

GUSTAVO VISENTINI

L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO.
I PROBLEMI ATTUALI.

Una rappresentazione per modelli.



Sommario: PREMESSA. 1.L'UTILIZZAZIONE DEL MODELLO NELLAVORO DEL GIURISTA. 2.LA LEGISLAZIONE AUTARCHICA CONSEGUENTE ALLE CRISI TRA LE DUE GUERRE. 3.IL SISTEMA CHE SI È CONSOLIDATO NEL DOPOGUERRA. 3.1.Le ragioni a fondamento del sistema. 3.2.Il modello. 4.CRISI DEL SISTEMA: RAGIONI. 5.L'AGGIORNAMENTO DELLA LEGISLAZIONE: ALLA RICERCA DEL NUOVO MODELLO. 5.1.Il modello di riferimento. 5.2.Le difficoltà che si frappongono al rinnovamento secondo gli intenti enunciati. 5.3.La recente legislazione: insufficienza e deviazioni rispetto al modello di riferimento. 6.PROGETTO DELLA COMMISSIONE SARCINELLI. 7.CONCLUSIONI: LE ISTANZE CHE SONO AVANZATE E LO STATO DEI FATTI. 7.1.Condizioni e scelte per aggiornare il sistema. 7.2.Rassegna dei punti di intervento.

Il sistema finanziario di cui mi occupo, per i profili giuridici, riguarda i circuiti finanziari regolati su base contrattuale; restano esclusi i circuiti di natura pubblica alimentati dagli strumenti impositivi. Si tratta dunque del sistema finanziario privato che copre parte dei circuiti finanziari. Cionondimeno è sistema di primaria importanza, organizzato sulla base del criterio dell'autonomia privata secondo il diritto delle società, il diritto dei contratti, e sulla base del diritto amministrativo in funzione di vigilanza e controllo.

I sistemi bancari, del mercato di borsa, della raccolta diretta del risparmio da parte delle imprese sono istituzioni fondamentali dell'economia del mercato, dalla cui configurazione molto dipende della fisionomia della struttura economica del Paese; essi svolgono un ruolo centrale per l'assetto delle competenze private, amministrative e pubbliche, prospettando problemi di decisa rilevanza politica. Non vi è dubbio che comprendere il profilo giuridico di queste esperienze è importante per il legislatore in un momento di delicata trasformazione; ed è necessario comprendere l'esperienza nel suo operare, ma anche nel suo formarsi ed evolvere nel tempo, per rendersi conto delle propensioni, delle tendenze e delle riforme praticabili nella realtà italiana.

Su questi aspetti porto l'attenzione mentre del tutto trascuro lo studio, per vero stimolante, dei riflessi di teoria generale, per il diritto commerciale e per il diritto pubblico dell'economia, che queste discipline prospettano al giurista.

Svolgo l'argomento in modo schematico, con l'intenzione di meglio rappresentare le questioni di principio e gli aspetti essenziali dell'esperienza; evito anche di appesantire il discorso con troppe note e richiami; peraltro in un separato studio in via di predisposizione, saranno riportate ampiamente, nella

forma di rassegna ragionata, le informazioni utili: la documentazione e la bibliografia, a cura dei dott. Mirta Musolino e Eugenio Ruggiero.

1. L'utilizzazione del modello nel lavoro del giurista.

La semplificazione che consente il processo di astrazione rappresentato dal modello ha il vantaggio di comunicare con immediatezza i principi che caratterizzano un sistema di conoscenza e quindi serve a padroneggiare una realtà quando questa è resa dipendente dai concetti, come è la realtà giuridica. Per queste ragioni è un procedimento utile per la formulazione delle scelte politiche, nella redazione della legge e poi nella loro interpretazione e per l'applicazione del diritto. In particolare è un procedimento necessario quando ci si propone di organizzare un sistema normativo o di intervenire su di un sistema normativo posto.

D'altro canto il procedere per modelli ha lo svantaggio di non rappresentare il sistema concettuale, e nel caso nostro la realtà giuridica, nelle sue articolazioni di regole ed eccezioni, e nelle sue sfumature. Al giurista si richiede un ulteriore lavoro sia come legislatore che come interprete: con il modello la questione è soltanto impostata nei principi, deve essere poi sviluppata nei suoi problemi, analiticamente in aderenza al caso.

Il modello è quindi uno strumento utile se non necessario, purché se ne intenda bene la funzione. Ed è con questa avvertenza che porto l'attenzione sul sistema finanziario italiano in relazione ai suoi problemi di riforma, procedendo per modelli.

2. La legislazione autarchica conseguente alle crisi tra le due guerre.

Il vigente sistema finanziario italiano trae origine dall'assestamento che si è venuto delineando in seguito alle crisi degli anni prima '22 e poi '30 e definito nella legge bancaria del 1936-38, a completamento della riorganizzazione dell'IRI, quale istituto permanente, dell'IMI e delle banche d'interesse nazionale: Commerciale, Credito Italiano, Banco di Roma. Il sistema si è formato in ambiente decisamente autarchico, comune alle economie tra le due guerre, ed in particolare nell'esperienza di Stato totalitario, in quel momento aggravata dalle difficili relazioni internazionali dell'Italia; il sistema è stato definito nel quadro dell'ideale corporativo-statale della Carta del lavoro, mentre nei fatti andava decisamente prevalendo il momento statalistico, su

quello corporativo, nella gestione delle risorse, e quindi del credito¹.

Di questo periodo rimane la caratteristica fondamentale del sistema finanziario italiano, sostanzialmente pubblico, accentrato sull'intermediazione bancaria.

La legislazione rimane infatti sostanzialmente in vigore nel secondo dopoguerra, e così l'assetto economico delle imprese bancarie. Dopo approfondite discussioni in sede costituente, con l'art.47 della Costituzione è affermata la validità della legislazione bancaria anche nel nuovo contesto ideologico ed istituzionale, secondo gli orientamenti emergenti, profondamente innovativi nella politica economica ed industriale, che ora è di tendenza liberale all'interno e verso l'esterno. Si legge nella Costituzione "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito".

3. Il sistema che si è consolidato nel dopoguerra.

Il sistema che troviamo in vigore fino a tempi recenti (anni 80), quando l'apertura dei mercati finanziari, la caduta dei vincoli valutari, l'introduzione delle direttive CEE; ed anche quando la convinzione politicamente maturata sui difetti del sistema hanno consigliato la revisione, si può astrarre nel seguente modello.

3.1. Le ragioni a fondamento del sistema.

Le ragioni a fondamento del modello -ovviamente le principali ragioni che spiegano la soluzione accolta e che si era andata storicamente decantando e determinando nelle crisi degli anni '20 e '30 attraverso le leggi bancarie prima del '26 e poi del 1936-38, soluzione che si è venuta consolidando nel dopoguerra- possono essere così riassunte.

- Secondo concezioni che dominano gli studi di economia finanziaria,

1) Mi sono occupato dell'evoluzione autarchica della legislazione dell'epoca nello studio *Disciplina valutaria*, nel *Trattato di diritto commerciale* (a cura Galgano), Padova 1984, Cedam; per gli orientamenti dell'epoca in tema di sistema finanziario: ZANOBINI, *Diritto corporativo*, Milano 1942; PAPI, *Lezioni di economia politica corporativa*, vol.II, *Moneta e credito*, Milano 1943; DE CECCO, *Il sistema bancario italiano ad una svolta storica*, in *Ec. it.*, della Banca di Roma, 1994, p.57, in bibliografia; cfr. anche le mie *Lezioni di diritto commerciale*, dispensa I (*Introduzione*) e II (*L'imprenditore*), Roma 1994, ed. Quasar.

l'attività finanziaria deve essere regolata in modo che resti strettamente dipendente dalle necessità dell'economia reale; l'attività finanziaria, lasciata al mercato, tende a svilupparsi indipendentemente dall'economia reale ed ad influire su questa negativamente, consentendo speculazione che destabilizza il sistema economico; crea ricchezza meramente finanziaria favorendo la redistribuzione ingiusta dei redditi; istituisce poteri economici prevaricanti sul potere politico della società. Dunque, il sistema finanziario deve essere rigidamente regolato sul piano nazionale ed internazionale. E' bene che i sistemi finanziari restino circoscritti ai livelli degli Stati, sotto sovranità autarchica, impedendo lo sviluppo internazionale di mercati liberi e perciò destabilizzanti per la stessa economia internazionale².

A queste ragioni l'Italia ne aggiungeva altre più specifiche alla storia ed alla economia nazionale.

- Il mercato finanziario italiano non è confrontabile con i mercati più evoluti. La diffusa formazione del risparmio popolare doveva essere protetta con meccanismi semplici, in considerazione dell'impreparazione dei risparmiatori ad affrontare i mercati del risparmio: lo strumento più semplice, e da rendere sicuro, per raccogliere il risparmio popolare da indirizzare all'investimento nelle imprese e nello Stato, strumento sul quale concentrare l'attenzione per rispondere all'esigenza di sicurezza, è il deposito (bancario e postale), cui si aggiungono le emissioni obbligazionarie dello Stato e di organismi selezionati (banche ed istituti di credito). Per la sicurezza del risparmiatore è sufficiente la vigilanza tutoria, che garantisca la solvibilità del sistema.

- Il rischio del formarsi in Italia di concentrazioni economiche forti al punto da prevaricare sulla corretta distribuzione dei poteri politici è specifico, in considerazione delle dimensioni dell'economia nazionale. Accanto ad una diffusa presenza, in crescita, di piccole e medie imprese, pochi gruppi dominano l'economia nazionale. L'apertura sui mercati internazionali (anni 1955-56),

2) È una concezione della finanza che, in un contesto completamente diverso, trova riferimento in SMITH, *Della ricchezza delle nazioni*, 1776 (trad. it. Torino 1927), Libro V, Capitolo I; sulla questione, ampiamente KINDLEBERGER, *Storia della finanza nell'Europa Occidentale*, Bari 1987, p.367; per l'Italia cfr. BRESCIANI-TURRONI, *Corso di economia politica*, II, Milano 1962, le parti relative al sistema finanziario. Gli accordi di Bretton Woods consentono agli Stati le restrizioni sui movimenti di capitali che non siano a fronte di movimenti di merci, per il pericolo insito in queste operazioni, se lasciate al libero mercato: cfr. di recente MCKINON R., *The rules of the game: international money in historical perspective*, in *The journal of economic literature*, marzo 1993.

accrescendo la competitività industriale, riequilibra in parte il potere economico delle grandi imprese nazionali per la presenza delle imprese estere sui mercati nazionali (si diceva che con la caduta dei vincoli autarchici si attenuava per l'industria l'urgenza di una legislazione a tutela della concorrenza). Ma questo stesso accadimento non si verificò nel mercato della finanza, sicché questa attività commerciale va sottratta alla possibile concentrazione in poche mani; rischio ancor più da evitare se la concentrazione finanziaria dovesse accompagnarsi alla concentrazione industriale, nelle stesse poche mani³.

- Le condizioni dell'economia industriale del Paese, la necessità della ricostruzione del dopoguerra, richiedono importanti investimenti, che soltanto lo Stato, mediante decisa programmazione da elaborare in sede politica, può progettare e favorire in modo selezionato alle esigenze macroeconomiche del Paese⁴.

- Inoltre, a quest'ultimo riguardo, le forze politiche espresse dal Paese erano concordi sul ruolo dello Stato in funzione di intervento, sebbene divise sul carattere della programmazione, prevalendo concezioni di programmazione d'indirizzo contro le concezioni di pianificazione⁵.

3.2. Il modello.

Queste ragioni spiegano il modello.

- Il risparmio popolare viene convogliato al deposito bancario (o postale). Questo accade già per ragioni spontanee di cultura del Paese; è inoltre incentivato dal regime fiscale di favore per la raccolta bancaria (e postale); regime favorevole alla raccolta obbligazionaria, ed in particolare alla raccolta obbligazionaria degli istituti di credito, che vede discriminare la raccolta diretta sul mercato da parte delle società industriali, a scapito soprattutto della rac-

3) Cfr. BANCA D'ITALIA, *Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese (Atti del seminario)*, Roma 1988.

4) CIANCI, *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, Milano 1977.

5) RUFFOLO G., *Rapporto sulla programmazione*, Roma-Bari 1973; "Schema di sviluppo dell'occupazione e del reddito in Italia nel decennio 1955-64" presentato da Vanoni al Consiglio dei Ministri il 29 dicembre 1954, e successivamente i lavori delle varie Commissioni governative in materia di programmazione economica, a partire dalla Commissione Papi del 1961, fino all'emanazione della l.27/7/1967 n°685, programma economico per il quinquennio 1966-70.

colta azionaria⁶.

Come risultato di queste condizioni di fatto e fiscali, sul sistema bancario viene a concentrarsi l'intermediazione finanziaria ed è il sistema bancario a fare da tramite tra il risparmio delle famiglie e il finanziamento delle imprese. I circuiti finanziari dell'economia sono elementari e sostanzialmente concentrati nell'intermediazione bancaria⁷.

- Il sistema bancario è reso sostanzialmente indipendente dal sistema industriale e, più in generale, dal mercato della proprietà delle imprese. Infatti le maggiori banche sono o enti pubblici o società di proprietà pubblica attraverso la partecipazione dell'IRI; anzi, nel tempo viene favorita la statalizzazione del sistema attraverso acquisizioni e concentrazioni da parte del settore pubblico; le banche private sono per parte consistente cooperative, sottratte alla legislazione generale delle cooperative e soggette a particolare legge, che ne accentua il carattere di istituzioni a base azionaria diffusa, ove si disperde la funzione proprietaria dell'azionista (ogni azionista un voto; limiti alla proprietà azionaria); talune, anche importanti, banche di proprietà privata non alterano la fisionomia pubblica, e accentuatamente statale, del sistema; le casse di risparmio, formalmente enti pubblici locali, sono di fatto a dominanza statale per la nomina degli esponenti responsabili della conduzione⁸.

- Il sistema bancario è sottoposto a rigidi controlli, che non si esauriscono nella vigilanza ispettiva a garanzia del rispetto di leggi e di riscontro contabile (c.d. prudenziale), ma che tendono all'indirizzo selettivo

6) L'aliquota a titolo d'imposta era del 15% e del 10% rispettivamente per i depositi bancari e per le obbligazioni degli istituti a medio termine a fronte dell'aliquota del 30% per le obbligazioni di società, così stabilita nella legge delega di riforma del 1971 n°825, la quale, come spiega la motivazione, sul punto non rinnova -anzi, in precedenza i regimi erano anche più favorevoli e discriminanti rispetto alla raccolta azionaria ed in genere diretta- e ciò a salvaguardia della intermediazione bancaria, per ragioni di sicurezza e di controllo. Si veda anche la Circ. Assonime n° 170/1969 esplicativa del disegno di legge-delega al Governo per la riforma tributaria.

7) Si è rilevato che per il periodo 1960-1985 per una lira di debito il 92% era finanziato da intermediari bancari e solo 8% da emissioni obbligazionarie, MONTI-ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna 1989, p.363.

8) SARACENO, *Salvataggi bancari e riforme negli anni 1922-1936*, in *Banca e Industria fra le due guerre. Ricerca promossa dal Banco di Roma in occasione del suo primo centenario*, vol.II, Bologna 1981.

del credito⁹.

E' praticamente impedita la creazione di nuove banche (per deliberazione del CICR, cioè per atto di amministrazione politica); la dimensione delle banche è regolata con lo strumento delle autorizzazioni all'apertura di sportelli, che si traduce in una forma di pianificazione territoriale del sistema bancario (piano sportelli, periodicamente aggiornato); la stessa gestione della banca è diretta con gli strumenti della politica creditizia delle riserve obbligatorie, degli obblighi d'investimento, della selezione dei fidi; la permanenza dell'impresa è sottratta alla disponibilità degli organi sociali e la crisi è gestita secondo gli strumenti dell'amministrazione straordinaria e della liquidazione amministrativa, affidati alla Banca Centrale in deroga alla disciplina generale della liquidazione e del fallimento.

La banca dunque, o meglio l'esercizio dell'intermediazione creditizia, è un'attività regolata in modo diverso dall'impresa che opera sul mercato in concorrenza; nella sostanza è un servizio pubblico, secondo concezioni e ricostruzioni che hanno trovato accoglimento da parte della giurisprudenza¹⁰. Il sistema bancario è dunque regolato secondo direttive tutorie d'indirizzo (la situazione è comune ad altri paesi, ad esempio alla Francia).

- Il sistema bancario, nel quale in buona sostanza viene concentrata la funzione d'intermediazione finanziaria e rappresentato il sistema dei circuiti finanziari, opera con gli strumenti elementari della raccolta per depositi e per

9) Gli strumenti di vigilanza bancaria sono stati sovente utilizzati come strumenti di politica economica e monetaria, e a questo riguardo si è anche discusso la legittimità (sul piano giuridico) di questo utilizzo. Così la riserva obbligatoria, istituita con delibera Cicr 4 agosto 1947 ex art.32 lett. f), l.b., è divenuta uno strumento di controllo della liquidità del sistema; successivamente, nello stesso senso, il vincolo di portafoglio imposto con delibera Cicr 18 giugno 1973 ex art.32 lett. d), l.b., è rinnovato sino a tutto il 1986; e il massimale sugli impieghi introdotto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art.35 comma 2 lett. b), l.b., prorogato fino al 1983, successivamente reintrodotta per il primo semestre del 1986 e quindi nuovamente soppressa. È dei principi degli anni '70 altresì il convincimento che la Banca d'Italia avesse l'obbligo di porsi come acquirente residuale di tutti i titoli del debito pubblico che il Tesoro non fosse riuscito a collocare sul mercato, delibera Cicr 23 gennaio 1975. Tale orientamento è venuto meno in seguito al cosiddetto "divorzio" Banca d'Italia Tesoro del 1981.

10) Si è prospettato che si trattasse di attività esercitata in regime di concessione. Cfr. Cass. pen., SS.UU., 19 novembre 1981, in *BBTC* 1981, II, p.385; Cass. pen. 27 gennaio 1984, in *Giust. Pen.* 1986, p.623; Cass. pen. 28 settembre 1984, in *Giur. It.* 1985, II, p.312, cfr. AA.VV., *Revisione della normativa bancaria*, Firenze 1976, e ivi la mia nota introduttiva ai documenti, pp.125-145.

emissioni di obbligazioni, e dell'erogazione nelle forme del credito d'esercizio (a breve) e del credito d'investimento (a medio e lungo termine). I tassi passivi (raccolta) e attivi (impiego) sono rigidamente controllati e resi uniformi, con il meccanismo del cartello bancario¹¹; la remunerazione differenziale della singola banca rispetto al sistema dipende per lo più dai costi di organizzazione¹².

- Le due forme di credito, a breve termine e a medio o lungo termine, sono tenute separate quanto ai soggetti (e comunque ai patrimoni cui fanno capo i rischi d'impresa); la terza forma di finanziamento, quella di partecipazione a rischio, è praticamente preclusa.

Le aziende di credito raccolgono a breve termine ed erogano a breve termine. Gli istituti di credito e le sezioni speciali raccolgono risparmio a medio mediante emissioni obbligazionarie o titoli simili (cartelle fondiari) per erogare a medio a sostegno degli investimenti industriali. Gli istituti e le sezioni si approvvigionano per gran parte presso le aziende di credito, le quali investono una quota delle loro disponibilità in obbligazioni secondo vincoli di investimento quantitativi, selettivi (per settori economici: fondiario, industriali ecc.)¹³ e per remunerazione (i tassi d'interesse sui titoli sono autorizzati e controllati). Alle aziende ed agli istituti è sostanzialmente impedito l'investimento in azioni di società industriali, con qualche eccezione, di cui Mediobanca è il caso più significativo: la società è controllata dalle banche d'interesse nazionale, che sono di proprietà pubblica¹⁴.

- La vigilanza tutoria sulle banche di deposito, nelle quali di fatto è concentrata la raccolta del risparmio presso il largo pubblico, garantisce la

11) Un primo accordo interbancario fu raggiunto il 19 giugno 1918 tra le quattro grandi banche di credito ordinario (Comit, Credit, Banco di Roma e Banca di Sconto) con tale accordo si fissavano, per ciascuna operazione attiva e passiva, le condizioni da offrire alla clientela. Il cartello fu più volte rinnovato sino al 1969.

12) "Con la legge bancaria del '36 il mercato del credito ha assunto le caratteristiche di un oligopolio amministrativo, nell'ambito del quale la concorrenza fra le imprese può essere ridotta ad un ruolo marginale" COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna 1994, pp.44-45; ampiamente CAFFÈ, *Elementi di politica economica*, Roma 1976, p.132.

13) La selettività del credito per settori economici si perseguì sia attraverso interventi pubblici di agevolazione che riducessero il costo del finanziamento per il mutuatario, ad esempio credito all'edilizia, sia attraverso l'introduzione di strumenti tecnici che facilitassero le operazioni di provvista e di erogazione, ad esempio il credito fondiario.

14) Sulla particolarità dell'Istituto ampiamente BRESCIANI-TURRONI, *Corso...cit.*, pp.156-157; RODANO, *Il credito all'economia*. Attualmente la società è contratta da un sindacato formato per il 25% delle partecipazioni nella Banca da Comit, Credito italiano, Banca di Roma; per altro 25% da un gruppo di azionisti privati; il restante è collocato in borsa.

sicurezza del risparmio popolare. Le eventuali crisi aziendali sono gestite in modo da assicurare comunque il rimborso dei depositi. In questo sistema il risparmio popolare, cui si dà tutela diffusa, è esclusivamente quello indirizzato al deposito e alla sottoscrizione di obbligazioni bancarie o ai titoli di stato (i privati non investono in titoli pubblici a breve). Ogni altra forma d'investimento, in particolare azionario, è considerata speculativa, non popolare. La tutela del risparmio popolare è assicurata, come detto, garantendo comunque la solvibilità del sistema bancario.

Regolati i tassi di raccolta, disciplinate le condizioni uniformi dei contratti e i conti correnti, garantita la solvibilità, il sistema non esprime altre esigenze di tutela del risparmiatore, ed in particolare non esprime esigenze di maggiore sofisticazione degli strumenti civilistici dell'informazione e dell'azione civile, in particolare delle azioni civili di risarcimento per danni, che difatti restano regolate dal diritto comune dei contratti.

- Attraverso un sistema complesso di agevolazioni finanziarie articolate per settori e comparti il risparmio a medio termine, per investimenti produttivi, viene convogliato selettivamente secondo programmi di risanamento e di promozione dell'economia. Alla stessa finalità selettiva dovrebbero rispondere gli aumenti dei fondi di dotazione degli enti pubblici economici, destinati in modo selettivo per settori industriali e sul territorio nazionale, attraverso il meccanismo della copertura degli oneri c.d. impropri, imposti secondo direttive governative¹⁵.

In questo modo, attraverso l'erogazione selettiva dei finanziamenti agevolati¹⁶ e degli incrementi dei fondi di dotazione degli enti pubblici economici¹⁷, il Governo è in grado di indirizzare l'economia mediante lo strumento

15) Cfr. SARACENO, *Fondo di dotazione e oneri impropri nell'economia degli enti di gestione delle partecipazioni statali*, in *Bancaria* 1977; *Il rapporto tra reddito di esercizio ed oneri impropri*, in *Economia delle imprese pubbliche*, Milano 1986, pp.278-284; VISENTINI G., *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*, Milano 1979, p.140.

16) Tra le leggi di sostegno all'attività industriale si vedano: l. n°646/50 che istituì la Cassa per il Mezzogiorno; l. n°949/52 ("Provvedimenti per lo sviluppo dell'economia e l'incremento dell'occupazione"); l. n°1329/65 (c.d. Legge Sabatini "Provvedimenti per il coordinamento della politica industriale, la ristrutturazione, la riconversione e lo sviluppo del settore").

17) Si vedano i dati citati da COMMISSIONE PER IL RIASSETTO DEL PATRIMONIO MOBILIARE PUBBLICO E PER LE PRIVATIZZAZIONI, *Rapporto al Ministero del Tesoro*, 1990, pp.31.32; così anche GHESSI, *La finanza pubblica in cifre 1965-1987*, Milano 1989, pp.104-107.

della selezione dei finanziamenti, riconducendo le relative poste al bilancio dello Stato. Sebbene l'economia, per diverse ragioni, anche di politica generale, non è stata in concreto pianificata, in teoria sono pienamente predisposte le condizioni di pianificazione mediante lo strumento del controllo dei circuiti finanziari, ed è per questa ragione che questa struttura finanziaria trovava l'appoggio anche dell'opposizione di ideologia comunista¹⁸.

- In questo sistema la raccolta diretta del risparmio popolare da parte delle imprese industriali sul mercato, attraverso la borsa, è contenuta per ragioni strutturali e legali.

Le imprese industriali non possono raccogliere a breve per assenza di idonei strumenti di mercato; la raccolta obbligazionaria, contenuta nel limite del capitale sociale, è scoraggiata per il maggiore costo fiscale rispetto alla raccolta intermediata dal sistema bancario (ad una società industriale conveniva chiedere un'emissione speciale obbligazionaria da parte di un istituto di credito a fronte di un affidamento, piuttosto che emettere direttamente obbligazioni, per il minore costo fiscale dell'operazione); la raccolta di capitale proprio è circoscritta al capitale di proprietà, mentre è difficile la raccolta azionaria presso il largo pubblico per ragioni di cultura, per costi fiscali, per le caratteristiche del mercato mobiliare di borsa. Del resto tutto questo ben si spiega. Condizione per il buon funzionamento dell'economia programmata è che la struttura finanziaria delle imprese industriali resti determinata in modo incisivo dalle decisioni pubbliche di destinazione delle risorse finanziarie al credito di medio termine. E', quello che sto rappresentando, un sistema finanziario dipendente in prevalenza da decisioni pubbliche e solo parzialmente dal mercato¹⁹.

- Il mercato di borsa, cioè della raccolta diretta del risparmio da parte delle imprese industriali, occupa una posizione marginale, per le funzioni limitate che in questo contesto gli sono riconosciute. E' un mercato non destinato al largo pubblico; lo stesso sistema fiscale considera l'investimento in borsa speculativo nel presupposto che tale sia l'intento di chi colloca in borsa il proprio risparmio; è un mercato dunque dal quale scoraggiare l'accesso del risparmio popolare; il regime fiscale scoraggia la distribuzione di dividendi a favore dell'autofinanziamento; la mancanza di liquidità lo rende sostanzialmente di-

18) Cfr. PEGGIO, *Il P.C. e le partecipazioni statali*, in *Il futuro dell'industria chimica in Italia*, Milano 1974, pp.114-118.

19) Cfr. per l'analogia situazione in Francia METAIS-SZMCZAN, *Les mutations du système financier français (innovation et dérégolamentation)*, Parigi 1986.

pendente dal sistema bancario²⁰.

- Il finanziamento delle società industriali è innanzitutto autofinanziamento, favorito dallo stesso sistema fiscale. Anche l'apporto del capitale proprio è sostanzialmente di provenienza dei soci di controllo o comunque di riferimento, e soltanto in parte proviene dal mercato, poco esteso e privo di intermediari di rischio come i fondi comuni d'investimento mobiliare; d'altro canto le assicurazioni sono indirizzate ad investire principalmente in immobili e alle stesse banche è inibito il finanziamento mediante l'assunzione di partecipazioni di rischio.

- In questo sistema anche le maggiori imprese hanno una composizione familiare dell'azionariato. La proprietà dei maggiori gruppi fa capo a pochi titolari; le trasmissioni delle aziende (delle partecipazioni di controllo) sono trattate in ambiente riservato, non in condizioni di mercato aperto, secondo strategie o condizioni di congiuntura; un solo istituto di credito in particolare è specializzato nel fornire capitale di rischio in posizione di minoranza, ma in posizione attiva, similmente a pratiche più diffuse in altri sistemi.

- La questione politica che può sollevare la concentrazione di potere economico in poche mani viene affrontata affidando alla proprietà pubblica delle imprese (soprattutto all'IRI) la funzione di contrappeso alla concentrazione che esiste nel settore privato.

Negli scritti e nelle opinioni degli anni della ricostruzione dell'economia italiana sono enfatizzati i compiti della proprietà pubblica di bilanciare il potere economico della proprietà privata; di creare condizioni per lo sviluppo di una nuova classe di persone preparate alla gestione di aziende; di sviluppare la concorrenza, di favorire l'investimento del risparmio familiare nelle imprese produttive senza il rischio della partecipazione al capitale; di programmazione delle aree non ancora sviluppate, in particolare nel Mezzogiorno²¹.

Il presupposto per raggiungere correttamente gli obiettivi proposti è

20) In Italia ancor oggi il rapporto esistente tra controvalore degli scambi effettuati e capitalizzazione di borsa è pari a circa il 18% mentre all'estero si va dal 36-37% di Francia e Gran Bretagna al 50% e più del *New York Stock Exchange*, cfr. CONFINDUSTRIA, *Risparmio, capitale di rischio e mercato azionario*, Roma 1993, p.75.

21) AA.VV., *Il controllo dell'impresa pubblica*, Milano 1960. SARACENO, *Gli anni dello schema Vanoni (1953-1959)*, Milano 1982. DI NARDI, *Politica di sviluppo in Italia*, in *Banco di Roma, Review of Economic Conditions in Italy - L'economia italiana nel decennio 1947-56*, Roma 1957; (cfr. anche il mio studio *Partecipazioni pubbliche in società di diritto comune e di diritto speciale*, Milano 1979).

che la proprietà pubblica si limiti esclusivamente alla posizione di titolare privato con compiti di controllo sull'efficienza economica delle gestioni affidate ad amministratori indipendenti: lo schermo dell'ente pubblico economico avrebbe dovuto garantire il sistema delle partecipazioni pubbliche verso il condizionamento del potere politico; ecco il senso della discussione, particolarmente vivace, sull'istituzione del Ministero delle partecipazioni statali, che in buona sostanza alterava questo principio, trasformando le condizioni di indipendenza, almeno formale, del sistema delle pp.ss.²².

In altre parole, nella concezione "pura" del sistema, la proprietà pubblica dell'impresa avrebbe dovuto svolgere il compito dell'azionato diffuso tra il pubblico nelle grandi imprese americane, fenomeno che all'epoca affascinava la cultura italiana più sensibile, ma cosciente che in quelle forme sarebbe stato irrealizzabile in Italia per mancanza della massa dei piccoli risparmiatori-azionisti.

- La questione del raccordo tra potere economico e potere politico (secondo il linguaggio costituzionale: tra potere economico e democrazia politica) è affrontato con riguardo a quei punti del sistema che sono ritenuti cruciali. Il rapporto tra il Governo e la proprietà pubblica delle imprese industriali (il sistema delle partecipazioni statali); il rapporto tra Tesoro e Banca Centrale (l'autorità di governo e autorità monetaria); il rapporto tra CICR e sistema bancario (sistema politico istituzionale del Governo e sistema di vigilanza e indirizzo del credito, comprensivo dei poteri di nomina degli esponenti responsabili delle aziende ed istituti di diritto pubblico).

In un secondo momento si organizzano forme di controllo e direzione di diretta emanazione del Parlamento, in apposite commissioni parlamentari di vigilanza e di indirizzo (per il sistema delle partecipazioni statali, per il Mezzogiorno, per la ristrutturazione e riconversione industriale)²³.

- Un sistema così impostato (che trovava nella Francia un riferimento, per le somiglianze) aggrava le condizioni dell'economia nelle congiunture profondamente negative, per quanto riguarda la gestione delle crisi industriali.

Nei momenti di grave crisi industriale riesce difficile per le banche

22) TREVES, *Il controllo dell'impresa pubblica in Italia*, in *Il controllo dell'impresa pubblica*, cit.; il mio studio *ult. cit.*.

23) La l. n°675/77 (Provvedimenti per il coordinamento della politica industriale, le ristrutturazioni, la riconversione e lo sviluppo del settore) per il coordinamento della politica industriale-Cipi e la Commissione bicamerale per l'esame dei programmi di intervento delle partecipazioni statali; cfr. la circolare Assonime di commento ai provvedimenti, n°/1977).

creditrice mobilitare i crediti trasformando l'indebitamento delle imprese in partecipazioni, secondo il modello che si propone nelle condizioni di un sistema in cui è efficiente ed ampio il mercato di borsa. Secondo il modello, il quale ovviamente non riproduce gli accadimenti ma ne spiega la tendenza, la tensione sui tassi di finanziamento e le difficoltà di accesso a nuovo credito spingono le aziende alla raccolta azionaria presso il mercato di borsa, proponendo condizioni migliori come riflesso dello stato di necessità in cui si trovano, e stimolano dunque il mercato che, se efficiente, è in grado di rispondere, prospettando forti plusvalori agli acquirenti e ai sottoscrittori al momento della ripresa. La raccolta del capitale di rischio consente la ristrutturazione finanziaria delle aziende, in grado di rimborsare i crediti alle banche, a loro volta in condizione di collocare azioni industriali sul mercato, determinando la distensione sul mercato di credito.

In assenza del mercato di borsa, o comunque alle condizioni cui è rimasto il nostro mercato, della ristrutturazione finanziaria delle aziende industriali nei momenti di crisi più acuta si è dovuto fare carico direttamente il legislatore, quando le crisi hanno investito settori o imprese di maggiore dimensione, con interventi straordinari di ordine finanziario, servendosi di meccanismi di agevolazione (cfr. i ripetuti interventi per il settore tessile), di consolidamento debitorio, di ordine fiscale, sino all'intervento diretto di apporto di capitale, con l'aumento di dotazione degli enti pubblici economici, con l'acquisto del controllo del gruppo assistito (cfr. per le medie imprese la Gepi).

Sono questi ricordati tutti interventi che escludono il mercato e che rivelano nel tempo effetti distorsivi e talvolta decisamente negativi, come l'ampliamento ingiustificato del settore pubblico, per la disciplina del quale, tra altre cose, mancano, nelle stesse dottrine economiche e politiche, criteri che ne garantiscano l'efficienza e la democraticità.

- Secondo questo modello il settore delle attività finanziarie e bancarie è nella sostanza sottratto alla concorrenza del mercato, con il conseguente determinarsi di inefficienze nelle gestioni delle imprese e nella allocazione delle risorse, tipiche degli oligopoli, ed aggravate dalla decisa gestione di tipo amministrativo.

Queste insufficienze peraltro dai teorici del modello sono valutate meno costose della instabilità finanziaria che comporterebbe il mercato per queste attività (CAFFE').

- Sul piano delle istituzioni va rilevata la caratterizzazione di orientamento tutorio paternalistico nella gestione dei circuiti finanziari, che sul piano giuridico si manifesta nella decisa prevalenza degli strumenti del diritto amministrativo sugli strumenti del diritto privato (c.d. amministrativizzazione del sistema, nel quale la dottrina giuridica ravvisava un ordinamento settoriale: M.S. GIANNINI).

4. Crisi del sistema: ragioni.

Questo modello con gli anni '80 è entrato in crisi per diverse ragioni e sotto importanti stimoli culturali e soprattutto pratici²⁴.

- Sotto il profilo culturale si è assistito a una diffusa disaffezione per il sistema in vigore, cosa che ha stimolato interventi, anche spesso episodici, ma contraddittori con il modello stesso; e quindi ne è risultata una ridotta capacità del sistema nel suo insieme di conservare l'aderenza del suo operare pratico ai principi sui quali era (e ancora rimaneva) impostato.

- Nella scuola venivano a mutare le concezioni sul ruolo dell'intermediazione finanziaria; l'Università veniva respingendo le precedenti concezioni sul carattere instabile, come caratteristica endemica, della finanza. Forse con più precisione, pur concordando sulla instabilità dei circuiti finanziari gestiti secondo regole di mercato, si osserva che i costi delle gestioni amministrative nell'allocazione delle risorse e per la democraticità del sistema (quanto a concentrazione di potere amministrativo nel settore) sono tali da richiedere comunque di tornare al mercato, proponendo nuove soluzioni. Sono scuole di espressione USA, ma che hanno influenzato anche l'ambiente culturale europeo e italiano. Esse tendono a ricondurre al mercato i circuiti finanziari, articolandone le forme e rivalutando il momento imprenditoriale nella concorrenza²⁵.

- Questi orientamenti trovano già un ambiente sollecitato in Italia da meno recenti tentativi di aprire il sistema finanziario alla raccolta diretta del mercato di borsa, come servizio da offrire al largo pubblico, in concorrenza con la raccolta intermediata del settore bancario. Già Ascarelli negli anni '50 aveva sollecitato il legislatore ad occuparsi del mercato di borsa per renderlo

24) Cfr. Ricerca LUISS-CERADI, *Il sistema finanziario italiano*, (coordinata da Carli G.), 1989:

25) Una sintesi efficace e decisamente politica dell'obiettivo di deregolamentare i sistemi leggiamo in Nigel LAWSON, *The state of the Market*, Occasional paper 1988; dice l'allora Chancellor of the Exchequer: "The history of Western civilisation cannot be divorced from the development of the market economy. Today, that may sound like a truism. But even 10 years ago, it would have struck a rather radical note. For over the post-War period, the benefits of the market economy -the benefits of freedom of choice, and of competition- were increasingly lost from view, in apparently inexorable advance of the scope and power of the State"; "The most striking example of the effects of deregulation at work is the financial sector"; segue la rassegna delle principali misure di deregolamentazione adottate dal Governo Thatcher. Cfr. di recente per una buona ricognizione CHESNAIS F., *La mondialisation du capital*, Parigi 1994.

idoneo al largo pubblico. Questo richiedeva interventi sulla disciplina di borsa, societaria e soprattutto fiscale, onde ricondurre a perequazione il trattamento dei redditi da prodotti finanziari, siano essi bancari o di diretta emissione da parte delle società industriali. La legge del 1974 n°216, è un primo tentativo in questo senso, con la istituzione della Consob, con la nuova disciplina dei bilanci, della revisione contabile, delle azioni di risparmio, con l'istituzione della cedolare secca sui dividendi²⁶. Nella stessa direzione sono gli interventi tesi a perequare il trattamento degli interessi su obbligazioni, siano esse bancarie o industriali.

- Comunque la disaffezione culturale trovava stimoli più immediati dal rivelarsi di distorsioni che interessavano lo stesso impianto del sistema.

La proprietà pubblica delle imprese industriali, lungi dal garantire la gestione manageriale indipendente, capace di bilanciare il potere economico privato, è andata degenerando in gestione politica inefficiente sul piano economico e pericolosa sul piano delle istituzioni economiche democratiche; lo stesso accadimento si è manifestato nel sistema bancario, sia pure corretto dal senso istituzionale della Vigilanza. Così ancora la rigida regolamentazione del sistema bancario ha avvilito la concorrenza al punto di aggravare l'inefficienza dell'intermediazione. Lo stesso carattere della regolamentazione ha ridotto le imprese a servizi pubblici, con conseguenze distorsive sul piano giuridico; ha sollecitato l'applicazione di disposizioni ingiustificate al di fuori dello stretto settore statale, al quale in definitiva sono stati equiparati gli esponenti bancari, dichiarati esercenti un pubblico servizio ai fini della disciplina penale²⁷. Si aggiunga che proprio negli anni '80 si è assistito ad un certo disordine nella raccolta del risparmio fra il pubblico, dovuto anche alla caduta della sanzione penale per l'abusiva raccolta. Il fenomeno, che non aveva raggiunto dimensioni tali da alterare il sistema, aveva peraltro creato aree di illegittimità e danni a risparmiatori, che giustamente preoccupavano gli organi di vigilanza e infine il legislatore: erano segni di abusivismo, ma che da qualche parte, a mio avviso erroneamente, erano assunti anche come segni di una nuova realtà di mercato che andava formandosi nella intermediazione finanziaria, e che sarebbe stato opportuno stimolare (a mio avviso, in quel contesto, erano soltanto espressioni di lassismo sui piani del controllo -caduta della sanzione penale- e della imposizione fiscale, elusa con diversi espedienti, contro i quali si erano rivelati carenti

26) Cfr. al riguardo circolare Assonime n°179/74 e in *Riv. soc.* 1974, p.853.

27) Cfr. la giurisprudenza citata alla nota 10.

gli strumenti a disposizione)²⁸.

- Stimoli ancora più decisivi al cambiamento vengono dalle condizioni dell'economia internazionale. Questa andava profondamente mutando, nel dirompere di liberi mercati nella finanza internazionale, grazie anche alle innovazioni tecniche, con conseguenti importanti trasformazioni nelle politiche nazionali dei paesi che più condizionano la struttura dei nostri mercati, imponendo anche all'Italia nuove soluzioni per restare in qualche modo integrata sul piano internazionale²⁹.

- Su queste nuove concezioni andavano e vanno muovendosi le politiche della Comunità Europea, costringendo anche gli stati più tradizionali ad innovare, per prepararsi al mercato unificato dei settori bancari e dei mercati assicurativi e mobiliari. In questa direzione decisamente si è orientata la Francia, che partiva da strutture analoghe all'Italia, innovando profondamente l'ordinamento, secondo un processo ancora in corso, teso a trovare un nuovo equilibrio tra sovranità nazionale ed integrazione europea; e teso ad orientare le istituzioni europee, per i settori di competenza, ad acquisire quell'autorità necessaria allo svolgimento di politiche economiche e sociali, in modo che l'apertura internazionale non significhi rinuncia alle istanze sociali della Nazione (ne è espressione il trattato di Maastricht). La posizione francese è un indubbio riferimento anche per l'Italia, in qualche modo costretta a seguire medesime politiche a rischio di andare ai margini della CEE³⁰.

- Peraltro il dato nuovo e determinante, dal quale non si può prescindere, è rappresentato dalla condizione del debito pubblico, in continua crescita e ormai di consistenza tale da alterare la struttura finanziaria del Paese: per i flussi che determina; per i vincoli che comporta la decisione pubblica nella scala di remunerazione dei redditi da capitale; per la definizione dei rispettivi regimi impositivi; per i condizionamenti sul cambio della moneta³¹.

28) Su questa esperienza e sulla legislazione dell'epoca, il mio studio nel *Trattato di diritto privato*, a cura di Rescigno.

29) Cfr. BOURGUINAT, *Les vertiges de la finance internationale*, Parigi 1987; STRANGE, *Capitalismo d'azzardo*, Bari 1988; LUCIANI (a cura di), *La finanza americana fra euforia e crisi*, Fondazione Olivetti 1989; ESAMBERT, *Le guerre économique mondiale*, Parigi 1991; particolarmente utile PIQUET MARCHAL, *Histoire économique de l'Europe du dix: de la seconde guerre mondiale à j'ourd'hui*, Parigi 1985.

30) COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Libro bianco*, 1993.

31) CARLI, *Pensieri di un ex governatore*, Pordenone 1988, pp.121-132; *Cinquant'anni di vita italiana*, Bari 1993, pp.385-392.

- In definitiva il sistema finanziario italiano si confronta con: apertura internazionale dei mercati valutari e dei capitali; dimensioni del debito pubblico; armonizzazione delle discipline CEE, dove particolarmente stringente si rivela il regime della concorrenza comunitaria sul punto in cui è di ostacolo alle tradizionali politiche di sostegno, agevolazioni finanziarie e tributarie, apporti di capitale e di fondi di dotazione (la disciplina della concorrenza e degli aiuti alle imprese). La sanzione, per l'eventuale insuccesso nel gestire il confronto, è l'isolamento del Paese dal sistema politico europeo, di cui diverrebbe dipendente anziché protagonista. Questa eventualità è tra le possibilità da mettere seriamente in conto, nel perdurare della debolezza politica. Ciò in quanto sarebbe soluzione più aderente all'assetto attuale del sistema finanziario, e quindi quasi naturale in assenza di volontà di intervento.

5. L'aggiornamento della legislazione: alla ricerca del nuovo modello.

In presenza di queste nuove condizioni l'ordinamento italiano ha tentato di avviare l'aggiornamento. Peraltro ci si è mossi con difficoltà, senza sufficiente maturazione legislativa, e prima ancora senza preparazione dell'opinione pubblica, sulle cose che si dovevano e si andavano a fare. In buona sostanza è mancato un progetto definito d'intervento; mentre si sono scontrati più progetti e più orientamenti contestualmente alle istanze di adeguamento all'ordinamento comunitario e alle contingenti esigenze del quotidiano; tra le quali anche le congiunture parlamentari, ora favorevoli a questa ora a quest'altra soluzione, con incongruenti sovrapposizioni³².

5.1. Il modello di riferimento.

Si può da prima tentare di delineare il nuovo modello di riferimento, traendolo piuttosto dalle intenzioni che emergono dalle proposte legislative e dagli indirizzi politici dei Governi che si sono succeduti e delle Autorità competenti, piuttosto che dalle leggi finalmente approvate e dai fatti accaduti, per poi confrontare rapidamente le intenzioni con lo stato attuale del sistema.

- La legislazione valutaria, che garantiva l'autarchia del sistema finan-

32) VISENTINI G., *I mercati finanziari italiani e la sfida europea: prime valutazioni sulla recente legislazione*, in *Banche e mercati finanziari in Germania*, Centro Beneduce, Roma 1991.

ziario italiano, è stata abrogata. Con questa sono create le condizioni per l'integrazione del mercato finanziario italiano nel mercato europeo e, tramite questo, nel mercato internazionale. E' riconosciuta ai capitali la libertà di movimento, nei limiti consentiti dalle esigenze di imposizione e controllo fiscale: la libertà non è dunque senza condizionamenti, come potrebbe sembrare (c.d. monitoraggio fiscale)³³.

- Sono rimossi i vincoli alla costituzione di aziende di credito e alla distribuzione territoriale degli sportelli; sono del pari rimossi i vincoli di gestione di portata più penetrante: vincoli di portafoglio, riserve obbligatorie; cartello bancario. L'operatività degli enti creditizi, anche mediante la loro organizzazione in forma di gruppo creditizio, è stata estesa a tutte le forme di intervento finanziario, provvedendo alla eliminazione delle specializzazioni; recente è la nuova disciplina che consente loro anche il finanziamento partecipativo, mediante acquisto di azioni ordinarie. E' reso possibile l'orientamento del sistema verso la c.d. banca universale, secondo la tipologia tedesca, ripresa nella disciplina CEE.

- Sono state create le condizioni per modificare l'assetto proprietario degli enti creditizi pubblici, con un intervento straordinario che ha stimolato la trasformazione degli enti pubblici (enti di diritto pubblico e casse di risparmio) in società per azioni; lo stesso intervento ha agevolato sul piano fiscale le ristrutturazioni mediante accantonamenti e conferimenti. Gli obiettivi politici dell'intervento sono il rafforzamento patrimoniale degli enti creditizi; creare le condizioni per collocare sul mercato quote di partecipazione alle banche, stimolando la loro quotazione in borsa. Si vuole modificare l'assetto proprietario delle banche in modo da ricostruire il sistema finanziario sulla banca universale (ove le specializzazioni dipendono dalla individuale vocazione di ciascun ente), banca di proprietà privata. Proprio per queste ragioni si è contestualmente provveduto a regolare la partecipazione dei privati alle banche, in modo da evitare concentrazioni di poteri su poche mani; si è provveduto anche a rafforzare la vigilanza di tipo prudenziale, in modo da sostituire, agli effetti del con-

33) Il processo di liberalizzazione valutaria, iniziato con la l.26/9/1986 n°599 (Revisione della legislazione valutaria) è poi proseguito con il testo unico delle leggi in materia valutaria approvato con d.p.r. 31/3/1988 n°158, con il quale si affermava la libertà delle relazioni economiche e finanziarie con l'estero secondo la disciplina contenuta nello stesso t.u.. La liberalizzazione valutaria si completa con il d.p.r. 29/9/1987 n°454 (Disposizioni in materia valutaria) e la l.21/10/1988 n°455 (Depenalizzazione degli illeciti valutari).

trollo, una regolamentazione esterna (più trasparente ed in linea con le esigenze del mercato) alla dipendenza interna (informale) rappresentata dalla titolarità pubblica dell'ente. Tutto ciò crea condizioni favorevoli ad un mercato concorrenziale regolato del sistema bancario, che s'intende rafforzare in questa direzione, nell'integrazione dei mercati europei³⁴.

- La disciplina del settore assicurativo è rinnovata, in aderenza alle direttive CEE, liberando i vincoli alla composizione delle riserve ed avviando l'orientamento delle imprese verso l'integrazione nel sistema finanziario³⁵. L'INA è di recente ristrutturata secondo caratteri d'impresa in modo da collocare il gruppo assicurativo nel settore della proprietà privata, ciò che è accaduto.

- Anche gli enti pubblici economici di gestioni industriali vengono trasformati in società (IRI, ENI, ENEL), quale condizione preliminare ad un vasto ed intenso programma di "privatizzazione" dell'industria pubblica. Questo programma era stato ampiamente sostenuto dal governo Amato -che della sua attuazione aveva fatto argomento di credibilità dell'azione politica del Governo stesso- programma ripreso dal Governo Ciampi, che ha portato a compimento alcuni importanti trasferimenti; il programma è riaffermato dall'attuale Governo, che ha avviato privatizzazioni per il momento mantenendo il controllo di maggioranza. Gli obiettivi sono sia di efficienza sia di redistribuzione sul mercato del potere economico in modo da ricostruire la separazione tra potere politico e potere economico nella dialettica del mercato, non essendo riuscito soddisfacente l'assetto pubblico³⁶.

- Sul piano dei programmi politici si è dedicata attenzione al mercato

34) I provvedimenti legislativi che hanno orientato il sistema in questo senso sono la l.30/7/1990 n°218, c.d. legge Amato, (Ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico), d.lgs. 20/11/1990 n°356 (Ristrutturazione e disciplina del gruppo creditizio) ed il d.lgs. 14/12/1992 n°481 che ha recepito nel nostro ordinamento la seconda direttiva comunitaria di coordinamento bancario. L'intera disciplina ha trovato poi sistemazione organica nel testo unico in materia bancaria e creditizia d.lgs. 1/9/1993 n°385.

35) Si vedano la l.10/6/1978 n°295 per le società di assicurazione ramo danni e la l.22/10/1986 n°742 per le società di assicurazione ramo vita, le quali disciplinano gli investimenti a copertura delle riserve tecniche.

36) Al riguardo si veda la comunicazione del 20 settembre 1993 del Presidente del Consiglio C.A. CIAMPI al Senato della Repubblica sulla politica di privatizzazione del Governo, in PRESIDENZA DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI, *Governo Ciampi. Rapporto conclusivo*, Aprile 1994, p.230. Inoltre, MARCHETTI P.G., *La privatizzazione in Italia: leggi e documenti*, in *Riv. soc.* 1994, p.187, contiene amplissima documentazione sulla materia.

di borsa, per ristrutturarlo e porre così le condizioni del suo sviluppo, nella considerazione corretta che l'efficienza del mercato azionario, e in generale della raccolta diretta da parte delle aziende industriali, è una necessità per convertire al mercato il sistema finanziario italiano, in aderenza alle esigenze dell'integrazione europea. Si sono arricchiti gli intermediari: fondi comuni d'investimento, sim, fondi pensione (ora si parla di fondi chiusi, di fondi immobiliari).

- Lo sviluppo del mercato di borsa nella prospettiva degli indirizzi politici troverebbe ragione anche nella necessità di rispondere al problema del carattere concentrato, familiare, del potere economico. Nella constatazione che male si è fatto a fare affidamento sul potere economico statale per equilibrare il potere economico privato, per le distorsioni che ne sono risultate nella gestione della proprietà pubblica, si vuole operare nel senso di diffondere la proprietà aziendale sul mercato. Questo obiettivo richiede una borsa efficiente³⁷.

Nella stessa direzione ci si è mossi con l'approvazione della legge sulla regolamentazione della concorrenza, che ha anch'essa lo scopo di contenere le concentrazioni di potere economico, cosa che si può fare se nel Paese è disponibile una base alternativa alla proprietà aziendale, che sarebbe appunto data dai capitali che affluiscono in borsa: proprietà diffusa fra il pubblico.

5.2. Le difficoltà che si frappongono al rinnovamento secondo gli intenti enunciati.

E' difficile rispondere se questi obiettivi fossero enunciati per ingenuità, per stare in linea con le soluzioni avviate in altri sistemi, oppure come obiettivi politici che dissimulano necessità d'intervento più immediate e contingenti, le quali venivano imponendosi sul piano degli interessi e delle necessità congiunturali. Saranno le vicende future a dirci l'indirizzo che si consoliderà e a consentire all'annalista di spiegare meglio gli accadimenti.

Comunque sia, è un fatto che il programma così ricostruito non è mai stato oggetto di compiuta definizione politica, di esposizione e di analitica traduzione in disegni di legge governativi, sicché è rimasto spesso sullo sfondo più come proposizioni d'intento a fronte d'interventi disparati. Di conseguenza non è stato possibile studiare analiticamente le compatibilità del programma, che così fumosamente veniva enunciandosi, con le condizioni italiane, e le

37) ASSOGESTIONI, *Borsa e opportunità di sviluppo delle imprese italiane*, Quaderni di documentazione e ricerca n°10, Roma 1993.

eventuali soluzioni alternative. Più grave, è mancata quella dialettica così importante per la decantazione dei problemi, per la maturazione ragionata del consenso, e dunque per la qualità del risultato di riforma. E' molto probabile che saranno i fatti a darci la soluzione.

Le condizioni italiane non paiono compatibili con propositi di rinnovamento troppo ambiziosi. In particolare due aspetti preoccupano.

La situazione e lo sviluppo del debito pubblico rappresentano incontestabilmente la condizione di compatibilità più importante, ed ineludibile, al punto che ci si dovrebbe domandare se soltanto dopo aver raggiunto il controllo del debito pubblico sia da affrontare la ristrutturazione del sistema finanziario, per evitare distorsioni e deviazioni dagli obiettivi. La questione, come è noto, non sta tanto nella eliminazione del debito, quanto nel controllo del suo incremento.

Vi è una seconda condizione la cui soddisfazione si presenta necessaria per affrontare la riforma. La capacità politica delle istituzioni di decidere ed attuare una politica al riguardo. E' indubbiamente la stessa condizione necessaria per sottoporre al controllo il debito pubblico; ed è necessaria anche per dare nuovo assetto al sistema finanziario secondo gli ambiziosi indirizzi che emergono. Non vi è dubbio che la ristrutturazione del sistema finanziario coinvolge interessi radicati, interessi che soltanto una decisione politica solida nel suo fondamento è in grado di affrontare, una decisione che si avvale anche dell'opinione pubblica, la quale può essere seriamente impegnata soltanto se si manifestano con chiarezza gli indirizzi politici di riforma: torniamo ai rilievi sopra avanzati. Tutte queste condizioni, ormai da vari anni, trovano difficoltà a dispiegarsi.

5.3. La recente legislazione: insufficienza e deviazioni rispetto al modello di riferimento.

I risultati sono invero per lo più deludenti.

- Il mercato dei capitali è rimasto formalmente aperto, ma a costo di drastiche ripetute svalutazioni della lira (siamo a oltre 1030 lire verso il marco), e della sospensione dai vincoli dello SME, le cui conseguenze, stando a quanto avevano avvertito le Autorità di Governo e monetarie al tempo della sospensione del vincolo (Governo Amato), avrebbero potuto essere assai gravi. La lira andava certamente svalutata, ma in modo controllato. Sul momento ne hanno beneficiato le esportazioni ma è forte il rischio di isolamento dall'area europea più avanzata che comporta la mancata partecipazione allo SME. Comunque sia, è evidente che non è questa la via che consente l'integrazione internazionale, la quale presuppone la stabilità del cambio, secondo indicazioni costantemente date dall'Autorità monetaria, e ripetute in questi giorni.

- La trasformazione in società delle banche di diritto pubblico è stata accompagnata da vincoli alla cessione del controllo pubblico e da limitazioni alla proprietà privata, che finiscono con il porre ostacoli alla privatizzazione del settore; contraddittorio con l'obiettivo è il limite legale alla partecipazione azionaria che, nell'intento dichiarato di creare l'azionariato diffuso, facilmente può portare alla stabilità del controllo da parte di esponenti garantiti per legge nella loro posizione; in ogni caso le condizioni del mercato mobiliare rendono difficili le cessioni spontanee, tenuto anche conto della congiuntura dell'economia e della borsa, e quindi rendono artificiosa e transitoria la diffusione dell'azionariato³⁸.

Si deve anche rilevare la mancanza di una visione omogenea nel Paese, nell'opinione pubblica e tra gli addetti ai lavori, sul senso e la portata della privatizzazione. E la mancata discussione parlamentare sulle questioni politiche della prospettata riforma ha aggravato gli equivoci. Ho già detto che in generale è mancata sufficiente maturazione politica circa i problemi del sistema finanziario. E così, anche a questo riguardo, non si sono formate le condizioni di un impegno politico in grado di tradursi in decisioni. Al di sopra di interessi alla conservazione -naturali in trasformazioni di questa portata- le ideologie e le filosofie favorevoli alla presenza nell'economia di un importante settore pubblico d'impresе sono tutt'ora diffuse; le stesse forze di governo si esprimono in modo confuso³⁹. Si aggiunga che sono ancora presenti concezioni che preferiscono che il sistema bancario e finanziario resti gestito come servizio amministrativo, al riparo del mercato, secondo la nostra tradizione⁴⁰.

38) Ciò che mette in rilievo VISENTINI B. in numerosi interventi su "Repubblica" (Cfr. 16 dicembre 1993, 16 febbraio 1994, 28 aprile 1994, 27 maggio 1994, 21 giugno 1994 e 15 novembre 1994).

39) È praticamente inutile cercare a questo riguardo precisi e chiari impegni politici dalle singole componenti della maggioranza.

40) Ricordo: "È tempo che gli economisti, per esigua che possa essere la loro voce, non si limitino ad analizzare *a posteriori* il susseguirsi di "crolli sconvolgenti", ma dissocino *a priori* la loro responsabilità con il documentare i costi sociali del mercato di borsa. Nelle condizioni odierne di estesa concentrazione del potere economico e finanziario, esso non è strumento di vigore competitivo e di allocazione efficiente del capitale monetario; bensì strumento di un complesso intreccio di manovre e strategie, prive di ogni connessione con la logica di un'economia di mercato e rese possibili dalle deformazioni che essa ha subito con l'affermarsi di una configurazione storica del capitalismo, ormai anacronistica", CAFFÈ, *Un'economia in ritardo*, Torino 1976, p.47, queste parole sono tratte da un saggio del 1974; ma esprimono concezioni che anche oggi trovano aderenti in ogni area politica. Sul piano generale delle concezioni per una recentissima riflessione v. A. HAWORTH, *Anti-libertarianism markets, philosophy and myth*, New York 1994, (Routledge).

E' vero che queste concezioni trovano ostacolo nella internazionalizzazione dei mercati; ma è anche vero che la crisi recente dell'economia mondiale ha stimolato ripiegamenti e ripensamenti sul ruolo della finanza, anche in altri paesi e nella gestione dei mercati internazionali. Nel presupposto della necessità di regolamentazioni stringenti si prospetta la creazione di aree regolamentate a livello sovranazionale, tra le quali la Comunità europea è l'area che a noi interessa. La difficoltà peraltro d'integrazione per l'Italia giustifica oggi cautela, e forse ripiegamento sull'impiego della sovranità nazionale. Sono queste opinioni da non trascurare, perché seriamente radicate nei fatti.

Quello che si lamenta è che il dibattito non sia svolto con il dovuto approfondimento, lasciando spazi per opinioni ed equivoci. Ed infatti anche la soluzione di orientamento pubblicistico richiede un'appropriata disciplina per dare un soddisfacente assetto alla proprietà pubblica, sia essa anche transitoria, in vista di future cessioni del controllo, cosa resa ancora più urgente in seguito alla trasformazione degli enti in società per la sottrazione della gestione dell'impresa a quella disciplina particolare, sia pure insoddisfacente, che apprestava il sistema amministrativo dell'ente pubblico. La proprietà pubblica richiede comunque una diversa disciplina rispetto alla proprietà privata: l'identità di forma nella gestione societaria dell'impresa non può nascondere i problemi specifici di regolamento del socio pubblico che ne detiene il controllo (cfr. la legislazione francese al riguardo; lo stesso nostro sistema degli enti di partecipazione -insoddisfacente- era ispirato da analoghe esigenze). In particolare è mancata ogni disciplina procedurale sulle designazioni delle nomine di dipendenza pubblica (sia pure indiretta); è mancata ogni attenzione sui problemi di concentrazione del potere economico pubblico nei casi di fusioni o acquisizioni tra le diverse istituzioni che detengono il controllo; scarsa la sensibilità alle questioni di trasparenza e regolamentazione dei poteri che la proprietà pubblica solleva del pari della proprietà privata, ma secondo diverse prospettive che la disciplina privata non è in grado di soddisfare. Si assiste a soluzioni contraddittorie quando si vuole ripartita tra più soci la proprietà della società bancaria, quando è proprietà privata; e si consente invece la concentrazione del controllo, quando la proprietà è pubblica. A questo riguardo vi sono diverse ed autorevoli indicazioni, come la prospettiva di distribuire la proprietà tra enti pubblici di diverso fondamento di legittimità (Stato, regioni, comuni) o indipendenti (fondazioni: peraltro da capire meglio il senso dell'istituto) e la proprietà privata. La questione, assai difficile, non è ancora affrontata seriamente.

- In buona sostanza la legge di ristrutturazione delle banche ha stimolato, anche grazie a consistenti agevolazioni tributarie, il riassetto della proprietà all'interno del settore pubblico, secondo un orientamento di riduzione

del numero dei soggetti, orientamento positivo se dettato da ragioni gestionali (peraltro oggi si dice essere meno conveniente la concentrazione per le attività bancarie semplici, quali quelle di raccolta e di erogazione verso il largo pubblico) ma che indubbiamente può accrescere i problemi che solleva la concentrazione in poche mani del controllo (anche se pubblico).

Per il momento invece non sembra che l'intervento del legislatore abbia ancora raggiunto seri risultati sul piano della ristrutturazione aziendale (produttività) della banca, ristrutturazione che sembra richieda importanti riduzioni di personale, stando anche alla testimonianza di un autorevole esponente bancario⁴¹. La cronaca dei lavori di approvazione della legge ci offre qualche spunto, che consente di valutare l'accaduto, e spiega i problemi di oggi quando in Parlamento, per agevolarne l'approvazione, si assicurò che dalle ristrutturazioni non ne sarebbe derivata riduzione nella consistenza del personale. Si deve aggiungere la notazione poco lusinghiera di operatori esteri sulla efficienza del nostro sistema bancario⁴². Si resta dell'impressione che la legge Amato abbia mancato l'obiettivo primario della ristrutturazione aziendale per accrescere la produttività delle banche, che si sono dedicate invece alla ristrutturazione degli assetti proprietari.

- La legislazione sul mercato mobiliare e di borsa è risultata inutilmente complessa e, come rivelato anche a livello comunitario, autarchica, protettiva di operatori nazionali. Al riguardo per la legge SIM si è subito aperta l'istruttoria CEE sulla sua compatibilità al Trattato. La legislazione sulle SIM, sull'OPA, sull'Insider, è mediocre nella struttura e nelle tecniche e sostanzialmente conservatrice del precedente sistema. Essa è accompagnata da una legislazione fiscale che non solo non ha favorito il mercato -come invece contestualmente accadeva nei paesi a noi vicini, Francia e Regno Unito- ma ne ha anche aggravato il regime, per il periodo in cui è stata introdotta l'imposta sui guadagni di capitale: proprio il periodo durante il quale più si è dichiarato voler sviluppare il mercato di borsa.

- Merita richiamare alcuni punti della legge che ha regolato le società d'intermediazione mobiliare (SIM), quei punti di cui è difficile darsi ragioni di

41) Cfr. L'intervento del dott. Mazzotta all'assemblea generale della B.d.I. nel 1993.

42) Si veda il recente rapporto MOOY'S, *Italian banking outlook*, Gennaio 1994; cfr. anche la notizia dell'analisi Ibca (agenzia londinese di rating bancario) sul *Corriere della sera* 4 ottobre 1994, che riporta il seguente brano dell'analisi: "Negli ultimi quattro anni il sistema non è cambiato. I vecchi problemi strutturali in gran parte rimangono".

sistema, comunque di sistema meditato, orientato a rinnovare le condizioni del mercato. Li elenco come sintomi a sostegno di quanto ora detto.

a) Già la distinzione della vigilanza tra Consob e B.d.I. non è affatto chiara, pur articolata teoricamente sul criterio della trasparenza alla prima e della stabilità alla seconda. Infatti le SIM restano soggette alla Consob per profili non attinenti alla mera informazione (tenuta dell'albo, con quanto ne consegue), aggravando il carico di competenza della Commissione, già oberata, con rischio di disfunzioni nella sua primaria competenza di garante dell'informazione del mercato, la quale soprattutto riguarda le società quotate. Soluzione più seria sarebbe stata quella offerta dalla legge sui fondi comuni, che affida la vigilanza in generale alla B.d.I., salvo il controllo sull'informazione alla Consob.

b) Ci si è indirizzati nel senso di sottrarre alle banche l'attività riservata alle SIM, nella considerazione del latente conflitto d'interessi, che peraltro per quanto può riguardare il mercato, si riproduce nelle SIM polifunzionali. D'altro canto alle banche si è comunque consentito di esercitare con separata gestione l'attività SIM, con esclusione della negoziazione in borsa. Con ciò riesce davvero incomprensibile la separazione se non in una visione di protezione corporativa, peraltro vanificata dalla possibilità per le banche di costituire SIM. In questo modo si accrescono i costi di gestione anche nei casi in cui si renderebbe inutile per la banca costituire una nuova società; d'altro canto si è persa nei fatti l'opportunità di sfruttare pienamente la rete di sportelli bancari. Meglio sarebbe stato riconoscere pienamente l'operatività delle banche sul mercato (anche direttamente).

c) Si è voluto concentrare in borsa la negoziazione; si è rafforzata la disposizione con una regola davvero anomala che impone a banche, assicurazioni, finanziarie, fondi comuni di negoziare tramite SIM anche le partecipazioni incluse nel portafoglio proprio. Si dice che questo serve a dare spessore al mercato, ma contestualmente si dà ampia apertura al mercato per blocchi, che si attua fuori borsa, sempre però con l'intervento necessario della SIM. E' mancata invece la concentrazione delle informazioni sui prezzi fatti. Anche qui si è ragionato, sembra, in termini di vantaggi corporativi anziché di efficienza del mercato.

d) E' dettato un regime transitorio per gli agenti di cambio distorsivo del sistema, destinato a perdurare nel tempo, distorsivo nel senso che gli agenti restano in spiegabilmente sottratti a numerosi oneri dettati dalla nuova disciplina a tutela del mercato (è una questione di dettaglio, che comunque avvalorava l'orientamento protettivo di interessi di parte, nella piena trascuratezza dei principi predicati di tutela del mercato).

e) Per le reti di vendita si è organizzato un sistema eccessivamente

protettivo dei soggetti abilitati, rendendo veramente difficile l'accesso di nuovi rivenditori (cfr. al riguardo le note rese pubbliche dall'Assoreti). Comunque l'argomento meritava ben più profondo esame da parte della legge ed è questione oggi aperta.

f) E' inspiegabile la distinzione nell'operatività tra SIM e fiduciarie di gestione: solo per le prime è imposto di agire in nome e per conto dei clienti. Poi, a legge in vigore, nei fatti la differenza è ridotta consentendo alle SIM di spendere anziché il nome del cliente un numero (quello del cliente). Se anche questa distinzione (tra sim e fiduciarie di gestione) si spiega soltanto ipotizzando interessi di parte e non interessi istituzionali del mercato, e quindi va criticata, nondimeno va criticato l'espedito per eludere la differenza, che testimonia dello scarso senso del diritto del contesto (operatori e vigilanza) che accetta questo espediente (direi della scarsa autorevolezza di questa legge, assunta nelle coscienze di operatori e di istituzioni essa stessa come un espediente per dare assetto a singoli gruppi d'interesse piuttosto che come legge di accompagnamento del nuovo mercato).

- Il mercato mobiliare ha sofferto dell'incerta collocazione che nel contesto di una realtà così confusa ha trovato la Consob.

Sorta come agenzia con competenze chiaramente circoscritte alla borsa e all'informazione societaria del mercato, ha svolto con pigrizia questa funzione negli anni di preparazione. Sotto la guida del prof. Rossi aveva decisamente imboccato questa strada, senza pervenire a consolidarsi per le sopraggiunte dimissioni del Presidente. La Presidenza del prof. Piga aveva dato una diversa impostazione, profondamente innovando, secondo indirizzi che trovavano sostegno in discussioni di dottrina e di stampa. La Consob sarebbe l'organo di vigilanza tutoria del sistema mobiliare: l'orientamento è di accentuata regolamentazione. In buona sostanza il sistema finanziario sarebbe soggetto a controlli di gestione in ogni sua articolazione: alla Banca d'Italia spetterebbe la competenza sulle banche; alla Consob la competenza sulle imprese quotate e sugli altri soggetti del mercato mobiliare. La ripartizione delle competenze non sarebbe per funzioni, ma per soggetti. In questo nuovo contesto la funzione c.d. di trasparenza sarebbe per la Commissione una delle funzioni collegate alla competenza di disciplina e amministrazione dei mercati, e non la funzione primaria, funzione che si realizza mediante l'approvazione del prospetto informativo, da intendere come l'atto di concessione del diritto di raccogliere il risparmio diffuso⁴³. Vi è in questa ricostruzione della legge una diversa conce-

43) Appunto di *concessione*, stravolgendo la legge, ha parlato PIGA.

zione del modo di regolare l'attività mobiliare rispetto a quella liberale di "mercato", pur predicata all'epoca nelle sedi politiche.

Non vi è da dubitare che in queste condizioni la legislazione che ne è seguita è confusa, come già detto, e sono sovrapposte diverse linee politiche: quella d'indirizzo amministrativo e quella indirizzata al mercato.

Questo probabilmente spiega le difficoltà dell'attuale Consob di definire i suoi compiti, di trovare la sua identità, cosa che si traduce in difficoltà pratiche che vanno ad aggiungersi alle cause che già aggravano il mercato. Certamente nella esperienza si rileva un grave disfunzionamento nell'esercizio dei compiti primari di controllo dell'informazione, causato dall'eccessivo aggravamento delle competenze della Commissione e dalla non idoneità dell'organo, come impostato dalla legge, a operare anche nella funzione di Vigilanza, nel senso bancario, che sembra assumere.

Nella concezione originaria, e a mio avviso quella valida, che vede la Commissione indirizzata a soddisfare le esigenze del mercato all'informazione, la competenza primaria della Commissione dovrebbe restare appunto l'informazione del mercato, alla quale ogni altro compito deve proporsi come subordinato e soltanto se strettamente strumentale. Il legislatore dovrebbe pronunciarsi su questo punto. Questa funzione riguarda innanzitutto i titoli delle società quotate in borsa, che rappresentano -se così si può dire- la materia prima sulla quale si sviluppa il mercato.

Come è noto, il potere della Consob consiste nella ricognizione dei dati; nell'accertamento ragionato sulla loro attendibilità, sulla loro significabilità nell'esprimere la consistenza patrimoniale e l'andamento economico dell'operatore; nel disporre di autorità la pubblicazione da parte dell'operatore delle informazioni selezionate perché utili alle decisioni del mercato. Alla Commissione nell'esercizio di questa funzione davvero fondamentale e primaria per il mercato -la ragione stessa della sua istituzione- non spettano altri compiti: nessuna interferenza sulla gestione delle imprese, sul loro comportamento, sulla tenuta della contabilità ecc.. Questa competenza che superficialmente potrebbe sembrare poca cosa, è invece difficile da esercitare e di forte autorità e responsabilità. Vediamo. Il servizio pubblico dell'informazione si articola nei due momenti della raccolta e disponibilità dell'informazione e poi dell'esercizio del potere di imporre alla società quotata di pubblicare dati e notizie. Il buon funzionamento di questo servizio presuppone, innanzitutto, che la Consob, attraverso i suoi uffici, disponga, per ciascuna società quotata, praticamente delle stesse informazioni di cui dispone il collegio sindacale, o meglio ancora il consiglio di amministrazione. Ciò richiede di dedicare un gruppo di analisti a ciascuna società quotata, al fine di tenere aggiornata l'informazione relativa ad atti e fatti di gestione della società, dell'impresa che la esercita e del gruppo

cui la stessa appartiene. Gli analisti, con il supporto della società di revisione, dovrebbero essere in grado -da un lato- di individuare le esigenze di approfondimento che possono richiedere interventi informativi e ispettivi specifici e -dall'altro- di istruire per ciascuna società in ogni momento le pratiche necessarie per esercitare in modo selettivo, e secondo l'urgenza, il potere di pubblicazione e di divulgazione delle informazioni.

Solo a queste condizioni il mercato, pur in assenza di specifici interventi della Commissione -come accade spesso e così anche nella recente importante vicenda che ha coinvolto il gruppo Ferruzzi- può fare affidamento sulla qualità del controllo e quindi sui dati ufficialmente disponibili, o comunque resi noti dalla stampa senza sollecitazione dell'Autorità⁴⁴.

44) Il 4 giugno 1993 Mediobanca accetta l'incarico di ristrutturare il gruppo Ferruzzi-Montedison; il 7 giugno la Price rilascia la certificazione al bilancio '92, depositando il successivo 11. Con il 28 giugno, convocata l'assemblea, vengono denunciate ulteriori perdite per 635 miliardi. La Deloitte, incaricata di verificare i conti, accerta oltre 600 miliardi di perdite. La Commissione denuncia gli amministratori per falsa comunicazione e falso bilancio; revoca l'incarico di certificazione alla Price. Tuttavia non mi risultano comunicazioni ufficiali, cioè dati resi pubblici su ordine formale. Non che questo fosse necessario. Peraltro v'è da chiedersi se il controllo sull'informazione negli anni passati sia stato espletato con quella profondità e continuità che esige il servizio, come accennato nel testo. Può essere che così sia accaduto, ma allora è assai strano che non si sia scoperto nulla. Comunque sarebbe buona tecnica legislativa prima di promuovere iniziative tese a modificare la legge, accertare in fatto se la funzionalità amministrativa del servizio abbia operato nel modo più soddisfacente, altrimenti è serio il rischio di legittimare la disfunzione del servizio dovuta all'operatività amministrativa e non a carenze legislative, come penso dover riconoscere in questo caso (peraltro solo il Governo è in grado di stabilire la situazione di funzionalità in fatto del servizio). I dubbi derivano da altri sintomi di non soddisfacente funzionalità. Ad es., è noto dalla stampa che il gruppo Ferruzzi aveva subito gravi perdite per operazioni speculative sui mercati USA: all'epoca erano state esperite le indagini necessarie a garantire l'informazione? Ripeto, non a ostacolare o denunciare, soltanto ad informare.

Più di recente desta qualche perplessità il caso *Tripovitch*. Si tratta di una società caduta in grave crisi a poca distanza di tempo dalla immissione sul mercato di borsa di azioni, su prospetto informativo. La situazione critica del gruppo è già rilevabile dai dati di bilancio consolidato relativi agli esercizi 1992 e 1991: a) la redditività operativa scende dal 2,4% del 1991 all'1,7% del 1992; b) gli oneri finanziari salgono dal 2,7% del volume di affari nel 1991 al 4,2% nel 1992; c) il costo medio dell'indebitamento oneroso passa dal 6,5% del 1991 al 9,7% del 1992. Questo andamento decisamente negativo (che ha determinato poi la crisi) non è stato adeguatamente segnalato; anzi presentato come situazione congiunturale in via di superamento quando il gruppo ha avuto la necessità di andare sul mercato con un aumento di capitale, nell'autunno del 1993, subito prima della crisi, indicazione fuorviante per il pubblico dei ri-

Ora, in seguito alla nuova legislazione che in modo maldestro si è sovrapposta alla precedente, si ha l'impressione che le nuove competenze acquisite dalla Commissione (sim, opa, insider trading ecc.), competenze di ben inferiore importanza rispetto a quella che si vuole primaria ma nei fatti molto impegnativa, distraggono risorse dalla funzione di informazione per il sovraccarico di lavoro, che finisce per essere deviante proprio per quello scopo primario e ineliminabile.

Poiché è impossibile che la Commissione possa fare tutto, data la limitatezza di risorse, si dovrebbe ricostruire l'originaria impostazione: concentrare ogni risorsa sulla competenza primaria della Consob. Vi è anche ragione di ritenere che le altre funzioni -con risparmio globale di risorse, maggiore efficienza e maggiore correttezza istituzionale- potrebbero essere collocate in altre sedi. Ad esempio potrebbero essere ricollocate presso la Banca d'Italia per le sim, secondo il modello già collaudato per le società di gestione di fondi comuni di investimento; presso la magistratura, per la repressione dell'insider trading; presso il consiglio di borsa, per la gestione del mercato; presso l'Ufficio italiano cambi, per i controlli finalizzati alla prevenzione del riciclaggio (secondo la nuova vocazione dell'Ufficio). Si badi, ho detto maggiore correttezza ed efficienza istituzionale, in quanto la funzione di controllo dell'infor-

sparmiatori. Anche in questo caso sono stati espletati nel corso degli anni tutti i controlli, continui e approfonditi, che richiede il buon funzionamento del servizio d'informazione? In questo caso la disfunzione grave potrebbe riguardare la società che ha rilasciato la certificazione e che ha svolto il servizio di revisione. Peraltro l'Organo di controllo della qualità della informazione fornita (nel caso per il tramite della revisione) aveva strutture sufficienti a garantire appunto la qualità delle relazioni e dei dati, secondo le esigenze di lettura e comprensione del risparmiatore?

L'impressione è che il servizio non disponga di forze sufficienti, per numero e qualità. Del resto lo si può capire: è servizio relativamente nuovo e la competenza è in definitiva originale per il nostro sistema.

Il problema è dunque rafforzare l'organizzazione della Commissione, e nel contempo concentrare le risorse nell'esercizio di questa funzione primaria, evitando aumento di costi e dispersione inutile di risorse. Il problema, è anche di principio, in quanto, ripeto, l'esercizio del servizio di informazione può determinare conflitti impegnativi, per affrontare i quali è necessario rafforzare le garanzie d'indipendenza della Consob, ponendo in chiara luce che l'obiettivo primario è l'informazione, sul quale è valutata la responsabilità nella gestione del servizio. Responsabilità anche di ordine civile, poiché, se si intende orientare il sistema al mercato, è l'azione civile lo strumento di controllo prioritario, sostitutivo e integrativo degli strumenti amministrativi di ordine burocratico.

mazione esprime un potere particolarmente significativo che facilmente può urtare altri poteri pubblici o privati, o porsi in posizione di conflitto con altre competenze: ad es. il servizio di informazione del mercato può entrare in conflitto con l'indirizzo politico contingente del Governo di dismettere partecipazioni pubbliche in tempi rapidi; ancora l'informazione può confliggere con la stabilità dell'azienda controllata: la prima funzione esige che siano diffusi dati utili al pubblico degli investitori, anche se la diffusione può aggravare la crisi dell'impresa; l'informazione deve innanzitutto garantire chi compra rispetto a chi vende. Come è facile rendersi conto, e come l'esperienza insegna, la funzione d'informazione può determinare riflessi su indirizzi politici e dunque creare un conflitto istituzionale particolarmente importante. Per questa ragione va difeso il ruolo tecnico e l'indipendenza della Commissione nel servizio di informazione del mercato.

- Nei fatti le proposte di collocamento sul mercato di industrie pubbliche, più volte ribadite, anche ponendo precise scadenze, hanno trovato difficile attuazione e i casi verificati, importanti, sono stati accompagnati da polemiche. Il momento congiunturale è ora più favorevole. In ogni modo, in presenza della trasformazione privatistica in S.p.A. degli enti pubblici di gestione, valgono le osservazioni già svolte in precedenza⁴⁵.

- L'insufficienza della vigente legge fallimentare, sia pure integrata dalla c.d. Legge Prodi, a regolare le situazioni di crisi aziendale, si rivela sempre più grave.

Un mercato efficiente esprime regolarmente crisi aziendali, che si diffondono nei momenti di congiuntura sfavorevole. Il sistema, proprio a salvaguardia del mercato, deve essere in grado di regolare le crisi secondo procedure che predeterminino le condizioni dell'azienda in crisi, dei soci, dei terzi, dei dipendenti ed in generale dei concorrenti. Il nostro sistema giuridico non offre questa possibilità, tenuto conto delle dimensioni che hanno raggiunto le imprese maggiori, aperte ai mercati internazionali. Di qui la necessità periodica di interventi straordinari di gestione delle crisi: Egam, Efim, le gestioni affidate alla c.d. Legge Prodi (che restano nella sostanza interventi insufficientemente regolati); Federconsorzi. Si possono aggiungere le numerose crisi di imprese

45) La stampa rileva i dubbi politici che si affacciano in ordine alle dismissioni. Ad es. Mondo ec. del 5 novembre 1994 titola in copertina "Privatizzazioni: il grande sogno (impegni a parole, rinvii nei fatti, il Governo bloccato da divisioni interne, non suona la sveglia delle vendite di Stato)".

minori gestite mediante accordi consortili tra i creditori. Tra queste forme è recente l'anomala procedura, affidata a strumenti meramente privati, con la quale viene affrontata la crisi del gruppo Ferruzzi - Montedison, che tante perplessità solleva e che manifesta altre ragioni di insoddisfazione circa l'operatività delle funzioni istituzionali di informazione dei mercati: il caso, a distanza di un anno, meriterebbe di essere seriamente approfondito per gli spunti di verifica e di riforma che potrebbe offrire. Non è possibile prorogare questa lacuna, che reca danno al sistema, come dovrebbe insegnare il caso Efim. Un buon mercato ha bisogno di regole predeterminate, e oggi le dimensioni delle imprese richiedono nuove forme e strutture procedurali; non è plausibile regolare la crisi caso per caso, con leggi o interventi straordinari. Si aggiunga che l'aggiornamento delle discipline fallimentari e la regolamentazione delle crisi aziendali aiuterebbe a dare credibilità al vasto programma di privatizzazione dell'economia, essendo plausibile che la sua attuazione coinvolgerà liquidazione di aziende e crisi di settori non suscettibili di ristrutturazione secondo criteri di mercato.

- Il regime fiscale dei redditi da capitale resta sostanzialmente sfavorevole ai dividendi azionari.

- In ogni modo la situazione del debito pubblico resta la ragione primaria della pratica inconsistenza del mercato mobiliare e, in definitiva, delle anomalie del sistema finanziario. Il rischio dell'aumento degli interessi può riflettersi con gravi danni sul mercato di borsa.

6. Progetto della Commissione Sarcinelli.

Per completezza va ricordato il progetto di ristrutturazione del sistema finanziario elaborato dalla Commissione istituita dal Ministro del Tesoro Guido Carli, Commissione presieduta dall'allora direttore generale Dott. Mario Sarcinelli⁴⁶. Al progetto ha collaborato indirettamente anche la Luiss-Ceradi, attraverso l'apporto di studi e l'assistenza a me prestata, quale membro della Commissione. Richiamo solo alcuni aspetti che possono interessare gli studi sulla revisione del modello del sistema finanziario.

Il progetto, che è rimasto proposta della Commissione, rappresenta

46) Cfr. MINISTERO DEL TESORO, *Per un'ipotesi di legge delega*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma 1991.

comunque il documento ufficiale più compiuto e sistematico sul riordinamento del sistema finanziario italiano: merita qualche attenzione per aspetti, sui quali spesso cadono le discussioni; può aiutare a impostare formalmente i termini dei problemi; anche se le successive vicende legislative hanno reso obsoleto il progetto come tale.

- Sotto il profilo della tecnica legislativa il progetto sceglie lo strumento della legge delega, per principi; è un'ipotesi di legge delega di attuazione della direttiva CEE, che poi è stata in effetti introdotta nell'ordinamento italiano con lo stesso strumento. A differenza peraltro della legge di attuazione della direttiva, l'ipotesi della Commissione Sarcinelli coglieva l'occasione per impostare un intervento di risistemazione del mercato finanziario in generale, e con proposte innovative esplicite e sufficientemente precise, secondo le raccomandazioni della Corte costituzionale in ordine alle deleghe legislative.

- L'ipotesi si muove nella considerazione dell'opportunità di una revisione d'insieme del sistema: banca, borsa, mercati mobiliari.

- Sono accolte, secondo gli orientamenti attualmente maggioritari, le istanze di integrazione dei mercati nazionali e internazionali che suggeriscono tecniche di autoregolamentazione di mercato, ove possibile, sostitutive delle tecniche amministrative: "La raccolta del risparmio, l'esercizio del credito e delle altre attività finanziarie sotto ogni forma rivolte al pubblico sono soggette, nell'interesse pubblico, e avuto presenti il processo di integrazione dei mercati e delle attività finanziarie, alle riserve, alle limitazioni ed ai controlli stabiliti dalla legge allo scopo di garantire: a) criteri prudenziali di gestione delle imprese bancarie e finanziarie, nel rispetto dell'autonomia operativa delle stesse e della concorrenza; b) la correttezza degli intermediari e la trasparenza delle informazioni fornite al pubblico" (art.3, 1.)

- E' chiaramente distinta a livello del sistema la funzione monetaria dalla vigilanza sulla intermediazione finanziaria. Il progetto si occupa soltanto di questa ultima "Le riserve, le limitazioni ed i controlli stabiliti ai sensi del 1° comma non possono in alcun modo essere rivolti al perseguimento di finalità attinenti alla politica monetaria e valutaria" (art.3,2.).

- Nella organizzazione delle autorità i principi formulati esprimono sensibilità alle quattro principali questioni che si pongono nel riassetto del sistema secondo orientamenti di mercato in sostituzione all'impostazione amministrativa: a) rapporti con l'Autorità politica, che per i poteri di vigilanza in genere si pongono in termini diversi dai poteri monetari, per i quali è ormai consolidata a livello CEE l'esigenza di indipendenza funzionale della Banca Centrale. Come da tempo vado ripetendo, e come l'esperienza sembra confermare, l'esigenza e la possibilità, in regime democratico, di conferire indipendenza riguarda il potere monetario e non la Vigilanza, oppure, meglio, la que-

stione si pone in termini diversi nei due casi. Dunque, mentre per la moneta va rafforzata l'indipendenza del potere monetario amministrativo (che riguarda ed opera su aggregati), la Vigilanza, coinvolgendo problemi di efficienza amministrativa con funzioni d'indirizzo relative a singoli operatori individuali, deve essere raccordata al potere politico, con possibilità di intervento, sia pure nella piena trasparenza e distinzione di ruoli e responsabilità, politiche ed amministrative. E' serio il rischio, nel continuare ad operare come se il problema sia unico, di compromettere la piena ed efficace indipendenza del potere monetario, oggi irrinunciabile anche per vincoli esterni⁴⁷; b) la distribuzione bilanciata dei poteri secondo il criterio democratico della separazione nel coordinamento; c) la formale separazione tra gli atti normativi (a contenuto regolamentare) e il provvedimento, secondo un'esigenza che ha trovato accoglimento nella recente legge di riordinamento della Presidenza del consiglio, ma che stenta a trovare applicazione per ogni settore, essendo numerosi i casi, come la materia del credito, che ne restano esentati; d) azionabilità delle posizioni soggettive per rendere effettiva la giustiziabilità del sistema d'intervento, esigenza particolarmente sentita oggi nel settore della regolamentazione della borsa e

47) Il progetto non prendeva posizione sui rapporti istituzionali della funzione di Autorità monetaria con la funzione di Vigilanza sugli intermediari finanziari e sul mercato in generale. La questione è tuttavia importante e merita qualche riflessione. La funzione di Autorità monetaria esige quel grado di indipendenza dai poteri politici che non può essere riconosciuto all'Autorità di Vigilanza, a meno che questa non sia ridotta a semplice attività ispettiva, cosa che non è nella nostra legge. I poteri di vigilanza sono poteri d'intervento su singole aziende, di scioglimento di organi, di liquidazione, sono cioè poteri amministrativi che ricadono individualmente e in modo differenziato sui destinatari, che implicano non solo discrezionalità -in qualche modo controllabile per via giudiziaria- ma valutazione di merito, l'esercizio delle quali è inconcepibile resti sottratto a responsabilità politiche del Governo: e difatti oggi è previsto l'intervento del Ministero del Tesoro. Inoltre la Vigilanza comprende orientamenti sull'assetto del sistema (ad es. banca universale piuttosto che gruppo polifunzionale; orientamento alla formazione di grandi gruppi piuttosto che distribuzione capillare di banche di deposito), cioè scelte di politica del settore che devono restare, dopo l'istruttoria tecnica, di competenza politica. Invece la funzione monetaria, anche per vincoli comunitari, deve essere resa indipendente in un grado maggiore di quanto oggi non sia: e l'indipendenza è compatibile con i principi democratici, trattandosi di funzioni che opera sull'aggregato moneta secondo discrezionalità che può essere circoscritta nel suo contenuto tecnico con il porre l'obiettivo della stabilità della moneta, nel rispetto delle scelte di politica del Governo, e quindi di dialettica con il Governo stesso. È evidente che la funzione monetaria richiede il coordinamento con la Vigilanza, ma non per questo esse non debbono essere istituzionalmente distinte, a garanzia della piena indipendenza dell'Autorità monetaria.

del mercato mobiliare⁴⁸.

- Interessante l'organizzazione dei mercati mobiliari, che vede la possibilità di istituire mercati liberi accanto al mercato ufficiale. In questo contesto sono precisate le funzioni della Consob in relazione al mercato mobiliare in genere come depositaria della funzione informativa, decisamente primaria.

- Viene rafforzata la tutela privatistica rappresentata dall'azione di risarcimento dei danni, la cui importanza è primaria in un sistema di mercato, quale meccanismo di tutela sostitutiva della regolamentazione amministrativa (cfr. art.8)⁴⁹.

48) La tutela giurisdizionale in via amministrativa (Tar e Consiglio di Stato) non è affatto rispondente alle ragioni di garanzia che esprime la materia in esame: a) innanzitutto interviene in seguito all'emanazione del provvedimento, con richiesta di tempi che vanificano la tutela nella materia dell'intervento in economia e relativamente alle operazioni d'impresa; b) la prospettazione come interesse legittimo dell'interesse azionabile, se da un canto consente al giudice di sindacare le scelte discrezionali mediante lo strumento dell'eccesso di potere, è ritenuta spesso insufficiente quando, come nei casi in esame, si manifestano situazioni di danno: è questione che si pone sul piano generale, della risarcibilità dei danni da interesse legittimo, ma che nelle operazioni d'impresa è più percepibile; c) in ogni modo talune decisioni, come i provvedimenti di intervento sulla disponibilità d'impresa (es. liquidazione coatta, sospensione di cariche, valutazioni di qualità personali) devono essere ricondotti all'autorità giudiziaria ordinaria come lesioni di diritto soggettivo; d) è comunque necessario stemperare il rapporto d'autorità in un procedimento che fornisca garanzie al destinatario, garanzie di ordine procedimentale, compresa la facoltà di sollevare incidentalmente ricorso per via amministrativa, ed è necessario non soltanto a garanzia degli interessi delle parti, ma della stessa efficienza del sistema, sottraendo il più possibile il rapporto a quelle vicende c.d. di *moral suasion* (già da tempo rilevate con valutazione negativa, es. Minervini), che sono il naturale sfogo dell'assenza di formali procedure. L'assenza di normali procedure non raramente spinge il destinatario della c.d. pressione morale a servirsi dello stesso strumento invertendone la direzione, affidando su situazioni di fatto informali, come ad es. le dimensioni e l'importanza come operatore economico nel sistema; il coordinamento con altri destinatari che rafforza la posizione nel portare la questione a principio; la naturale e legittima presenza di interessi d'ordine politico; la altrettanto naturale vicinanza a sensibilità politiche e a istituzioni politiche, che resta del tutto legittima nei limiti della correttezza democratica (le c.d. *lobly*, intese come strumenti di sviluppo del discorso politico, il cui problema è darvi *regole*, ma la cui presenza regolata e trasparente è salutare per la dialettica democratica). Il procedimento orienta tutte queste ineliminabili espressioni di rapporti costringendole al formalismo, riducendo così quanto di *opaco* (informale) vi è nella *moral suasion*.

49) Vanno sviluppate non soltanto le azioni civili tra privati, ma anche dei privati nei rapporti amministrativi in relazione all'ordinato svolgimento dei servizi, quando i difetti di funzionamento integrino ipotesi di danno civile. Ho fatto cenno all'importanza di sostituire ed integrare la vigilanza amministrativa con le azioni private: è uno dei modi per orientare il

7. Conclusioni: le istanze che sono avanzate e lo stato dei fatti.

Non è certamente facile delineare un modello di assestamento del sistema finanziario che accolga i principi dell'integrazione nei mercati europei e internazionali, della esaltazione del momento d'impresa degli operatori e, nel mercato del risparmio e del finanziamento, dei principi della concorrenza tra intermediazione bancaria e raccolta diretta da parte delle imprese industriali, con l'ausilio di intermediari del mercato mobiliare, nella loro diversa forma.

E' progetto difficile da attuare per le condizioni economiche e poi politiche, le quali ultime soprattutto non consentono di avere una prospettiva sufficientemente affidabile affinché il giurista possa con proficuo suggerire tecniche d'intervento: si tenga presente che soltanto la sede politica può decantare un progetto che impegni nel confronto, determinante, con le forze sociali e gli interessi coinvolti. E' ancora più difficile perché qualunque serio intervento esige un progetto d'intervento particolarmente incisivo sulle situazioni costituite; richiede per ciò di essere gestito con perseveranza nel tempo, coscienti che soltanto dopo più anni si potranno ottenere i risultati cui si tende: si tratta di un lavoro che potrà richiedere al meno una legislatura.

7.1. Condizioni e scelte per aggiornare il sistema.

La mia impressione è che sia corretta l'analisi di chi individua due condizioni come determinanti, o comunque assai influenti, nel procedere con ordine e con concretezza nella delineaazione di un nuovo alternativo modello di

sistema al mercato, secondo esperienze che troviamo anche all'estero. Una recente pronuncia della Corte d'Appello di Parigi 6 aprile 1991, ha condannato al risarcimento dei danni la COB (*Commission des operation de bourse per foute lourde*. La Commissione, eccedendo i poteri, aveva respinto un prospetto predisposto per la raccolta di fondi finanziari; avrebbe invece dovuto accettare il prospetto, imponendo ulteriori informazioni per rendere palese la pericolosità dell'operazione (in effetti la società ha poi depositato i bilanci per crisi): "L'excès de pouvoir était flagrant. Il ne s'expliquait ni par un pouvoir de contrôle mal délimité ni par l'urgence d'une intervention. Il traduisait la volonté de la COB de mettre, en dehors de toute habilitation légale, un terme à des placements spéculatifs: S'il n'était pas douteux que la COB avait voulu agir pour protéger les épargnants de placements dangereux, l'intention louable n'atténuait pas la gravité de la faute commise par elle en s'arrogeant un pouvoir qu'elle n'avait pas. La faute ainsi commise était lourde et engageait la responsabilité de l'Etat" in *Bullettin Joly*, nota J.M. DESACHE, *La responsabilité de l'Etat du fait des activités de la Commission des opérations de bourse*.

sistema finanziario, che deve essere di mercato in senso proprio, secondo quanto si va predicando, come il solo compatibile con i mercati internazionali. Innanzitutto che l'intervento debba essere affrontato soltanto in una prospettiva di contenimento e poi di decremento del debito pubblico, la quale dia maggiore respiro nelle manovre sui tassi e maggiore disponibilità nel regolamento del cambio della lira. In secondo luogo in una prospettiva politicamente attendibile di trasformazione in privato della proprietà delle imprese (industriali e finanziarie): cosa peraltro che deve significare proprietà privata di mercato, nella concorrenza sostanzialmente aperta sulla proprietà stessa, senza artifici che aggravano la già scarsa concorrenza nel settore privato della proprietà delle più importanti imprese⁵⁰. Questo richiede preliminarmente la diffusione del mercato di borsa. Come si vede, queste considerazioni consigliano cautela.

Peraltro, e tengo a sottolinearlo, non escludo che sia anche compatibile con i mercati europei una concezione di tipo amministrativo dell'attività bancaria, conforme alla nostra tradizione, nel quale caso le aziende che non ci si propone di cedere in senso pieno e libero al mercato, potrebbero restare in mano pubblica, riordinando la disciplina secondo esigenze di aggiornamento sollecitate dal migliore funzionamento democratico del sistema amministrativo⁵¹.

A quest'ultimo riguardo merita osservare che una concezione amministrativa dell'intermediazione bancaria dovrebbe comunque oggi convivere con un sistema finanziario aperto e concorrente a livello nazionale ed internazionale. Sicché richiederebbe un'impostazione che vede ristretta alla intermediazione nella raccolta di depositi e nella erogazione a breve la prestazione finanziaria (monetaria) regolata secondo orientamenti amministrativi: la funzione strettamente monetaria della banca. Questa funzione verrebbe separata dal resto dei circuiti finanziari, ai quali comunque dovrebbe essere data

50) Cfr. la disciplina che ha regolato il riordino e la dismissione delle partecipazioni pubbliche: d.l. 31/5/1994 n°332, convertito con l.30/7/1994 n°474.

La legge sembra configurare per le società, le cui azioni già in mano statale sono state collocate presso il pubblico dei risparmiatori, una nuova categoria d'impresa (forse da ricondurre all'art.2460cc.?) dove restano allo Stato (anche senza partecipazione) poteri tali da incidere sull'iniziativa economica dei soci (in assemblea) ben oltre i limiti e al di fuori delle condizioni previste e consentite dall'art.41 (2° e 3° com.) Cost.. In buona sostanza potrebbe configurarsi un caso di riserva di cui all'art.43 Cost., ma sarebbe tutto da spiegare. In argomento è in via di preparazione una ricerca alla LUISS. G. Carli (Ceradi).

51) VISENTINI G., *Democrazia ed organizzazione dell'economia*, in *Governabilità delle società industriali*, a cura di Matteucci, Bologna 1984, pp.109-124.

un'organizzazione di mercato concorrenziale. Sono modelli questi avanzati in studi sollecitati dall'esperienza e dai problemi degli Stati Uniti⁵², e che ho ricordato non soltanto per informazione, ma soprattutto per evidenziare che anche la soluzione del tipo pubblicistico, plausibile, richiede comunque di darsi un modello di riferimento, per non cadere nelle conseguenze negative che la semplice conservazione dell'esistente comporterebbe, al di là di apparenti cambiamenti formali: prima, tra le conseguenze negative, l'incompatibilità nel tempo del nostro sistema con il mercato europeo, che potrebbe anche determinare scarsa capacità di concorrenza e quindi di resistenza all'espansione diretta o indiretta del mercato internazionale sul mercato nazionale.

Merita aggiungere una notazione. Il settore dell'intermediazione bancaria, per le sue caratteristiche, è in grado di conservare una certa autonomia e autarchia al mercato italiano anche in presenza di condizioni giuridiche che formalmente integrano il sistema italiano nei mercati internazionali. La difficoltà per banche estere di raccogliere depositi in Italia in presenza di consolidate reti delle banche italiane, e quindi la diversità che si avrebbe per la banca estera tra la valuta di erogazione e la valuta di raccolta, pone ostacoli che per un certo tempo possono proteggere il sistema bancario italiano.

E' una protezione illusoria ma che sicuramente nel breve termine può scoraggiare l'impegno per mutamenti.

Peraltro le stesse conclusioni non sono applicabili al mercato di borsa, che più facilmente potrebbe dislocarsi all'estero, presso mercati più efficienti, come già stanno prospettando alcuni casi di società che hanno ottenuto la quotazione esclusivamente su mercati esteri (ricordo che il consulente chiamato a seguire la quotazione all'estero può dover sconsigliare la quotazione anche in Italia per la scarsa rappresentatività del prezzo; anzi, per l'andamento anomalo che può avere il titolo a causa della scarsità del mercato). Di qui la priorità che deve essere data alla borsa, affrontandone i problemi con spirito concreto, senza demagogia e condizionamenti diversi da quelli che discendono dalla necessità di fare funzionare il mercato con la massima efficienza ai minori costi.

7.2. Rassegna dei punti di intervento.

Probabilmente la soluzione, come spesso accade, sta nell'approccio

52) BRYAN, *Bankrupt-Restoring the health and profitability of our banking system*, 1991; PIERCE, *The future of banking*, Binghamton (NY) 1991; ALLAIS, *Pour le réforme de la fiscalité*, Parigi 1990.

pragmatico, che impone anch'esso un progetto d'intervento: che migliori le condizioni per l'orientamento al mercato e l'integrazione europea e internazionale; che accetti oggi la presenza pubblica nella proprietà, ineliminabile in diversi casi, da regolare; che eviti l'artificio di rendere privata la proprietà regolandola secondo forme speciali che ne manifestano la sostanziale pubblicità. Questo artificio, per riuscire, aggiunge ulteriori spinte, a quelle già provenienti dal settore privato meno illuminato, per l'opacità del mercato (ad es. nella formazione di prezzi di cessione, nella stessa gestione dell'informazione del mercato) e per lo sviluppo di interventi informali della c.d. *persuasione morale*, che finisce con l'accrescere a sua volta l'opacità del rapporto amministrativo e, nei casi di coinvolgimento di interessi di elevata sensibilità politica, l'informale condizionamento politico.

I punti sui quali intervenire sono ancora quelli tradizionalmente individuati, poiché il sistema sembra essersi consolidato secondo i caratteri del passato, sia pure in modo maldestro, refrattario nei fatti a novità.

In effetti se guardiamo allo stato dei fatti e proviamo ad estrarre il modello che meglio è in grado di rappresentare l'esperienza in corso, ci accorgiamo che nella sostanza le cose non sono particolarmente cambiate rispetto al modello tradizionale che si è costituito con il dopoguerra.

Dominanza dell'intermediazione creditizia bancaria nei circuiti finanziari; scarso apporto del mercato di borsa come raccolta diretta del risparmio; assetto proprietario delle grandi imprese private che poggia su soci di riferimento nei fatti collegati per la dipendenza fondamentale al circuito bancario creditizio; assetto importante della proprietà pubblica nel mondo industriale e finanziario e bancario, corretta dalla presenza delle c.d. *public companies*, ma artificiali. Gli elementi di novità vengono ricomposti secondo gli assetti di tradizione, che gli interventi non sembrano riuscire a modificare. L'indirizzo per la costituzione di importanti gruppi bancari mediante acquisizioni e fusioni facilita il compito d'intervento dei poteri di Vigilanza anche sulle gestioni nell'insieme del sistema; la maggiore autonomia dell'impresa bancaria finisce con l'essere apparente, in assenza del rafforzamento degli strumenti azionabili in giustizia; è attendibile la ricostruzione che è stata avanzata della disciplina bancaria contenuta nel nuovo testo unico secondo i principi di più intensa pubblicizzazione della regolamentazione⁵³. Anche la nuova proprietà privata

53) GUARINO, *L'armonizzazione della legislazione bancaria: la revisione dell'ordinamento bancario del 1936*, in AA.VV., *Studi sulla nuova legge bancaria*, CERADI-BANCA-RIA, Roma 1994.

delle banche si è assestata secondo la tradizione, non riuscendo ad emergere in posizione indipendente per le ristrettezze del mercato; e così in definitiva la proprietà dei nuovi operatori del mercato, rendendo problematica l'indipendenza dello stesso mercato e quindi la dialettica che questo richiede⁵⁴.

I punti d'intervento sono ancora i seguenti, che passo in rapida rassegna.

- Creazione del mercato di borsa. E' determinante per l'indirizzo al mercato della proprietà delle aziende (industriali e finanziarie) e della gestione del loro finanziamento. L'obiettivo potrà dirsi concretamente avviato soltanto dopo un periodo di gestione regolare del mercato che dia affidamento al risparmio diffuso su andamenti di prezzi sostanzialmente condizionati dai c.d. elementi fondamentali dell'economia e delle aziende quotate, dove la speculazione da criterio dominante (come nella tradizione italiana) diviene componente di accompagnamento del mercato. L'obiettivo richiede meno interventi legislativi che determinatezza di comportamenti politici e amministrativi.

Non è facile. a) La gestione del controllo dei mercati mirante a sviluppare l'informazione, che dia significato ai prezzi, urta importanti interessi contingenti, in una dialettica che richiede di dare massima forza, indipendenza e responsabilità alla Consob in questo compito, primario ed a mio avviso esclusivo. b) La diversa articolazione dei circuiti finanziari, con sviluppo di tutte le forme di raccolta diretta, incrementando la crescita del mercato, solleva questioni di coordinamento, nell'indipendenza dei circuiti, in condizioni di conflitti d'interesse. c) Per le maggiori imprese private accanto alla proprietà familiare (o comunque circoscritta) di riferimento, accompagnata dal circuito bancario, si apre la possibilità di essere accompagnata dal circuito del mercato di borsa; ed in ogni caso, in prospettiva, accanto alla proprietà pubblica di riferimento e alla proprietà familiare di riferimento, si apre la proprietà di riferimento diffusa. Sono prospettive di nuovi assetti di controllo che possono profondamente condizionare gli interessi costituiti, si da richiedere gradualità.

- Regolamentazione della raccolta dei voti secondo un indirizzo che agevoli l'esercizio del voto, anche mediante organizzazione di raggruppamenti di azionisti di volta in volta, secondo le esperienze maturate in altri mercati⁵⁵.

54) Al riguardo si vedano i numerosi interventi di Ciampi, Prodi, B. Visentini. Sulla nuova configurazione delle aziende bancarie si può leggere l'approfondita ricostruzione di LAMANDA, *La società per azioni bancaria*, CERADI-BANCARIA, Roma 1994.

55) Cfr. l'articolata disciplina delle *proxy* nell'ordinamento statunitense, contenuta nelle *proxy rules* emanate dalla SEC in attuazione della *Section 14^a* del *Securities and Exchange Act* del 1934, nella loro ultima versione del 22/10/1992.

La difficoltà della regolamentazione, che consiglia il massimo approfondimento, è l'individuazione dei mandatarî in soggetti che diano le massime garanzie di indipendenza, questione che le attuali condizioni del mercato non rendono facile da risolvere.

- In questo contesto di mercato non vedo invece quale utilità possa avere vietare i sindacati di voto o dettare discipline che di fatto rendono impraticabile sindacare i voti. La ristrettezza del mercato rende ineliminabile l'accordo; spesso è un intendimento che avviene nei fatti per ragioni di comune interesse che sono nell'interesse delle aziende; le stesse aziende, non disponendo di mercati aperti per il finanziamento di rischio e di credito, abbisognano di accordi che assicurino stabilità di gestione e continuità di finanziamento. La questione per i sindacati è di informazione ed eventualmente di regolamentazione per gli accordi che si vogliono sanzionare giuridicamente.

-E' indubbiamente qualificante la questione spesso posta sulla regolamentazione di quel fenomeno di raccolta sul mercato da parte dei gruppi che viene indicato come "scatole cinesi". Ma è questione che attiene tutta alla gestione del mercato di borsa e alla qualità e profondità dell'informazione. Non è questione di legge.

-La disciplina dell'opa va rivista per orientarla alla tutela del mercato eliminando quelle caratteristiche di protezione della proprietà che la possono rendere strumento distorsivo del mercato⁵⁶.

-Ritengo di particolare importanza il rafforzamento delle azioni civili di responsabilità per danni, le quali fungono da meccanismi di mercato idonei spesso a sostituire discipline amministrative.

-Il regime fiscale deve essere adeguato alle esigenze della raccolta diretta sul mercato, secondo proposte in corso di esame a livello politico.

-La modificazione degli assetti proprietari pubblici non deve dare luogo ad imprese rette da discipline speciali.

-Importante, per quanto già detto, la regolamentazione della crisi delle imprese.

-E' importante, ma non immediato, il problema dei mercati locali. Il tema merita un approfondimento, che sarebbe improprio in questa occasione dedicata ai problemi di rilevanza nazionale.

56) Ampliamento PALESÌ F.-RICCI R., *L'obbligo di offerta pubblica d'acquisto in borsa* (OPA), CERADI-BANCARIA, Roma 1993.