e vendita degli stessi valori mobiliari

soggetto autorizzato e la nomina, da parte dell'autorità di vigilanza medesima, di uno o più commissari e di un comitato di sorveglianza, i quali subentrano rispettivamente nei compiti degli organi di amministrazione e di controllo dell'ente, e operano al fine di rimuovere le irregolarità e adottare soluzioni nell'interesse dei clienti. Essi possono, in circostanze eccezionali, sospendere il pagamento di tutte le passività del soggetto autorizzato, e, al termine del loro operato, devono provvedere affinché siano ricostituiti gli ordinari organi di amministrazione. Tale procedura può avere una durata massima di un anno, prorogabile per ulteriori sei mesi.

In casi di assoluta urgenza, l'autorità di vigilanza può inoltre disporre la procedura della sospensione degli organi di amministrazione e di controllo, sostituendoli con un commissario straordinario. Tale procedura non può durare per oltre sessanta giorni, ed è applicabile anche alle succursali sammarinesi di intermediari esteri.

Quando la situazione di irregolarità o di crisi sia irreversibile, si applicherà la liquidazione coatta amministrativa, che tende alla definitiva eliminazione del soggetto autorizzato dal mercato, con il conseguente scioglimento dell'ente. Sulla base di un provvedimento del Congresso di Stato, come quello previsto per l'amministrazione straordinaria, l'autorità di vigilanza, sotto la cui direzione si svolge la procedura, nominerà uno o più commissari liquidatori e un comitato di sorveglianza. Dal momento di insediamento di tali organi, sono sospesi tutti i pagamenti delle passività e le azioni esecutive. I commissari liquidatori dovranno procedere all'accertamento del passivo, alla realizzazione di tutto l'attivo, al riparto fra i creditori, nonché alle necessarie restituzioni e accantonamenti. La procedura di liquidazione coatta amministrativa sarà aperta dall'autorità di vigilanza anche nel caso in cui intervenga la dichiarazione di insolvenza di un soggetto autorizzato.

Questa procedura si applica anche in caso di revoca dell'autorizzazione alle succursali di soggetti autorizzati stranieri.

Per quanto riguarda i sistemi di garanzia, l'art 110 LISF prevede (con un'ulteriore innovazione per l'ordinamento sammarinese) l'istituzione, con decreto reggenziale, di sistemi di garanzia dei depositanti, la cui partecipazione è obbligatoria per le banche sammarinesi e per le succursali di banche estere, salvo che partecipino a sistemi di garanzia stranieri ad esso equivalenti. Tali sistemi di garanzia devono essere gestiti dalla Banca Centrale o da società da questa controllate, ed essere regolati secondo le disposizioni dettate dalla Banca Centrale medesima, per quanto riguarda la loro gestione e finanziamento, i casi e le forme di intervento, i contributi delle banche partecipanti, le sanzioni, i limiti di rimborso, le caratteristiche dei depositi da garantire, le comunicazioni ai clienti, il coordinamento con le norme di in tema di amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa.

In assenza di un provvedimento istitutivo, non ancora intervenuto, questo importante strumento di tutela per i depositanti non è finora stato attuato. Si tratta di una consistente lacuna nel panorama normativo relativo alle banche sammarinesi, che da questo punto di vista, si collocano al di sotto degli standard previsti negli ordinamenti dei paesi comunitari.

## 18. IL SEGRETO BANCARIO

Uno degli elementi caratterizzanti l'ordinamento finanziario

sammarinese è costituito dalla disciplina del segreto bancario, caratterizzato da una notevole ampiezza e dalla previsione a livello legislativo, nell'art. 36 LISF, che ha esteso questo obbligo a tutti i soggetti autorizzati.

Ciò che caratterizza questo istituto, che viene ricondotto dalla dottrina nell'ambito dei diritti di libertà, non è però il fatto di trovare la sua fonte (a differenza di quanto avviene nell'ordinamento italiano, dove esso viene generalmente ricondotto ad una fonte consuetudinaria o al generale dovere di correttezza precontrattuale e nell'esecuzione delle obbligazioni) in un'espressa previsione legislativa, poiché ciò avviene anche nella maggior parte degli ordinamenti europei, quanto la sua assai ampia estensione.

I relativi limiti al segreto bancario (che si dovrebbe più correttamente definire finanziario, data la sua applicazione all'attività di tutti i soggetti autorizzati di cui alla LISF, e non solo alle banche) sono previsti dall'art. 36 stesso.

Esso innanzitutto stabilisce che esso ha ad oggetto il divieto per i soggetti autorizzati di rivelare ai terzi i dati e le notizie acquisite nell'esercizio delle attività riservate. Esso vincola i componenti degli organi sociali, i dirigenti, tutti i dipendenti e collaboratori, attuari, revisori contabili, consulenti esterni, procuratori, liquidatori e commissari, nonché promotori finanziari, intermediari e agenti e le persone fisiche appartenenti come componenti degli organi e dipendenti alle società a cui siano state esternalizzate varie funzioni dai soggetti autorizzati.

Con riferimento all'opponibilità del segreto bancario, l'art. 36 comma 5 prevede che esso non potrà essere opposto all'autorità giudiziaria penale, con obbligo da parte di questa di mantenere i relativi dati rigorosamente segreti in fase di istruttoria, e all'autorità di vigilanza, nell'esercizio delle funzioni antiterrorismo e antiriciclaggio.

Inoltre, viene specificato che non costituisce violazione del segreto bancario la diffusione di dati e notizie:

- quando essa avvenga dietro consenso scritto del soggetto interessato per uno specifico fine a un destinatario determinato,
- quando i dati e le notizie provengano da pubblici registri e siano accessibili a tutti,
- la comunicazione a terzi sia necessaria per adempiere alle obbligazioni nascenti dal contratto con l'interessato, o sia conseguenza della risoluzione del contratto per inadempienza di questi,
- quando il soggetto tenuto al segreto bancario sia convenuto in un giudizio civile o imputato in processo penale, nei limiti utili per la sua difesa,
- la comunicazione sia essenziale ai fini della prestazione dell'attività di riassicurazione
- sia finalizzata alla prestazione dei servizi relativi alla centralizzazione dei rischi (introdotti anch'essi dalla LISF) e delle informazioni sui protesti.

Inoltre, previa autorizzazione del Commissario della legge, hanno diritto ad ottenere informazioni in deroga al segreto bancario e anteriori alla loro nomina, l'erede, il procuratore del concorso, il tutore e il curatore in caso di morte, procedura concorsuale, interdizione o inabilitazione dell'interessato.

A conferma dell'importanza riconosciuta al segreto bancario, viene espressamente stabilito il compito della Banca Centrale di vigilare sulla sua osservanza. Tuttavia, non costituirà violazione del segreto la comunicazione di informazioni a tale autorità, nell'esercizio della funzione di vigilanza. Tali informazioni saranno comunque protette dal segreto d'ufficio che grava sull'autorità medesima

Inoltre, la violazione del segreto bancario costituisce un vero e proprio reato, sanzionato penalmente a norma dell'art. 139 LISF.

Ciò che costituisce, comunque, uno dei punti più scottanti della disciplina del segreto bancario sammarinese riguarda comunque la opponibilità di tale segreto nei confronti delle indagini penali condotte da autorità straniere, soprattutto quando riguardino fatti qualificati nel paese d'origine come evasione fiscale.

Infatti, come ricordato, il segreto bancario è inopponibile nei confronti dell'autorità giudiziaria penale. Tuttavia, affinché le notizie coperte da tale segreto possano essere comunicate nell'ambito di indagini condotte dall'autorità giudiziaria di un paese estero, occorre che ne venga fatta richiesta mediante l'apposita procedura denominata "rogatoria internazionale" e regolata sulla base di apposite convenzioni bilaterali con i paesi interessati.

Per quanto riguarda l'Italia, la materia è regolata dalla Convenzione di amicizia e buon vicinato del 1939, in base alla quale l'esecuzione di una rogatoria (da avanzarsi previa indicazione della imputazione per cui si sta procedendo ed esposizione sommaria dei fatti su cui essa è fondata) potrà essere rifiutata quando il suo contenuto non rientri nelle attribuzioni dell'autorità giudiziaria dello Stato a cui è rivolta. Ciò significa che la rogatoria potrà essere accolta solo per i fatti che costituiscono reati in entrambi i paesi.

A questo proposito, molti dei reati in materia tributaria e fiscale previsti dall'ordinamento italiano non sono contemplati come reati in quello sammarinese, come il falso in bilancio e l'evasione fiscale.

Infatti, con il provvedimento del Consiglio del 29 gennaio 1986 l'art. 389 del codice penale sammarinese è stato modificato, così da prevedere la punibilità del relativo reato solo a condizione che l'ammontare dell'evasione sia almeno pari a 12.911,42 euro per ciascuna operazione, oppure a 129.114,22 euro per periodo d'imposta e che gli organi tributari abbiano accertato in via definitiva il superamento di tali soglie. In mancanza di tale accertamento, l'evasione fiscale è un semplice illecito amministrativo Ciò comporta per l'autorità italiana la impossibilità di ricevere informazioni quando le violazioni per cui si proceda non rispettino le predette condizioni, con una situazione di forte opacità.

Inoltre, in virtù dell'accordo con l'Unione Europea, sottoscritto a Bruxelles il 7 dicembre 2004 (il cosiddetto Accordo Ecofin), che prevede misure equivalenti a quelle di cui alla direttiva CEE n. 2003/48 sulla tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di interessi, San Marino ha inserito nella legge n. 81/2005 la previsione in base alla quale, rispetto ai redditi qualificati come interessi e generati nella Repubblica, con riferimento espresso alle persone fisiche (ciò che lascia aperto il dubbio per quanto riguarda i redditi a favore di persone giuridiche) residenti in uno dei Paesi UE, l'agente pagatore sammarinese verserà allo Stato di San Marino una ritenuta su tali redditi pari al 15% fino al luglio 2008, al 20% fino al luglio 2011 e, da tale momento in poi, pari al 35%.

Di tale importo, il 25% sarà trattenuto nelle casse della Repubblica di San Marino, e il restante 75% versato allo Stato membro di residenza del beneficiario effettivo. In tal modo, la Repubblica di San Marino potrà esimersi dal comunicare alle autorità di tale Stato i dati relativi ai soggetti percipienti i relativi redditi, e mantenere così il segreto bancario sul punto.

Occorre tuttavia ricordare che la previsione di una siffatta normativa (che si applica, fra l'altro, solo ai redditi costituiti da interessi in

senso stretto, e non ai proventi, ad es, come i dividendi, provenienti da capitale di rischio) non elimina l'obbligo per il soggetto percipiente il relativo reddito di farne comunque denuncia in sede fiscale nel proprio paese d'origine, se previsto dalla relativa legislazione, come quella italiana, e quindi tale soggetto potrebbe comunque, nonostante il versamento della predetta ritenuta, incorrere in un reato fiscale all'interno del proprio paese.

Occorre, infine, comunque ricordare che la normativa sammarinese in tema di segreto bancario è divenuta di recente sempre più oggetto di critica a livello internazionale, nell'ambito della lotta ai cd. paradisi fiscali, cioè ai quei paesi che, per la disciplina particolarmente rigida in tema di inopponibilità del segreto bancario nei confronti delle autorità tributarie estere o assai favorevole in materia fiscale, sono considerati come corresponsabili della crisi finanziaria ed economica globale o, quantomeno, di un suo possibile aggravamento.

La materia è pertanto oggetto di un serrato dibattito che lascia prevedere una modifica dell'attuale assetto normativo in senso assai più restrittivo.

In proposito, occorre ricordare come, con riferimento all'osservanza dello standard 26 dell'OCSE adottato nel 2005 (che riguarda lo scambio reciproco di informazioni in materia fiscale fra le autorità di diversi paesi, senza la possibilità di opporre alla relativa richiesta la violazione del segreto bancario), la Repubblica di San Marino sia stata inserita invece all'interno della grey list predisposta in occasione dell'incontro del G20 dell'aprile 2009 a Londra. Tale lista comprende l'elenco dei paesi che si sono impegnati ad osservare, pur non avendo provveduto ad una effettiva e piena applicazione, l'obbligo alla cooperazione mediante scambio di informazioni in materia finanziaria a livello internazionale, come ad esempio Andorra, Monaco, Liechtenstein, Austria, Belgio, Svizzera e Lussemburgo. L'inserimento nella grey list, che ha scongiurato il pericolo dell'iscrizione in un'eventuale black list, comprendente i paesi assolutamente non cooperativi, è avvenuto a seguito della lettera inviata dal Segretario di Stato per gli Affari Esteri all'OCSE il precedente 24 marzo e che assicurava tale impegno.

Tale art. 26 OCSE, in tema di scambio di informazioni, in base alla dichiarazione congiunta firmata in calce all'accordo di cooperazione economica italo-sammarinese del 31 marzo 2009, dovrà inoltre essere inserito quanto prima nella convenzione sulla doppia imposizione fra Italia e San Marino del 21 marzo 2002 .

## 19. LA DISCIPLINA ANTIRICICLAGGIO

Per quanto riguarda la disciplina antiriciclaggio, la Repubblica di San Marino ha recentemente approvato la l. n. 92 del 17 giugno 2008, con la quale sono state introdotte nell'ordinamento sammarinese norme in materia conformi alle principali raccomandazioni previste dal GAFI (Gruppo di Azione Finanziario contro il Riciclaggio di denaro) e per uniformare la propria disciplina a quanto previsto dalle principali direttive europee.

La Repubblica di San Marino, infatti, pur non aderendo a tale organismo internazionale (che è l'unico soggetto ad occuparsi in modo esclusivo e specialistico di tale materia, e che ha elaborato nel 1990 le c.d. 40 raccomandazioni, aggiornate da ultimo nel 2003, che offrono un insieme completo di misure antiriciclaggio che ogni paese aderente deve attuare), è membro del Moneyval del Consiglio d'Europa, istituito nel 1997

con il fine di svolgere auto e mutue valutazioni dei paesi membri del Consiglio d'Europa (o candidati del Consiglio d'Europa) e non facenti parte del GAFI (Gruppo di Azione Finanziario contro il Riciclaggio di denaro), in modo da assicurare che essi si adeguino agli standard internazionali.

In proposito, il testo della nuova legge prevede innanzitutto, in conformità a quanto previsto dalle linee guida internazionali, l'istituzione presso la Banca Centrale di San Marino dell'Agenzia di Informazione Finanziaria (AIF), come Unità di Informazione Finanziaria destinata alla gestione delle segnalazioni di operazioni sospette indicata nelle 40 raccomandazioni. Essa ha l'obbligo di collaborare con i corrispondenti organismi di paesi esteri e deve esercitare le seguenti funzioni: a) ricevere le segnalazioni provenienti dai soggetti designati; b) svolgere indagini finanziarie sulle segnalazioni ricevute o, anche d'iniziativa, sul complesso di dati e informazioni di cui dispone; c) segnalare all'Autorità giudiziaria penale i fatti che potrebbero costituire riciclaggio o finanziamento del terrorismo; d) emanare istruzioni relative alla prevenzione e al contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo; e) vigilare sul rispetto degli obblighi della legge e delle relative istruzioni emanate dall'Agenzia; f ) partecipare agli organismi nazionali e internazionali impegnati nella prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo; g) promuovere e partecipare alla formazione professionale del personale di polizia in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

Al fine di adempiere a tali funzioni la medesima legge con l'art. 5 attribuisce all'Agenzia diversi poteri: a) ordinare ai soggetti designati l'esibizione o la consegna di documenti, anche in originale, o la comunicazione di dati e informazioni, secondo le modalità e nei termini da essa stabiliti; b) chiedere alla Banca Centrale e alle Amministrazioni pubbliche la comunicazione di dati o informazioni o l'esibizione o la consegna di atti o documenti secondo le modalità e nei termini stabiliti dall'Agenzia; c) eseguire ispezioni presso i soggetti designati. Se il soggetto designato per l'adempimento degli obblighi previsti dalla presente legge si avvale di soggetti esterni, le ispezioni possono essere eseguite anche presso tali soggetti; d) disporre il blocco di beni, fondi o altre risorse economiche qualora vi sia un fondato motivo di ritenere che tali beni, fondi o risorse provengano dal misfatto di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo o possano essere impiegati per commettere tali misfatti; e) sospendere, anche su richiesta dell'Autorità giudiziaria penale, per un massimo di cinque giorni lavorativi, sempre che ciò non pregiudichi il corso delle indagini, operazioni sospette di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo; f ) assumere sommarie informazioni dalle persone che possono riferire circostanze utili ai fini delle indagini relative ai misfatti di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, nonché ai reati e alle violazioni amministrative previsti dalla legge.

Nel caso in cui, esercitando le proprie funzioni, l'Agenzia rilevi fatti che potrebbero costituire riciclaggio o finanziamento del terrorismo trasmette i relativi documenti e atti senza ritardo all'autorità giudiziaria.

Tutti i dati e le informazioni in possesso dell'Agenzia sono coperti da segreto d'ufficio anche nei confronti delle altre amministrazioni pubbliche, ad esclusione dei casi di comunicazione o scambio di informazioni previsti dalla legge stessa. Viene, di seguito, precisato che il segreto d'ufficio non è tuttavia opponibile all'autorità giudiziaria penale.

La nuova legge "antiriciclaggio" disciplina anche le ipotesi di collaborazione tra la Banca Centrale e l'Agenzia: in particolare è previsto che quando la prima, vigilando sui soggetti finanziari, rilevi violazioni della

legge o fatti che potrebbero integrare o essere correlati al riciclaggio o al finanziamento del terrorismo ne informa per iscritto la stessa Agenzia senza ritardo.

La medesima collaborazione è prevista anche quando è l'autorità giudiziaria a rilevare fatti potenzialmente correlati al riciclaggio o al finanziamento del terrorismo, in tale caso essa ne darà comunicazione all'Agenzia.

La nuova normativa prevede obblighi di adeguata verifica della clientela per i soggetti finanziari e non finanziari (come i co-Trustee) e i professionisti per l'instaurazione di rapporti continuativi e per le operazioni di importo superiore a 15.000 euro. Deve essere identificato anche il titolare effettivo del rapporto o operazione, con una differenziazione di tali obblighi in ragione della tipologia di clientela, dovendosi nei casi più gravi di "persone esposte politicamente" richiedere l'autorizzazione del Direttore generale dell'intermediario per l'apertura di nuovi rapporti. Qualora il cliente sia un altro intermediario autorizzato, una società quotata in un mercato regolamentato o una amministrazione pubblica non sarà necessaria alcuna verifica.

Viene inoltre introdotto il divieto di tenere conti anonimi o con intestazioni fittizie e limitato l'uso del contante e dei titoli al portatore entro la soglia dei 15.000 euro.

La legge si compone di otto titoli, di cui il titolo IV disciplina le misure per contrastare, prevenire e reprimere il finanziamento del terrorismo, con la possibilità per il Congresso di Stato di adottare misure restrittive, come il congelamento di fondi dei soggetti indicati nelle risoluzioni del Consiglio di Sicurezza dell'ONU. Il titolo V si occupa del ruolo delle forze di polizia nell'attività antiriciclaggio, il titolo VI prevede sanzioni penali, amministrative e civili, il titolo VII prevede modifiche alla disciplina penale previgente, per quanto riguarda la repressione di fatti che costituiscono secondo gli standard internazionali presupposti per il riciclaggio, si espande l'ipotesi della c.d. confisca per equivalente, e si disciplina l'estradizione in casi di riciclaggio, così da migliorare la cooperazione internazionale. Tra le varie modifiche, vanno ricordate quelle relative allo Statuto della Banca Centrale, al fine di permettere l'istituzione e il funzionamento dell'AIF. Infine, vengono modificate le norme in tema di assemblee della società anonima, per garantire il rispetto degli standard di informazione internazionali. Il titolo VIII contiene infine disposizioni transitorie e finali. Il rispetto degli standard internazionali in materia antiriciclaggio è particolarmente importante, in materia finanziaria anche perché gli intermediari appartenenti a paesi ritenuti pienamente affidabili sotto tale profilo, possono godere di procedure semplificate nei rapporti con intermediari di altri paesi. Infatti, qualora un intermediario finanziario riceva la richiesta di sottoscrivere un contratto con un intermediario estero per conto di un cliente di quest'ultimo, non sarà necessario procedere agli accertamenti antiriciclaggio riguardo a tale cliente qualora siano già stati adempiuti dall'intermediario richiedente (in Italia ciò avviene in base all'art. 25 del d. legisl. n. 231 del 21 novembre 2007).

A questo proposito, con decreto del Ministro italiano dell'Economia del 12 agosto 2008, San Marino, non avendo ottenuto una valutazione pienamente positiva da parte di Moneyval, non è stato inserito nell'elenco dei paesi pienamente virtuosi sotto il profilo della disciplina antiriciclaggio, con l'esclusione così della possibilità di applicare la norma di cui al d. legis. 231/2007 citato, nei rapporti con gli intermediari italiani.

In proposito, una nuova valutazione da parte di Moneyval è

intervenuta al termine del 2008, con il secondo rapporto sulla Repubblica di San Marino. In particolar modo, in questo secondo rapporto, si è rilevato che diversi e significativi progressi sono stati attuati, soprattutto a livello regolamentare, rispetto al primo rapporto di Moneyval, risalente al luglio 2008, che si era concluso con la sottoposizione di San Marino ad ulteriore periodo di osservazione, non potendosi giungere ad un giudizio definitivo data la circostanza che la citata legge n. 91/2008 non era ancora entrata in vigore, né erano stati adottati i numerosi regolamenti attuativi necessari per una piena applicazione della normativa..

A tale proposito, il rapporto ha rilevato come, oltre alla definitiva entrata in vigore della citata legge, molti significativi passi avanti siano stati compiuti attraverso l'introduzione di numerosi provvedimenti attuativi. In particolar modo sono stati approvati dal Congresso di Stato i decreti delegati n. 135, 136, 137, 138 del 31 ottobre 2008, rispettivamente in materia di istituzione dell'AIF; norme transitorie sui libretti al portatore, amministrazione e custodia delle risorse sottoposte a sequestro, trasporto transfrontaliero di denaro e strumenti assimilati.

Inoltre il Congresso di Stato ha adottato le decisioni n. 2 e n. 3 del 6 ottobre 2008, in materia di implementazione delle misure adottate dal Consiglio di Sicurezza delle Nazioni Unite contro Al Qaida, i Talebani e l'Iran, e ha provveduto alla nomina del Direttore e Vicedirettore dell'AIF, che ha iniziato ufficialmente la sua attività il 24 novembre 2008.

Infine, sono state adottate numerose decisioni da parte del Direttore Generale della Banca Centrale (.n. 2/2008 del 4 luglio, in materia di procedure rafforzate per i soggetti residenti in paesi sotto osservazione del FATF) e del Direttore dell'AIF (n. 2008/3, 2008/4 e 2008/5 del 24 novembre 2008, in tema rispettivamente di identificazione delle transazioni critiche, misure in tema di trasferimento elettronico di fondi e misure operative e adempimenti procedurali).

Nonostante tale implementazione a livello normativo, che sicuramente ha portato la Repubblica a compiere significativi passi avanti verso la piena attuazione di un efficiente sistema antiriciclaggio, Moneyval ha ritenuto che il carattere estremamente recente di tale introduzione non permetta di giungere ad una valutazione definitiva in senso positivo dell'ordinamento sammarinese, e ha deciso di sottoporre tale ordinamento ad una successiva verifica, che dovrà intervenire nel settembre 2009.

Inoltre, il rapporto ha sottolineato la perdurante presenza di alcuni aspetti che ancora necessitano di implementazione e precisamente l'effettiva autonomia e le reciproche relazioni fra l'AIF e la Banca Centrale, la comunicazione all'AIF di tutti i dati riguardanti il divieto di importazione di somme superiori a 10.000 euro, la perdurante possibilità di aprire libretti di risparmio al portatore, nonostante entro il limitato importo di 15.000 euro, la mancata ratifica della convenzione europea in tema di estradizione, l'effettiva capacità dell'AIF di scambiare efficacemente informazioni con le corrispondenti autorità di altri paesi, soprattutto per quanto riguarda la previsione della necessaria autorizzazione da parte dell'autorità giudiziaria sammarinese allo scambio di informazioni, qualora sia iniziata una procedura giudiziaria a livello internazionale.

A seguito di tale valutazione l'AIF ha provveduto ad emanare l'istruzione n. 2-2009 del 2 febbraio dello stesso anno, con la quale si chiarisce che, in conformità a quanto previsto dall'art. 150 LISF che prevede la prevalenza della normativa in materia di antiriciclaggio su quella in tema di segreto bancario, la comunicazione ad un intermediario estero dei dati relativi ad un cliente da parte di un soggetto autorizzato sammarinese, in

adempimento delle prescrizioni antiriciclaggio, non costituisce violazione delle norme in tema di segreto bancario. Con questa disposizione, si è voluto probabilmente anche far fronte ad una grave conseguenza derivante dall'esito non pienamente positivo della verifica effettuata da Moneyval, cioè la circolare della Banca d'Italia del 30 dicembre 2008, con la quale si classificavano le banche sammarinesi fra quelle extra UE, con tutte le conseguenti ricadute in termini pratici.

Tale circolare è stata comunque successivamente superata da quella successiva (datata 20 marzo) della Banca d'Italia riguardante San Marino e indirizzata all'Abi, con la quale al fine di agevolare l'attività di identificazione della clientela sammarinese da parte degli intermediari italiani Banca d'Italia dà il suo nulla osta all'istituzione presso la BCSM di un apposito data-base nel quale verranno inseriti i dati relativi alla clientela degli operatori bancari e finanziari sammarinesi e dei quali la stessa BCSM diverrebbe garante nei confronti delle banche richiedenti italiane.. Il sistema sammarinese rimane così, per l'Italia, nel 'circuito domestico', nonostante che i soggetti sammarinesi siano residenti in un Paese extra Unione Europea.

L'istruzione dell'AIF sammarinese precedentemente citata si ricollega anche alla Raccomandazione interpretativa dell'art. 36 LISF in tema di segreto bancario, emanata dal Direttore generale della Banca Centrale in data 30 gennaio 2009, in base al potere di interpretazione di detta legge previsto dall'art. 40 della legge stessa. Con tale Raccomandazione si ritiene che la comunicazione di dati relativi ad un cliente rivolta ad un intermediario estero, su richiesta di questi, per l'adempimento degli obblighi antiriciclaggio vigenti nel proprio paese, al fine di effettuare una o più operazioni nell'interesse del cliente, non costituisca violazione del segreto bancario, in quanto rientra nella previsione di cui alla lett. c) dell'art. 36 LISF., per la quale non viola il segreto la comunicazione di dati necessaria per dar corso a quanto richiesto dal cliente. In mancanza di tale presupposto della "necessità", le relative informazioni potranno comunque essere fornite a seguito di autorizzazione scritta del cliente, ai sensi della lett. a) del citato art. 36.

A questi provvedimenti dovranno aggiungersi quelli in corso di adozione riguardanti una nuova legge in materia di rogatorie internazionali, di intercettazioni telefoniche e fondazioni ed enti non profit, i cui testi base sono in corso di preparazione da parte del Segretario di Stato alla Giustizia, al fine di colmare tutte le lacune evidenziate all'interno del rapporto Moneyval.

## 20. I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Una importante novità per l'ordinamento sammarinese è stata introdotta dalla LISF con riferimento alla possibilità di istituire fondi comuni di investimento di diritto interno. Precedentemente, infatti, pur potendosi commercializzare nella Repubblica di San Marino quote di fondi comuni di investimento di diritto estero, non era consentita la possibilità di creare fondi comuni di investimento sammarinesi.

Con questa previsione viene compiuto un ulteriore significativo sforzo verso la trasformazione del sistema finanziario sammarinese da un modello basato prevalentemente sulla distribuzione di prodotti finanziari esteri ad un approccio orientato verso la produzione diretta di strumenti finanziari, e quindi verso una maggiore specializzazione e sofisticazione degli intermediari.

La principale fonte normativa di questo istituto è rappresentata dagli artt. 70 e seguenti della LISF, integrati da specifici regolamenti di attuazione della Banca Centrale.

Gli articoli della legge, infatti, si limitano ad affermare che gli aspetti salienti della disciplina dei fondi comuni di investimento (definiti dall'art. 1, lett. p, LISF, come" patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte; il patrimonio può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote"), e riguardanti, fra le altre cose, le modalità di deposito e subdeposito del patrimonio, i metodi di calcolo del valore delle quote e delle componenti del patrimonio, le procedure di controllo interno, le regole di comportamento con gli investitori, le tipologie di fondi comuni per categorie di beni investiti e di investitori, modalità di partecipazione e forma del fondo, criteri di redazione del regolamento del fondo e relative procedure di approvazione da parte dell'autorità di vigilanza, siano stabiliti dall'autorità di vigilanza medesima.

La legge, pertanto, si limita a stabilire che la istituzione, promozione, organizzazione e gestione di organismi di investimento collettivo del risparmio, di tipo tradizionale e non tradizionale (cioè destinati a clienti professionali o che utilizzino tecniche non tradizionali di gestione) costituisce attività riservata, da esercitarsi in via esclusiva da parte di soggetti denominati "società di gestione". Essa inoltre prevede l'obbligatoria separazione del patrimonio del fondo (o comparto del fondo stesso) rispetto al patrimonio del gestore, dei partecipanti, e di ogni altro fondo o comparto. Su di esso sono pertanto escluse le azioni dei creditori di tali soggetti, nonché del depositario o subdepositario, mentre quelle dei partecipanti sono limitate all'ammontare della loro quota (art. 73 LISF).

La legge inoltre prevede la necessaria presenza di una banca depositaria, i cui requisiti, attività e doveri di informazione nei confronti della Banca Centrale sono stabiliti dall'autorità di vigilanza (art. 71), così come impone ai vari soggetti coinvolti (promotore e gestore del fondo, banca depositaria) di agire in maniera indipendente e nell'interesse dei partecipanti, assumendo inoltre in solido nei loro confronti la responsabilità del mandatario (art. 70, LISF).

Come si vede, anche in questo caso, la determinazione della disciplina viene in concreto lasciata all'autorità di vigilanza, nell'ambito di un processo di ampia delegificazione.

In proposito tale autorità ha provveduto con l'adozione di diversi regolamenti: il regolamento n. 2006-03, successivamente modificato, che disciplina lo svolgimento dei servizi di investimento collettivo, i regolamenti n. 2007-05 e n. 2007-06, rispettivamente in tema di redazione del bilancio di esercizio delle società di gestione e di prospetti contabili dei fondi comuni di investimento, e il regolamento n. 2007-08 in materia di segnalazioni di vigilanza dei fondi comuni di investimento e delle relative società di gestione.

In particolar modo il regolamento n. 2006-03, oltre a prevedere le norme relative alle società di gestione del risparmio per quanto riguarda i requisiti e le procedure di rilascio dell'autorizzazione, la vigilanza prudenziale, informativa e ispettiva, e le disposizioni in tema di banca depositaria, individua le diverse tipologie di fondi comuni di investimento, distinguendo fra fondi aperti e fondi chiusi, fondi destinati alla generalità del pubblico, fondi riservati, fondi alternativi e fondi garantiti.

All'interno di tali diverse tipologie di carattere generale, il regolamento individua poi i fondi di tipo UCITS III, i fondi aperti non di tipo

UCITS III destinati alla generalità del pubblico, i fondi chiusi destinati alla generalità del pubblico, i fondi riservati a clienti professionali e i fondi alternativi (nella prassi denominati hedge fund).

In proposito per "fondi di tipo UCITS III" si intendono i fondi comuni di investimento aperti di diritto sammarinese il cui regolamento di gestione disciplina l'attività di investimento in modo conforme alle disposizioni della direttiva comunitaria 85/611/CEE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Undertaking for the Collective Investment of Transferable Securities – UCITS), così come successivamente modificata e integrata dalle direttive 88/220/CEE, 95/26/CE, 2000/64/CE, 2001/107/CE e 2001/108/CE. Tali fondi possono quindi equipararsi ai fondi comuni di investimento "armonizzati" previsti dall'ordinamento italiano. Tuttavia, non appartenendo ad un paese comunitario non possono essere oggetto di offerta e libera circolazione in tutto il territorio dell'Unione Europea secondo il principio del mutuo riconoscimento. Possono essere tuttavia offerti anche in Italia, pur nel rispetto di determinate condizioni e possono essere oggetto di investimento anche da parte di investitori istituzionali.

I fondi aperti non di tipo UCITS III, hanno limiti agli investimenti meno stringenti rispetto a quelli indicati in precedenza, e pertanto gli investitori istituzionali trovano limitazioni all'investire in tali fondi.

I fondi chiusi destinati al pubblico hanno la caratteristica, rispetto ai fondi aperti, di non permettere il rimborso delle quote a semplice richiesta del partecipante, ma tale facoltà può essere esercitata solo al momento della scadenza del fondo o a scadenze predeterminate. Per questo, non avendo marcate esigenze di liquidità, possono investire anche in strumenti finanziari meno liquidi rispetto ai fondi aperti e anche, se destinati al pubblico generalizzato, in diritti di credito e in immobili o diritti immobiliari.

I fondi (aperti o chiusi) riservati ai clienti professionali possono, per la loro maggiore rischiosità, essere invece sottoscritti soltanto da persone fisiche o giuridiche che per la loro professionalità o esperienza in materia di investimenti non necessitino della tutela destinata al comune investitore. Tali soggetti sono individuati dall'art. 1 del regolamento n. 2006-03[42]. A tale tipologia di fondi non si applicherà pertanto la disciplina in tema di sollecitazione all'investimento, che invece è obbligatoria per i fondi destinati al pubblico. Tali fondi riservati possono inoltre investire anche in beni mobili, diversi dai beni di consumo, aventi un mercato e suscettibili di avere una valutazione determinabile con certezza almeno ogni 6 mesi.

[42] Esso comprende: i soggetti autorizzati ad esercitare una o più attività riservate ai sensi della LISF; i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le medesime attività; società emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati; società che soddisfino almeno due dei seguenti requisiti: totale dell'attivo di bilancio superiore a venti milioni di euro, fatturato superiore a quaranta milioni di euro, patrimonio netto superiore a due milioni di euro; Stati, banche centrali, istituzioni internazionali e sopranazionali; persone fisiche che chiedano espressamente di essere considerate clienti professionali a condizione che documentino almeno una delle seguenti circostanze: possedere liquidità e strumenti finanziari liberamente disponibili per un ammontare complessivo superiore a cinquecentomila euro, avere una specifica competenza in materia di mercati e strumenti finanziari maturata attraverso esperienza professionale, didattica, operativa di almeno un anno; le persone giuridiche che chiedano espressamente di essere considerate clienti professionali, a condizione che il loro rappresentante legale rientri nella categoria precedente.

Infine i fondi alternativi (anch'essi aperti o chiusi), possono essere sottoscritti da qualsiasi investitore[43] o avere carattere riservato, e possono investire anche in diverse tipologie di beni e derogare alle regole prudenziali previste per le altre tipologie di fondi, come utilizzare la leva finanziaria, effettuare vendite allo scoperto, investire in strumenti derivati o in beni privi di un mercato ufficiale[44].

I fondi comuni di investimento sammarinesi possono poi essere "garantiti", quando un rendimento minino o la restituzione del capitale siano garantiti mediante convenzione con una banca o compagnia di assicurazione.

Infine, i fondi comuni di investimento sammarinesi si caratterizzano per il trattamento fiscale, previsto dalla l. n. 4 del 15 gennaio 2007, per cui non sono soggetti alle imposte sui redditi, alle plusvalenze derivanti da immobili siti in territorio sammarinese si applicano le disposizioni in tema di imposte generali sui redditi, i proventi e le plusvalenze derivanti dalla partecipazione a fondi comuni di investimento percepiti da soggetti diversi dalle società non sono soggetti all'imposta sui redditi, mentre lo sono quelli dalle società, che concorrono a formare il reddito d'impresa senza essere soggetti a ritenute alla fonte. Le società di gestione sono soggette alle imposte sui redditi con un'aliquota proporzionale del 12%.

## 21. IL TRUST

Un ultimo istituto che merita di essere ricordato, recentemente introdotto nell'ordinamento sammarinese con la l. n. 37 del 17 marzo 2005, e dalla l. n. 38, sempre con la stessa data, per quanto riguarda la disciplina fiscale, è il Trust.

Con questo termine si indica un patrimonio separato destinato a uno scopo specifico o a particolari beneficiari. Ciò che caratterizza

---

[43] Tali fondi alternativi potranno essere rivolti al pubblico solo quando

a) investano almeno l'85 per cento del totale delle attività in altri OIC e la restante parte in strumenti finanziari o depositi bancari, salva la possibilità di detenere liquidità per esigenze di tesoreria. Inoltre, gli investimenti in parti di oic devono perseguire una adeguata diversificazione: a tal fine, l'investimento in uno stesso OIC non può essere superiore al 10 per cento del totale delle attività;

b) presentino un profilo di rischio non elevato, in base ai parametri (quali, a titolo indicativo, volatilità, leva finanziaria, VaR, utilizzo di strumenti finanziari derivati, diversificazione delle strategie di investimento degli OIC target) esplicitati nel regolamento di gestione, tenuto conto dell'oggetto e delle strategie di investimento.

[44] Essi potranno, pertanto, (in deroga all'art. 79 regolamento n. 2006-03)

a) vendere allo scoperto strumenti finanziari;

b) concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in via regolamentare in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari;

c) investire in strumenti finanziari emessi dalla SG che ha istituito o che gestisce il fondo;

d) acquistare, direttamente o indirettamente, strumenti finanziari non quotati da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SG, o da una società del gruppo cui la SG appartiene;

e) cedere, direttamente o indirettamente, strumenti finanziari non quotati ai soggetti indicati alla lettera precedente;

f) investire in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto crediti ceduti da soci della SG, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore complessivo netto del fondo.

Nel caso di fondi alternativi non riservati, la deroga potrà riguardare solo il divieto di cui alla lett. a).

il Trust è la figura del Trustee, il quale è titolare di tale patrimonio, ma non nell'interesse proprio, bensì di tali destinatari o dello scopo su indicato.

Il patrimonio dunque appartiene al Trustee, il quale però se ne avvale, come titolare, in qualità di soggetto che agisce esclusivamente per tutelare interessi altrui. Il Trustee pertanto non può trarre vantaggi patrimoniali, a sé o ad altri, né direttamente né indirettamente, per effetto del suo ufficio, salvo l'eventuale compenso.

I beni in Trust appartengono al Trustee che ne è titolare con una finalità: il "vincolo di destinazione" che ha quale effetto la "separazione patrimoniale", principi su cui fa perno l' istituto. Tale separazione consegue alla stipulazione dell'atto istitutivo del Trust (che può avvenire per atto scritto o mortis causa) e all'avvenuta pubblicità, mediante l'iscrizione in un apposito registro dei Trust.

Elementi essenziali del Trust sono quindi:

- il "disponente", che deve avere capacità giuridica, il quale trasferisce la proprietà di determinati suoi beni al Trustee, attribuendo allo stesso il potere-dovere di amministrarli e trasferirli ai beneficiari o raggiungere lo scopo secondo le disposizioni contenute nell'atto istitutivo;
- il Trustee proprietario dei beni "segregati" in Trust, un patrimonio distinto dal proprio patrimonio personale e vincolati al perseguimento di un determinato scopo o al trasferimento al beneficiario. Egli ha l'obbligo di amministrarli e custodirli con criteri di diligenza e prudenza e garantendo le ragioni del beneficiario con l'adempimento delle obbligazioni imposte nell'atto istitutivo. Il Trustee deve mantenere i beni oggetto di Trust sempre identificabili e distinti dai propri, con l'obbligo di impedire ai creditori personali di agire sugli stessi. Deve astenersi da situazioni che possono provocare conflitto d'interessi;
- il patrimonio e/o i proventi conseguiti dall'investimento dei beni che lo compongono, che sono destinati ad uno o più beneficiari o ad uno scopo specifico voluto dal disponente;
- i beneficiari che sono i soggetti destinati ad ottenere i beni ed i redditi da quei beni prodotti. I beneficiari possono essere persone fisiche, giuridiche ed Enti di qualsiasi natura. Essi sono titolari di un diritto di natura personale che consente loro di agire o reagire nei confronti del Trustee che non si attiene alle prescrizioni dell'atto istitutivo. L'atto istitutivo può prevedere che beneficiario del Trust sia lo stesso disponente.

L'ordinamento sammarinese ha introdotto una nozione elastica di Trust, che comporta (a differenza di altri paesi) la possibilità di destinare qualunque genere di beni, mobili, immobili, immateriali e crediti al patrimonio del Trust, e che comprende due diverse tipologie: il Trust di scopo (che non ha beneficiari ed è destinato al conseguimento di una specifica finalità) e il Trust con beneficiari. Questa flessibilità permette un ampio utilizzo dell'istituto per le più diverse funzioni.

Un'ulteriore caratteristica del Trust sammarinese è che la figura del Trustee può essere ricoperta solo da banche, società fiduciarie e finanziarie aventi la sede legale e la sede dell'amministrazione nella Repubblica di San Marino, preventivamente autorizzate dalla Banca Centrale della Repubblica di San Marino a svolgere l'attività di Trustee e la cui compagine sociale sia identificata dall'Autorità di Vigilanza medesima analogamente alla disciplina vigente per tutti i soggetti autorizzati a svolgere attività riservate (Trustee autorizzati). La loro attività si svolge nel rispetto della legislazione antiriciclaggio, che ha portata più generale. La riserva di attività prevista dalla legge facilita il controllo della Vigilanza sul settore circa il rispetto della legalità da parte degli operatori.

Se il beneficiario, il disponente o il guardiano (organo obbligatorio nel Trust di scopo, il cui compito consiste nel far rispettare le disposizioni dell'atto costitutivo) non hanno la residenza, il domicilio, la cittadinanza o la sede legale in San Marino, o lo scopo del Trust non debba realizzarsi all'interno della Repubblica, possono svolgere la funzione di Trustee anche banche, società fiduciarie e imprese di investimento straniere, soggette a vigilanza prudenziale (cd. Trustee qualificati), a condizioni di reciprocità e nel rispetto della normativa antiriciclaggio.

Inoltre, potrà essere nominato un co-Trustee, che potrà anche essere una persona fisica se sia presente un Trustee qualificato o autorizzato. In tal caso le decisioni saranno prese all'unanimità.

Il Trust è un istituto difficilmente collocabile all'interno del diritto civile, e in quanto tale non contemplato dall'ordinamento italiano. Esso permette di realizzare una separazione patrimoniale che rende inapplicabile il principio di responsabilità patrimoniale di cui all'art. 2740 c.c.

Tuttavia, nonostante non espressamente previsto dall'ordinamento italiano, il Trust sammarinese potrà essere utilizzato anche da cittadini italiani, in quanto la Convenzione di Roma del 1980, a cui ha aderito anche lo Stato italiano permette, in tema di legge applicabile ai rapporti obbligatori, alle parti di scegliere liberamente la legge, anche di uno Stato terzo, da applicare, con l'unico limite di rispettare le norme imperative di diritto interno. In proposito, l'Italia, pur non avendo espressamente introdotto la figura del Trust nel proprio diritto civile, ha comunque ratificato la Convenzione dell'Aja del 1 luglio 1985, che ha permesso ai cittadini dei Paesi di civil law di fruire del Trust anglo-americano, e consente di superare la norma di diritto interno imperativa, che impone la responsabilità illimitata del debitore di cui al citato art. 2740 c.c.

Ne consegue che anche i cittadini italiani potranno utilizzare questo istituto che, nella versione di cui alla legislazione sammarinese, offre il vantaggio, rispetto ai Trust dei paesi anglosassoni, della prossimità geografica, culturale e linguistica.

Inoltre, essendo l'amministrazione del Trust necessariamente affidata ad un intermediario finanziario, tale istituto potrebbe consentire alle banche e in generale ai soggetti autorizzati sammarinesi di beneficiare di un nuovo potenziale mercato suscettibile di notevole sviluppo. In particolar modo in San Marino l'istituto del Trust, nonostante ben 16 soggetti risultino iscritti nel registro dei Trustee autorizzati, non ha conosciuto finora grande sviluppo, anche a causa della sua recente introduzione legislativa.

Tuttavia, non va dimenticato come forti opposizioni siano state da tempo sollevate a livello internazionale contro questo istituto, in quanto possibile strumento per favorire l'evasione fiscale da parte dei titolari di grandi patrimoni. Significativa, da questo punto di vista è la vicenda del Liechtenstein che, da sempre uno dei maggiori centri finanziari per la gestione e l'amministrazione di patrimoni sotto forma di Trust, sta recentemente abbandonando questa forma di attività, sotto la pressione sempre più forte esercitata dalla comunità internazionale.[45][46]

[45] La notizia del ritiro della più grande banca del Liechtenstein (Lgt) dal settore dei Trust è stata riportata sul quotidiano Il Sole – 24 Ore del 13 marzo 2009.

[46] Sotto il profilo fiscale, nell'ordinamento italiano, il legislatore tributario è intervenuto disciplinando espressamente i profili dell'imposizione diretta dei Trust attraverso la legge 27/12/2006 n. 296 che ha modificato l'art. 73 e l'art. 44 del dPR 22/12/1986 n. 917 (Tuir) nonché l'art. 13 del dPR 29/09/1973 n. 600.

In sintesi sono soggetti all'imposta sul reddito delle società i Trust con o senza personalità giuridica residenti e non residenti nel territorio dello Stato. Nel caso in cui i beneficiari del Trust siano individuati i redditi conseguenti dal Trust sono qualificati redditi di capitale (ai sensi dell'art. *44*, comma 1, lett. g-sexies) e sono imputati in ogni caso ai beneficiari in proporzione alle quote di partecipazione individuate nell'atto o in mancanza in parti uguali (art. *73*, comma 1 e 2).

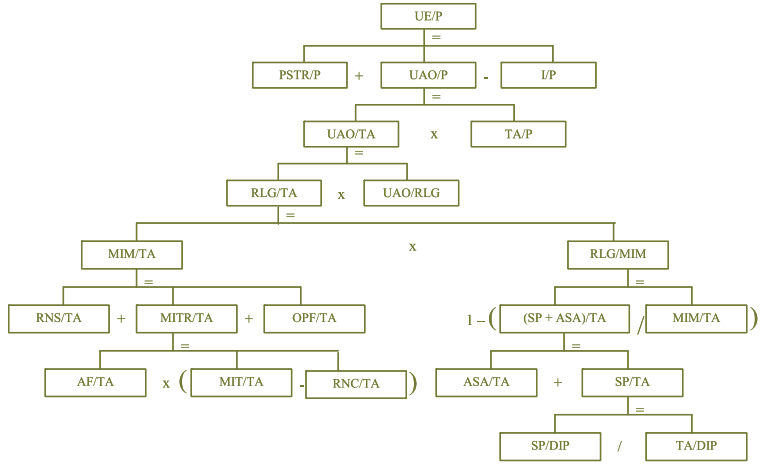
Nell'ordinamento sammarinese, l'art. 3 della Legge n. 38/2005 attribuisce al Trust la soggettività passiva dell'imposta sui redditi determinati dai beni in Trust.

Ai fini della tutela della pretesa erariale gli adempimenti tributari sono posti in capo al Trustee il quale è responsabile solidalmente per l'obbligazione tributaria del Trust.

Si osserva che l'imposizione diretta in capo al Trust avviene in base al principio di cassa ed in modo definitivo con l'aliquota complessiva del 1,7%. Il reddito imponibile è costituito dai proventi e frutti derivanti dai beni in Trust, anche a titolo risarcitorio, fatta eccezione per i frutti derivanti dai beni immobili situati nel territorio di San Marino, inclusi tra i beni in Trust, ai quali si applica il regime ordinario di tassazione previsto per le società e gli enti fiscalmente residenti.

La legge introduce un regime di determinazione forfetaria del reddito del Trust nell'intento di contenere i fenomeni di doppia imposizione economica: è previsto un coefficiente di redditività, pari al 10%, da applicare ai proventi e frutti dei beni in Trust nella considerazione che gli stessi sono suscettibili di essere già stati assoggettati a tassazione al momento della produzione.

## Riquadro 1 – Schema di coordinamento degli indicatori di bilancio




Legenda:
**UAO** Utile attività ordinaria
**MIM** Margine di intermediazione
**TA** Totale attivo
**MITR** Margine di interesse rettificato
**P** Patrimonio
**RNS** Ricavi netti da servizi
**RLG** Risultato lordo di gestione
**RNC** Rettifiche nette di valore su crediti e accantonamenti per garanzie ed impegni

## APPENDICE 2 AL CAPITOLO 3
## NOTE METODOLOGICHE[47]

**ROE** (UE/P = utile d'esercizio / patrimonio netto) indica la remunerazione netta del patrimonio di una banca. Un modo per interpretare tale indicatore che indica l'economicità della complessiva gestione è che la banca dovrebbe essere in grado di remunerare i propri azionisti ad un tasso almeno pari al costo opportunità del capitale posto pari al rendimento di attività finanziarie a rischio nullo più un premio per il rischio. La redditività complessiva è a sua volta analizzabile in termini delle singole componenti che concorrono a formare l'utile di esercizio. A questo proposito, la disaggregazione che maggiormente interessa in questa sede è quella di considerare il risultato netto come sommatoria di tre aggregati: utile delle attività ordinarie, il saldo delle partite straordinarie e il carico fiscale sopportato dall'intermediario. Se rapportiamo tali aggregati al patrimonio e li sommiamo algebricamente torniamo ad ottenere l'indicazione di ROE. Tale passaggio è importante in quanto permette di isolare il contributo dell'attività ordinaria rispetto ad eventi di natura straordinaria che non sono destinati a presentarsi con cadenza annuale all'interno del bilancio della banca. Se questo passaggio risulta informativo si è preferito non indicarlo nell'analisi in quanto i valori sono assai difformi da banca a banca e tra le diverse categorie istituzionali. Risulta comunque fondamentale concentrarsi sul rapporto tra utile delle attività ordinarie e patrimonio ponendo in secondo ordine il ROE a meno che non si consideri questo come media tra più esercizi e pertanto in grado di smorzare eventuali picchi connessi a fenomeni di carattere eccezionale o congiunturale;

**UAO/P** (utile attività ordinaria (che prescinde da imposte e componenti straordinarie di reddito) / patrimonio netto) è preferibile rispetto al ROE in quanto esprime la normale economicità della complessiva gestione ordinaria aziendale. Il rapporto tra UAO e P è a sua volta disaggregabile in 2 fattori che permettono di evidenziare il ruolo della redditività dell'attivo (RLG (ottenuto sottraendo dal margine di intermediazione i costi operativi) /TA (TA non corretto per l'interbancario) e il grado di leverage (TA/P). Pertanto, la remunerazione dell'attività ordinaria sarà tanto maggiore quanto più elevato sarà l'utile per dato volume di attività e quanto più alto sarà il volume di attività per dato volume di patrimonio. Attenzione in questo ultimo caso la banca può aumentare il leverage senza tuttavia ridurre il patrimonio ponderato per il rischio che a fini di vigilanza deve mantenersi al di sopra di soglie ben precise;

**RLG/TA** (ROA) indica la redditività dell'attività svolta; questa può essere ulteriormente scomposta come prodotto tra 2 indicatori: MIM/TA x RLG/MIM. Il ROA è pertanto pari al prodotto tra il margine di intermediazione ottenuto per attività svolta e quanta parte del margine stesso si trasferisce nel risultato lordo di gestione una volta dedotti i costi operativi. Questi due fattori indicano i due profili della formazione del reddito della banca: un profilo di redditività dell'intermediazione (MIM/TA) e un profilo di efficienza economica (RLG/MIM) in quanto questo ultimo indicatore individua la capacità di contenere i costi operativi (personale + altri costi amministrativi) a parità di margine di intermediazione. È quindi opportuno separare lo schema di analisi in due filoni separati che permettono

[47] Fonte: riadattamento di Tutino et al. (2005) e Onado (2006).

di analizzare i due aspetti sopra elencati: efficienza economica e redditività;

La redditività dell'intermediazione (MIM/TA) può essere ulteriormente indagata esplodendo il margine di intermediazione nelle sue componenti fondamentali, la cui somma algebrica fornisce per inciso il margine di intermediazione: margine di interesse rettificato, ricavi netti da servi (saldo commissioni attive e passive) e utili delle operazioni in titoli (profitti e perdite delle operazioni finanziarie, non indicate nella tabella degli indicatori come medie e mediane ma ottenibili per differenza in quanto per la categoria BCC sono residuali). Questa relazione permette di esplicitare il rapporto tra il TA e le singole componenti del margine di intermediazione. Attenzione metodologicamente si presenta un problema in quanto si rapportano le commissioni nette ad un aggregato, il totale attivo, che rappresenta una misura dell'intermediazione classica e presenta una relazione debole e non lineare con i ricavi da servizi. L'analisi del filone redditività può essere ampliata soffermandosi sul contributo dell'attività tipica e tradizionale della banca (MIT) al netto delle rettifiche e riprese di valore su crediti e accantonamenti per garanzie ed impegni (RNC) che misura l'onere connesso al rischio di credito. La somma algebrica delle due componenti (MIT + RNC) rappresenta l'aggregato margine di interesse rettificato, che rapportato alla quota di attività fruttifere (crediti verso banche + crediti verso clientela + obbligazioni e altri titoli di debito + azioni, quote e altri titoli di capitale + partecipazioni) permette di definire in maniera compiuta la redditività dell'attività di intermediazione tradizionale;

L'efficienza economica indica la capacità di contenere i costi operativi per unità di margine di intermediazione. L'indice di efficienza economica (EEC) è ottenuto come RLG/MIM ovvero, ed è lo stesso, come 1-(CO/MIM) (questo perché RLG=MIM-CO), l'indice così definito mantiene la proprietà di aumentare, all'aumentare dell'EEC. Questo indicatore presenta come difetto un denominatore molto sensibile al variare della congiuntura economica (ricordiamo che il MIM dipende anche da profitti e perdite da operazioni finanziarie che sono altamente correlate al ciclo economico) pertanto occorre esplodere l'indice in questione in alcune componenti che permettono di mitigare questo effetto. L'indice EEC è inversamente correlato all'incidenza dei costi operativi e totale dell'attivo (CO/TA); la domanda successiva che può essere avanzata riguarda le componenti dei costi operativi. L'analisi può essere ampliata suddividendo tra costi del personale e altre spese amministrative; le spese per il personale possono essere ulteriormente scomposte come prodotto tra costo medio del personale (SP/DIP) e volume di attività svolta per dipendente (TA/DIP). In sintesi l'incidenza delle spese per il personale sulla redditività aziendale è funzione diretta della remunerazione media per dipendente e inversa del volume di intermediazione pro-capite.

# “PERISCOPIO” “CSdL”

Nei prossimi numeri:

4° STUDIO
RAPPORTO SUL SISTEMA DEI SERVIZI ALLE PERSONE
E ALLE IMPRESE A SAN MARINO

5° STUDIO
RAPPORTO SUL PERCORSO DI SVILUPPO
DELLA REPUBBLICA DI SAN MARINO

**CSdL**
Central Square, 17 via 5 Febbraio 47895 Domagnano
Repubblica di San Marino - Tel.0549 962060 Fax 962075

www.csdl.sm - info@csdl.sm


Confederazione
Sammarinese
del Lavoro

# “PERISCOPIO”

Confederazione
Sammarinese
del Lavoro

www.csdl.sm - info@csdl.sm

Studio AG | www.studioag.sm | 096191