

La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi; le riforme; oggi

Relazione al convegno *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti*, Napoli 18 maggio 2007 (Università degli studi); ringrazio il prof. C. Amatucci per l'invito e mi congratulo per l'organizzazione della giornata.

Gustavo Visentini

Maggio 2007

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

Da cultore del diritto, sensibile ai rapporti economici e sociali sottintesi alla elaborazione delle leggi, ma comunque da giurista, esamino l'evoluzione del diritto dei mercati finanziari dagli anni '90, da quando soprattutto si è posto il problema di riforme. Non è improprio che del problema ci si occupi da giuristi. Per fortuna disponiamo di dati e di elaborazioni non soltanto di fonte politica, ma da pubblicisti e da studiosi. Le carenze e distorsioni che oggi lamentiamo sono dipendenti dalle leggi: da insufficienze del legislatore, cioè dalle scelte politiche che sono state fatte. La migliore prospettiva per comprenderli è proprio quella della legge¹.

1.- *L'evidenza dei fatti solleva quesiti sulla natura del nostro sistema finanziario: banche borsa società.*- Perché indici univoci ci dicono che il nostro sistema finanziario non è competitivo sul mercato globale? Perché le maggiori imprese trovano difficoltà nella competizione globale? Perché nella finanza (e nei servizi protetti) ricavi non competitivi sul mercato globale generano importanti utili nonostante l'integrazione del mercato europeo? Perché il settore delle imprese familiari, con azioni non diffuse, presenta un andamento diverso, di forte competitività? Per intervenire è necessario capire, dare ragione dell'esperienza, ricostruendo la tradizione e cogliendo nelle leggi i principi che danno ai comportamenti i caratteri che osserviamo.

Non si pensi che nel mercato globale perda d'importanza la qualità delle istituzioni del Paese. La competitività dei prodotti nazionali dipende dalla struttura e dalla qualità delle istituzioni nazionali: la legislazione commerciale e le giurisdizioni civili ne sono componente importante. Nell'integrazione dei mercati, ai consumatori si apre l'offerta di prodotti esteri in concorrenza con i nazionali: i clienti possono servirsi di un operatore estero per la gestione del loro risparmio o per l'accesso al credito al consumo; l'impresa può accedere al credito di banca estera; ma perché importare questi prodotti? L'impresa può dislocarsi in Europa se vi trova condizioni d'ambiente più favorevoli (ricerca, infrastrutture, lavoro, fisco); ma perché aggravare la contabilità nazionale dei costi di importazione? Nell'Europa e nella società globale lo Stato è tramite dei

¹ Riprendo *L'evoluzione del sistema finanziario italiano: problemi attuali*, in *Tre Lezioni*, Giuffrè 1995. Come allora, anche oggi lo studio nasce da lezioni e seminari di ricerca, che stiamo approfondendo alla Luiss-Ceradi. Allora lo studio profittava della ricerca sul sistema finanziario presentata a Bergamo da Guido Carli *Ricerca sulle trasformazioni del sistema finanziario italiano: Innovazione e deregolamentazione*. Introduzione di G. Carli, Luiss-Ceradi 1989 (www.archivioceradi.it). La rielaborazione di questo mio intervento, accompagnata da note di riferimento, sarà disponibile nel sito Ceradi con il prossimo luglio.

nostri diritti e delle nostre libertà; istituzione primaria dello sviluppo delle persone nella società globale. La legislazione, la giurisdizione, l'amministrazione del nostro Stato sono appunto gli strumenti per curare la nostra iniziativa nell'Europa e nel mondo.

I

La genesi del nostro sistema finanziario

2.- *La statalizzazione dell'economia tra le due guerre e l'economia mista del secondo dopoguerra.*- La disciplina del nostro sistema finanziario, impostata secondo esplicite decisioni politiche nel secondo dopoguerra, in continuità con le riforme e le istituzioni introdotte dopo le crisi degli anni '20, è coerente con il sistema di economia mista, come gli economisti hanno da primi denominato l'economia italiana, per quanto riguarda le maggiori imprese.

Il sistema si era venuto formando in seguito alle crisi del '22-'29, secondo il progetto di ristrutturazione delle imprese finanziarie e industriali proposto da Beneduce, in un indirizzo decisamente statalista.

Il sistema era articolato su: a) separazione della banca dall'industria; b) divieto per la banca di deposito, che raccoglie fondi a vista o sul breve termine, di erogare finanziamenti sul medio termine, compreso l'acquisto di partecipazioni; c) affidamento all'Iri (Istituto per la ricostruzione industriale, ente pubblico) della missione di ristrutturare le imprese industriali e bancarie insolventi; in conseguenza lo Stato si trovò a disporre della maggior parte dell'economia italiana²; d) al finanziamento degli investimenti, sul medio e

² L'Iri deriva dal Consorzio su valori industriali. Per l'adempimento della missione all'Iri vennero affidate le risorse finanziarie raccolte presso il pubblico sul lungo termine, operazione deflazionistica, coerente con l'indirizzo perseguito di sostegno della lira. Con le risorse finanziarie a disposizione l'Istituto fu in grado di acquistare al prezzo di carico le partecipazioni industriali delle banche, nonostante il loro valore fosse annullato per l'insolvenza delle relative industrie. Con l'acquisto delle partecipazioni l'Iri si trovò ad essere titolare della maggior parte delle industrie italiane; nel contempo acquistò il controllo delle principali banche nazionali in quanto le industrie acquisite, e soprattutto le stesse banche, detenevano nel loro portafoglio le azioni (le società bancarie e industriali erano reciprocamente partecipate; le banche avevano azioni proprie, anche di controllo). L'Iri fu in grado di finanziare le industrie acquisite, in modo da consentire loro di riprendere l'attività e di rimborsare alle banche i crediti ricevuti. Così l'operazione di risanamento delle industrie fu anche un'operazione di risanamento delle banche nazionali (Banca commerciale, Credito italiano; Banco di Roma), cadute in crisi d'insolvenza per le perdite subite sulle partecipazioni industriali e sui loro affidamenti. L'operazione ebbe successo, sebbene ne conseguì la statalizzazione dell'economia italiana, peraltro in aderenza all'orientamento del regime.

lungo termine, doveva provvedere: d') l'Iri, con riguardo alle società partecipate, mediante emissione di obbligazioni e l'utilizzazione di una forma di fondi comuni d'investimento, che venne autorizzato a promuovere ad integrazione delle risorse proprie; d') l'Imi (Istituto mobiliare italiano, ente pubblico) appositamente costituito, fornito di analoghi strumenti, con riguardo alle imprese industriali ancora in mano privata. All'epoca era di poco conto la piccola e media impresa familiare. Nel suo complesso il settore del credito e risparmio venne sottratto al mercato per essere organizzato come servizio pubblico, secondo la formula dell'ordinamento settoriale: la gestione dell'attività è affidata ad aziende sottratte alla concorrenza e al fallimento, soggette a stretta vigilanza e regolamentate nella loro distribuzione territoriale, nelle condizioni contrattuali dei servizi (ricavi) e degli impieghi (costi). È forse l'esempio più evidente di organizzazione corporativa.

Con il secondo dopoguerra, con la Costituzione repubblicana e con il riassetto dell'economia, grazie all'apporto dei finanziamenti del piano Marshall, abbiamo la ripresa dell'economia, che si rivelò vivace a partire dagli anni '50, anche per l'apertura sui mercati internazionali dell'industria (si uscì dall'autarchia). Alla decisione di conservare l'Iri, come strumento di promozione industriale per le maggiori imprese pubbliche, già detenute o di nuova acquisizione, si accompagnò la decisione di creare l'Eni, come strumento statale per i prodotti petroliferi (Agip, Snam). Con la seconda metà degli anni '60 fu costituito l'Enel per la nazionalizzazione dell'energia elettrica, sottratta al monopolio privato. I servizi pubblici di telefonia e di trasporto aereo in mano allo Stato, per il tramite dell'Iri, furono rinnovati; fu creata la rete autostradale da società dell'Iri. I trasporti ferroviari restarono affidati alle F.S., agenzia statale. Le maggiori banche nazionali restarono sotto controllo pubblico; così si conservò la natura pubblica tradizionale di banche (Monte dei Paschi, Banca nazionale del lavoro, Banco di Napoli ecc.) e la sostanziale statalizzazione disposta nel passato regime per le casse di risparmio: il settore bancario era prevalentemente pubblico. Con il tempo furono istituiti nuovi enti pubblici (o sezioni specializzate di banche pubbliche) per l'erogazione di finanziamenti a mediotermine, gestori di credito agevolato in relazione ai programmi pubblici di sviluppo. Tra le banche d'interesse nazionale, controllate dall'Iri, venne costituita Mediobanca, la cui importanza per il finanziamento di credito e di capitale delle imprese private si rivelò rapidamente primaria, in conseguenza delle difficoltà che incontrò l'Imi a perseguire la sua missione, che venne concentrata al credito agevolato, da prima di provenienza Marshall. Appositi enti pubblici restavano competenti

per il credito ad iniziative pubbliche (Crediop, Icipu). Nelle assicurazioni continuò lo sviluppo dell'Ina, costituito come ente pubblico nei primi del '900 secondo un orientamento d'intervento e di promozione dello Stato nell'economia privata nei settori in cui l'iniziativa privata si rivela carente; accanto abbiamo le Generali, società privata a diffuso azionariato, e numerose imprese di minore dimensione, soggette alla vigilanza del Ministero dell'industria. Con gli anni '50 venne costituita la Cassa per il Mezzogiorno, come ente pubblico di promozione per la costruzione di infrastrutture, e poi per l'erogazione di credito agevolato alle imprese per i territori di competenza.

La politica di ricostruzione e di sviluppo della maggiore impresa italiana ebbe successo. Si svilupparono nei diversi settori (meccanica, chimica, acciaio, medicinali ecc.) importanti imprese competitive sul piano nazionale ed internazionale. Ma rilevante novità di questo periodo è lo sviluppo diffuso di imprese famigliari, la cui presenza si accrebbe sul prodotto nazionale lordo. Anche oggi è la componente più forte dell'economia. È componente privata, praticamente soggetta alle regole del mercato secondo i principi dell'iniziativa privata, della concorrenza, del rischio dell'insolvenza.

Gli anni '80 vedono accompagnarsi al dinamismo delle imprese famigliari, l'andamento critico delle maggiori imprese, sia pubbliche che private; si lamenta l'inefficienza del sistema finanziario, della banca e della borsa, questa praticamente inesistente. Da tempo si vedevano le principali ragioni che avrebbero condotto alla crisi del sistema italiano delle maggiori imprese nello scarso sviluppo della concorrenza, nell'assistenzialismo specie per le imprese pubbliche (oneri impropri), nell'anacronismo di un sistema bancario protetto dalla concorrenza e gestito secondo i caratteri di un servizio pubblico, anziché come imprese di mercato; anche nella presenza degli istituti finanziari in luogo della borsa. Sono proprio le maggiori imprese e la finanza ad essere regolate come economia mista; è quindi l'economia mista che entra in crisi come modello di regolazione delle attività di produzione di beni e di servizi³.

³ Nel consiglio di amministrazione della Comit del 25 gennaio 1946 Mattioli solleva la questione della costituzione di una società da impiegare come volano per creare il mercato di borsa: "...a nessuno di voi sarà sfuggito che quest'impostazione tocca un delicatissimo settore: quello dei rapporti tra economia privata ed economia pubblica"; si trattava di uscire dallo statalismo ereditato dal fascismo per privatizzare l'economia, v. G. VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova (Cedam) 2006, p.81

3.- *L'economia mista e l'economia diretta dal mercato.* La gestione del rischio del mercato fa la differenza dell'economia di mercato dall'economia mista. Nel primo modello il rischio è gestito esclusivamente dal mercato (per questo si dice che l'economia privata è dipendente dal mercato); nel secondo modello il rischio è gestito anche da decisioni di autorità, secondo motivazioni contrastanti con il vincolo del mercato.

a) *Economia di mercato.* L'economia è diretta dal mercato quando sono i suoi protagonisti che giocano il ruolo di selezionare l'efficienza degli investimenti mediante l'assunzione in via esclusiva del rischio, nella concorrenza delle domande e delle offerte dei fattori produttivi e dei prodotti.

- (*La regola del fallimento*) Le unità produttive sono in concorrenza se è libero l'accesso al mercato e se l'inefficienza, manifestata dall'insolvenza, è automaticamente sanzionata dalla regola, di generale applicazione, del fallimento giudiziario. La regola è la condizione della concorrenza; protegge il diritto dell'impresa efficiente, ed indirettamente il diritto dei consumatori a prezzi concorrenziali.

- (*Mobilità dei fattori produttivi*) L'intensa mobilità dei fattori produttivi è nella fisiologia del mercato. Per l'imprenditore, per i dirigenti, per il lavoro, per il risparmio, la mobilità è un dato che dipende esclusivamente dalla domanda e dall'offerta generata sul mercato. Il potere dell'imprenditore, come titolare privato dei fattori produttivi, trova limite nella capacità di negoziare le condizioni dei costi e dei ricavi.

- (*Unità patrimoniali separate*) Le unità, che con l'investimento dei capitali combinano i fattori produttivi, sono concorrenti se la loro pluralità le trova indipendenti nel gestire il patrimonio sul quale in via esclusiva ricade il rischio dell'insolvenza. L'impresa è un patrimonio la cui efficienza è misurata in termini finanziari dalla correlazione costi-ricavi. La misurazione è inquinata se il rischio può essere trasferito o diffuso, come accade nelle partecipazioni in altre società, nelle partecipazioni reciproche o nei fenomeni di gruppo, riconducibili a pratiche limitative della concorrenza.

- (*Prevalenza del diritto privato*) Il mercato non è nella natura delle cose, ma richiede sofisticata disciplina, che costringa alla concorrenza: libertà d'accesso e fallimento; che prevenga le frodi e le manipolazioni. Il mercato richiede regole generali ed astratte per consentire ai protagonisti di giocare la loro partita secondo prevedibili conseguenze dei loro comportamenti.

- (*Potere economico e potere politico*) Per il potere politico il mercato è un dato, che influenza complessivamente con gli strumenti macroeconomici (legislazione, spesa pubblica, imposizione, moneta ecc.) ma relativamente al quale non dispone di strumenti d'intervento su particolari imprese, a pena di alterare la concorrenza. Questa situazione presuppone l'indifferenza dell'ordinamento per l'esistenza della unità produttiva, che dipende esclusivamente dalla domanda del mercato. Perciò il mercato separa i poteri economico e politico.

b) Nell'economia mista il mercato non gioca il ruolo di esclusivo meccanismo di gestione del rischio, ma è soltanto un riferimento per decisioni che sono in grado di allentare il vincolo del mercato. Data la natura finanziaria del vincolo, gli strumenti d'intervento sono finanziari.

- (*La finanza è lo strumento principale d'indirizzo*) Lo strumento principale di gestione dell'economia mista, non soltanto nell'esperienza italiana, è il sistema finanziario, concentrato nell'intermediazione bancaria, organizzata nelle forme di un servizio pubblico, sottratto alla concorrenza, per l'instabilità che ne può derivare. Il finanziamento per gli investimenti è gestito da istituti speciali (enti di gestione, enti e società pubbliche speciali, ecc.) in sostituzione della borsa ed del mercato mobiliare, ridotti ad un ruolo ausiliario, poiché lo sviluppo della borsa verrebbe a ridurre l'efficacia della gestione mista dell'economia.

- (*Controllo amministrativo della concorrenza e delle crisi*) La gestione del rischio ne richiede il controllo. Innanzitutto è regolata l'intensità della concorrenza, praticamente esclusa, nella nostra esperienza, nel settore finanziario, organizzato piuttosto come servizio pubblico. Quindi è regolato il momento della crisi d'impresa, attraverso la sostituzione di procedure amministrative alla regola del fallimento.

- (*La mobilità dei fattori produttivi è controllata*) L'allentamento del vincolo del mercato riduce la mobilità dei fattori produttivi, capitale e lavoro. D'altronde la ragione dell'economia mista è proprio nella gestione della mobilità dell'impresa secondo valutazioni correttive dell'efficienza del mercato: protezione del lavoro, interesse alla conservazione dell'unità produttiva per politiche di sviluppo ecc. Questa condizione rende anche assai difficile accertare le responsabilità della conduzione politica dell'azienda - che trova scarsa efficacia negli automatismi di mercato; ma anche le responsabilità di ordine civile riescono di difficile prova per la confusione nelle motivazioni dei comportamenti. Questa stessa condizione rende anche difficile regolare il ruolo

del lavoro nell'impresa: il sindacato, sapendo di poter contare sull'intervento amministrativo di allentamento del vincolo di mercato, si propone interlocutore dell'economia mista: una forma italiana di cogestione.

- (*Autorità di riferimento*) L'economia mista ha un'autorità di riferimento, che nella nostra esperienza è governativa, responsabile in ultima analisi della gestione degli oneri impropri. L'economia mista solleva il problema di regolare l'interferenza della politica nella gestione dell'impresa, in quanto si offusca la separazione tra economia e politica: nella gestione dell'impresa penetrano interessi e valori per la cui soddisfazione sono allentati i vincoli del mercato, si da richiedere un controllo amministrativo sui valori e sugli interessi che giustificano l'impiego delle risorse. Ma sappiamo che non si sono trovate soddisfacenti soluzioni al problema della legalità. Con il tempo la gestione dell'economia mista degrada. Le autorità preposte finiscono per divenire l'espressione degli stessi fattori produttivi, secondo diversi gradi di forza: perciò taluni chiamano corporativa questa esperienza⁴.

L'economia mista si è formata sotto le necessità degli accadimenti, e per la suggestione di differenti filosofie e politiche, secondo il momento storico. Risponde a politiche di intervento dello Stato per la ricostruzione e promozione industriale in seguito a gravi crisi, ad es. guerra; per far fronte alle difficoltà di ricostruire l'economia secondo le condizioni del mercato. Questa è stata la ragione principale della nostra esperienza. Ma può rispondere anche a ideologie di indirizzo e programmazione statale, nella considerazione della debolezza dell'iniziativa privata; o addirittura nell'intento di socializzazione dell'economia senza giungere alla sua statalizzazione.

II

La riforma dell'economia mista

4.- *L'adesione all'euro.*- La gestione amministrata dell'economia presuppone l'esercizio della sovranità sul sistema finanziario, condizione incompatibile con l'unificazione monetaria nell'euro, che promuove l'integrazione dei mercati finanziari. Dunque, in vista della scadenza per l'adesione alla moneta unica, si impone la riforma della finanza e delle istituzioni dell'economia mista.

⁴ Così S. PHELPS (M. Wolf, F.T. 24, I, 07).

Ricordiamo le discussioni. Per i sostenitori sarebbe stato difficile non aderire all'euro, che per la nostra economia era la necessaria premessa per l'integrazione, attraverso l'Europa, nell'economia globale: con l'euro si imponeva all'Italia di procedere alle riforme necessarie; rinunciare all'adesione avrebbe voluto dire rinunciare per chissà quanto tempo alle riforme, e quindi all'integrazione; a differenza della Gran Bretagna, il mercato finanziario italiano non era già integrato. È proprio sul punto delle riforme che si appuntavano le forze contrarie: inadeguatezza delle nostre istituzioni finanziarie; difficoltà delle trasformazioni, che possono generare sorprese che ci trovano incapaci a gestire, che costringono a una nuova organizzazione dei poteri. Trasformare l'economia da diretta dallo Stato, a diretta dal mercato è impostare l'economia privata come un dato sul quale la sovranità ha soltanto poteri d'intervento con strumenti macroeconomici: sono poteri importanti, in grado di meglio regolare l'economia rispetto agli interventi amministrativi di direzione e coordinamento; ma la perdita di questi poteri può trovare il Paese impreparato. Si consigliava di procedere alle riforme con cautela, e rinviare l'adesione. Diciamo anche che andare al mercato richiede una trasformazione di mentalità, un cambiamento di persone, che soltanto un progetto politicamente forte consente di realizzare.

Alla fine degli anni '80, quando il problema si pose con intensità, si forma, condiviso dall'opinione pubblica, l'indirizzo sulla necessità di procedere rapidamente alle trasformazioni necessarie. Purtroppo l'indirizzo non si accompagna ad un progetto, con le tappe da seguire; i programmi sono generici; così l'opinione pubblica non ha maturato il problema. Non credo siamo stati capaci di trasformare in mercato l'economia delle grandi imprese; credo si sia perduta l'occasione per gestire l'integrazione; l'adesione all'euro rimane una scelta politica fondamentale, merito del governo Prodi e della tenacia di Ciampi, ma oggi, per non subire l'integrazione, dobbiamo ritornare a riflettere sulle riforme fatte e da rifare, per riprendere competitività.

5.- *I principi individuati dal legislatore.*- Le condizioni per trasformare l'economia della finanza erano correttamente individuate. Ma erano individuate per temi, senza le specificazioni sulle regole da formulare nel perseguire gli obiettivi: ben sappiamo che il diavolo si nasconde nei dettagli.

* Trasferimento delle imprese industriali pubbliche all'economia privata. Cessano gli enti di gestione come strumento di finanziamento privilegiato per le società controllate.

* Riorganizzazione dei mercati mobiliari, per la diretta raccolta del risparmio, di rischio e di debito, da parte delle imprese, in concorrenza con l'intermediazione bancaria. L'urgenza dell'operazione non era individuata soltanto nella opportunità di competere con mercati internazionali nel ridurre i costi del finanziamento; era anche nella necessità di creare un mercato diffuso della proprietà delle aziende, in modo da consentire il trasferimento delle imprese pubbliche al settore privato: l'ostacolo principale alla privatizzazione era nella sclerosi del mercato mobiliare.

* Trasformare le banche in mercato privato. Quindi: dare veste privata alle numerose banche gestite da enti pubblici; diffondere sul mercato le loro azioni; creare le condizioni di mercato concorrenziale; trasformare radicalmente la Vigilanza, sottraendole le responsabilità dell'indirizzo e coordinamento del settore e della stabilità del sistema - intesa come stabilità della singola azienda - in Vigilanza meramente prudenziale. Questa era la condizione principale per l'operare della concorrenza, e quindi trasformare in mercato la gestione del credito.

6.- *Insufficienze del progetto.*- Possiamo rilevare due importanti omissioni.

a) Non si ritenne di ripensare la disciplina delle crisi d'impresa per introdurre come generale la regola del fallimento, che è fondamentale condizione affinché operi la concorrenza di mercato.

b) Non ci si occupò dell'adeguamento delle istituzioni giudiziarie - in particolare dell'autorità giudiziaria ordinaria - alle nuove esigenze sollevate dall'organizzazione privata dell'economia. Il problema è fondamentale in quanto il mercato richiede per la sua corretta organizzazione l'espansione e la sofisticazione delle discipline private, le quali sostituiscono i controlli e le vigilanze amministrative dell'economia mista: le azioni private diffuse sul mercato del risparmio sostituiscono i rimedi amministrativi. La questione fu intravista, ma senza la piena presa di coscienza dell'importanza per rendere effettive le regole sostanziali a protezione del risparmio: la diffusione dell'informazione, la revisione delle contabilità, i pareri in sede di fusioni, le discipline delle offerte pubbliche ecc. sono inutilmente costose se non consentono agevolmente ai destinatari delle protezioni di avvalersene in sede giudiziaria; la loro introduzione senza l'efficacia dei rimedi giurisdizionali crea possibilità di guadagni parassitari. Il problema delle istituzioni giudiziarie è innanzitutto di organizzazione: di mezzi e di personale, onde consentire un

processo rapido e soprattutto approfondito. Solo di recente, con il nuovo rito per le società, ci si è occupati delle regole processuali, ma è il profilo che meno richiede modificazioni; per di più introducendo meccanismi, che scantonano il problema organizzativo con il semplificare il contraddittorio al punto da ostacolare lo studio per le cause più complesse. Come può un paese civile che intenda andare al mercato rassegnarsi al disfunzionamento della giurisdizione?

III

La mancata trasformazione dell'economia in mercato

7.- *Le due principali ragioni dell'attuale condizione dell'economia privata.*- Possiamo individuare le due principali ragioni dell'attuale condizione delle maggiori imprese: a) nella mancata ristrutturazione della finanza; b) nella insufficienza della disciplina delle società per azioni a promuovere il responsabile governo delle maggiori società.

8.1.- *E' mancata la riforma della finanza.*- Il sistema finanziario si è concentrato sulle banche, raccolte in pochi gruppi, divenute riferimento per gli assetti proprietari delle maggiori imprese, dalle stesse finanziate.

La centralità della banca, come intermediaria del credito e come operatore di mercato mobiliare, si è imposta con la banca universale. La banca è ora al centro del sistema finanziario: credito di cassa, finanziamenti a medio e lungo termine; assunzione di partecipazioni industriali e commerciali - direttamente e attraverso il controllo delle società d'investimento (s.g.r.); operatore sul mercato mobiliare; controllo della stessa borsa (in alcuni casi è la stessa banca ad organizzare il mercato); servizi di collocamento sul mercato e per la ristrutturazione di aziende; tutti i servizi alla clientela privata di deposito, conto corrente, di credito al consumo, di gestione di portafogli ecc. Si è creata una situazione che genera conflitti d'interesse, la cui regolamentazione, se dovesse essere efficace, limiterebbe le possibilità di guadagno, in contraddizione alla premessa di consentire massima operatività alla banca universale.

L'assunzione di partecipazioni e le operazioni coordinate di finanziamento, individualmente o in accordo tra più banche, ha portato sotto l'influenza del sistema bancario le maggiori imprese, i cui soci privati di riferimento spesso si concertano con le banche per le gestioni delle imprese.

La Vigilanza ha conservato i poteri tradizionali, rafforzati dalla nuova indipendenza della Banca d'Italia. Responsabile della stabilità del sistema e delle singole aziende, ne ha stimolato le concentrazioni secondo una politica di vigilanza, anziché accompagnare gli stimoli di un mercato praticamente assente. Questa politica è in contraddizione con lo sviluppo della concorrenza. L'interesse alla stabilità stimola a proteggere i ricavi delle imprese; la concorrenza tende ad uniformarsi sulle condizioni minime che consentono l'equilibrio delle gestioni per i gruppi più deboli, con ingiustificata redditività per i gruppi più forti, e aggravio di costi per la comunità (imposta implicita). La protezione non ha stimolato le ristrutturazioni. D'altro canto la protezione ha generato risorse finanziarie, la cui allocazione soltanto parzialmente ha subito il vincolo del mercato; per la configurazione formalmente privata delle entità, la loro allocazione sfugge al vincolo della legalità.

8.2.- *L'idea che sembra avere compromesso la riforma.*- Un'idea che certamente ha influenzato il legislatore nel dare questo assetto alla riforma del sistema finanziario si appunta sulla constatata insufficienza del mercato mobiliare italiano ad assumere le dimensioni necessarie alla diffusione dell'azionariato, come richiesto dalle privatizzazioni. D'altro canto si era orientati a conservare la proprietà delle aziende al mercato italiano. Perciò si dovevano individuare altre forme per il collocamento delle partecipazioni. Il problema si diceva essere particolarmente acuto per le aziende di credito. Si consolida il disegno di fare delle banche il riferimento dell'azionariato delle maggiori imprese; a loro volta di accomodare l'assetto proprietario delle banche mediante incroci azionari e la presenza, come socio rilevante, di una figura che, per la natura di fondazione, è un patrimonio i cui esponenti sono di nomina istituzionale (le c.d. fondazioni bancarie). Il disegno si accompagna alla soluzione assunta, come dogma, di affidare ancora alla Banca d'Italia la Vigilanza.

Si configura quella situazione da taluno rappresentata quando si parlò della banca universale. Si sentiva dire: "In luogo dell'Iri e degli enti di gestione, che siamo costretti a dissolvere, poniamo il sistema bancario, riproducendo nel pluralismo delle aziende quello che, solitaria, faceva tradizionalmente Mediobanca. In questo modo sarà allontanata l'influenza della politica nella gestione delle imprese, che risponderanno alla banca, neutrale e tecnica; nel contempo il pluralismo dei protagonisti bancari assicurerà efficienza nella concorrenza, che si intendeva intensificare nel mercato interno; poiché gli effetti dell'integrazione imposta dall'euro non saranno immediati, sino a

quando nei fatti sarà possibile riparare dalla concorrenza estera le banche e le imprese privatizzate si darà loro il modo di ristrutturarsi, per consentire di competere sui mercati globali; perciò il sistema bancario deve rimanere sotto l'influenza della vigilanza amministrativa della Banca d'Italia, con la missione di promuoverne la politica di ristrutturazione". Si aggiunga che la grave crisi bancaria degli anni '90 ha accentuato l'indirizzo d'intervento amministrativo, con la legge c.d. Amato resa necessaria per affrontare la congiuntura. Si configura una situazione tipica di economia mista, in contraddizione con le premesse: l'Autorità di vigilanza nell'esercizio della missione di indirizzo della finanza, ne ha assicurato la stabilità proteggendola dalla concorrenza. Ne sono evidente dimostrazione le gestioni delle crisi di questi anni: Parmalat, Cirio, Argentina, Bipop, Lodi; forse anche, ma è ancora presto per dirlo, Telecom. Quello che è avvenuto durante la gestione del Governatore Fazio non è dipeso dall'insufficienza degli uomini, come troppo spesso si lamenta nella cronaca, ma da leggi sbagliate, che continuano a produrre conseguenze.

8.3.- *La revisione della disciplina delle società ha aggravato il verticismo del sistema.*- Alla concentrazione dei poteri in poche mani hanno contribuito le anacronistiche modifiche alla legislazione delle società azionarie, a partire dal provvedimento del 1997⁵, alla riforma c.d. Vietti, all'introduzione del procedimento speciale giudiziario, sino al recente provvedimento sulla tutela del risparmio.

Le revisioni anziché essere indirizzate: a) a creare condizioni di reale indipendenza delle gestioni per favorire, nella concorrenza, la rilevazione delle responsabilità; b) al rafforzamento dell'influenza del mercato del risparmio nella gestione delle società; c) ad accrescere e sofisticare i rimedi giurisdizionali per rendere effettive le responsabilità di gestione e di controllo; sono state indirizzate: a) a promuovere le commistioni di gestione nei gruppi, partecipazioni reciproche, sindacati di voto; b) a concentrare il potere di gestione sulla personalità dell'amministratore delegato-presidente; c) ad affievolire i rimedi giurisdizionali.

Ormai nel mondo degli affari sono sconosciute le regole, ispirate al diritto comune delle obbligazioni, per la prevenzione dei rischi di gestioni influenzate dalla presenza di situazioni di conflitto d'interesse, regole sostituite

⁵ G. VISENTINI, in *Riv. Soc.* 1998, n° 1.

da doveri generici di informazione e da divieti specifici, per settori di operazioni, perciò stesso eludibili. In particolare la nuova disciplina delle società ha abrogato il divieto per l'amministratore di votare in posizione di conflitto; ha eliminato la sanzione penale. Doveva essere seguito questo indirizzo, se si intendeva agevolare le politiche di gruppo, le intese, le gestioni polifunzionali, l'organizzazione dei gruppi bancari. Le intese, i patti di sindacato di voto, lo svolgimento di più attività in capo allo stesso soggetto economico, sono praticamente impossibili, e comunque inutili per accrescere il guadagno, in presenza di una severa disciplina sui conflitti d'interesse. Merita ricordare che la Corte di Cassazione, nel vigore della precedente disciplina, aveva precisamente individuato la portata del divieto di decidere in posizione di conflitto: il conflitto riguardava ogni interesse che fosse in grado di condizionare l'imparzialità del fiduciario; l'amministratore era tenuto a dare ogni informazione utile a rendere conto della situazione; era tenuto ad astenersi; l'operazione poteva comunque essere decisa con il voto maggioritario degli altri amministratori⁶. È questa giurisprudenza che si è inteso cambiare nella nuova legge.

La concentrazione del potere di gestione è la conseguenza: a) della riduzione delle competenze delle assemblee (accentuata nel sistema c.d. dualistico), dei poteri dei soci con voto, dell'estensione con la quale si sono ammessi soci, o comunque partecipanti al rischio d'impresa, sforniti di voto (c.d. strumenti finanziari); b) della drastica riduzione dei poteri del consiglio di amministrazione e, individualmente, dei consiglieri. Si aggiunga: a) l'affievolirsi nella nuova legge delle loro responsabilità, che conseguentemente riduce lo stimolo all'esercizio dei poteri residui; b) il rafforzamento del vincolo di collegialità, che riduce l'iniziativa e la responsabilità individuale: anche le informazioni sono disposte su decisione collegiale; c) la soppressione del dovere di generale vigilanza del consiglio. Così si è fatto probabilmente per contrastare una giurisprudenza che avviava una revisione alla pratica del governmento della società, facendo leva appunto sul generale dovere di vigilanza del consiglio sul delegato: si diceva essere compito del consiglio darsi l'organizzazione adeguata ad esercitare effettivamente la vigilanza, organizzazione che avrebbe dovuto dipendere dal solo consiglio, in dialettica con il presidente delegato alla gestione, soggetto al controllo non soltanto di

⁶ Cass. 4 luglio 1989, Greco, in Cass. Pen. 2002, 307; Cass. 11 dicembre 2000, Nardo, ivi 02, 354.

legalità, ma soprattutto di opportunità delle decisioni; della mancata od insufficiente organizzazione il consiglio avrebbe potuto rispondere. Questa giurisprudenza, appena accennata, avrebbe avviato un'evoluzione simile a quella che riscontriamo in Europa. Proprio perché ormai il consiglio non conta nella gestione della società, il legislatore ha abbondato nell'inserire amministratori indipendenti o comitati di controllo. La vicenda Telecom ben documenta la portata della riforma: il consiglio non ha avuto alcun stimolo, e forse nessuna possibilità, a chiedere la sostituzione di un presidente che propone la scissione di un ramo aziendale poco prima concentrato per fusione, con giustificazioni contraddittorie; confrontiamoci con esperienze di società estere⁷.

Alla concentrazione del potere in poche mani contribuisce lo sviluppo intenso dei patti e sindacati di voto, promosso dalla nuova legge; non più ostacolato dai rischi di cadere in situazioni di conflitto d'interesse. Ne è risultata la curiosa situazione che ormai si è sperimentata nella pratica di indirizzi di gestioni decisi in sedi diverse dalla società, in piena violazione del principio della organizzazione della persona giuridica, secondo il quale il potere deve stare dove la legge lo pone (legalità nell'organizzazione). Questa situazione porta le decisioni in sedi opache informali.

La riforma riduce drasticamente i rimedi giurisdizionali, con limitazioni alle impugnative degli atti societari, introduzione di decadenze del tutto ingiustificate, adottando in generale un meccanismo che condiziona l'esercizio dei rimedi alla dimostrazione del danno che il socio ha subito dall'atto invalido, prova non soltanto difficile, ma spesso non giustificata in quanto il danno per lo più lo subisce la società, e può riguardare la politica aziendale: che danno si può lamentare dalla nomina irregolare di amministratori se non il fatto stesso che la deliberazione è illegittima? L'interesse del socio all'azione giudiziaria è nella legittimità degli atti che lo riguardano come socio.

Ridotta la presenza delle assemblee; ridotta la capacità di vigilanza degli amministratori; ridotta l'impugnabilità degli atti sociali; ridotte le responsabilità civili e penali e soprattutto le condizioni di operatività delle relative azioni, a chi risponde il presidente amministratore delegato? È una situazione che non soltanto accentua la personalizzazione delle gestioni, ma che anche favorisce

⁷ Di recente A. MURRAY, *The new rules of power in corporate America*, Collins (recensione in BusinessWeek 14 may 07 "Today, bosses are locked in power struggles with boards and investors")

l'improprio concerto informale di influenze amministrative e politiche, al riparo dai controlli giudiziari, che comunque impongono la trasparenza delle procedure formali.

IV

Quali riflessioni sollecita la situazione di oggi

9.- *A quale modello risponde l'esperienza che si è configurata con le riforme?*
L'esperienza che si è venuta configurando per la finanza e le maggiori imprese non ha le caratteristiche di economia dipendente dal mercato; ha perduto i caratteri di economia mista diretta dallo Stato; sebbene a questo modello si assimi. Peraltro il riferimento dell'indirizzo dell'economia anziché nello Stato, si è andato confusamente a collocare in combinazioni informali di decisioni in grado di influenzare l'allocazione delle risorse in contrasto con la fisiologia del mercato concorrenziale. In questa esperienza ha un ruolo la Vigilanza, difficile da cogliere per l'informalità degli interventi.

Se guardiamo una delle tante mappe che la stampa spesso formula per rappresentare la distribuzione degli assetti proprietari delle maggiori aziende industriali e commerciali e delle banche, restiamo colpiti dalla concentrazione dei punti di decisione, che la riforma delle società colloca in poche persone; e dal loro reciproco intrecciarsi, radice di condizionamenti. Aggiungiamo che il potere economico spesso nelle maggiori imprese che stiamo considerando si configura anonimo, in quanto non fa capo a persone fisiche titolari degli investimenti: è un potere istituzionale privato. La mappa ci dà anche ragione dell'esperienza dei condizionamenti reciproci, che talvolta vediamo quando il giornale ci spiega che quella persona deve rimanere in quella carica se si vuole comporre l'organigramma delle società collegate, che riguarda le maggiori società. Alcuni parlano ormai di questo sistema come retto da un'autorità informale: che si intuisce. Non abbiamo ancora sufficienti analisi per capire come stanno le cose, ma il fenomeno, se ci richiamiamo all'esperienza storica, si verifica quando si creano vuoti di disciplina. In effetti oggi sono ridotte o eliminate le discipline del diritto amministrativo che comunque reggevano la legalità delle gestioni pubbliche (Iri, enti pubblici economici ecc.) senza che nel contempo si siano sviluppate adeguate discipline di ordine privato, fornite del conseguente rimedio giurisdizionale. In questo vuoto si forma naturalmente un potere informale; ma è potere forte e debole nel contempo, che, specie nelle crisi, coinvolge competenze private, amministrative e politiche in un intreccio

che i teorici considerano assai pericoloso per l'efficienza delle gestioni e per la legalità.

10.- *In conclusione.*- Abbiamo nelle maggiori imprese di genesi pubblica un sistema mediamente costoso, che, protetto, non ha subito quella ristrutturazione necessaria per affrontare l'economia globale: questa situazione ha inquinato anche grandi imprese industriali non provenienti dal settore pubblico.

Ma è anche un sistema la cui gestione è torbida. La situazione di monopoli di fatto permette alla gestione delle risorse di sfuggire allo stretto condizionamento del mercato, consentendo impieghi impropri. L'accondiscendenza del mondo politico nel favorire una legislazione che, anche nelle maggiori imprese: personalizza le gestioni, ostacola i controlli, degrada l'affidabilità della contabilità e delle informazioni (apparentemente sovrabbondanti), lasciano la pubblica opinione senza la garanzia che comunque la sanzione del mercato regolerà le responsabilità; sollevano il sospetto che gli operatori hanno le condizioni per sfuggire l'evidenza delle loro responsabilità, forse di esaltare la qualità delle loro gestioni con seduzioni difficilmente argomentabili⁸. Abbiamo operazioni di assunzione di partecipazioni, di fusione, di finanziamento la cui logica non è chiaro se si esaurisca nel mercato: le trattative sulle iniziative, sui prezzi, sui concambi; l'eccessiva personalizzazione delle vicende aziendali dove i vincenti ed i perdenti non sembrano distinti per meriti di mercato, l'indistricabile presenza di conflitti d'interesse nell'opacità che consente la disciplina societaria giustificano i sospetti di influenze estranee al mercato, o perfino d'interessi personali, di guadagno, di immagine, di promozione sociale e politica⁹. La pratica assenza di efficace controllo giudiziario inquina il sistema in affarismo.

⁸ Le pur sovrabbondanti informazioni, la contabilità, sono scarsamente affidabili dal momento che l'insufficienza dei rimedi giurisdizionali, accentuata nella recente legislazione, ne affida la qualità soprattutto alla professionalità degli operatori. Se per fortuna l'etica professionale è ancora soddisfacente, ben sappiamo che regole senza sanzione creano impunità che permettono abusi a chi ne voglia profittare, e sono proprio i casi che vogliamo evitare. Pensare che l'etica possa sostituire il diritto è quanto meno un'illusione, cfr. G.VISENTINI, *Etica e affari*, Roma 2005 (L.U.P.).

⁹ Possibile che soltanto da noi tutte fusioni positive? Anche a questo proposito manchiamo di studi seriamente argomentati, come troviamo nella letteratura di altri Paesi.

E' in questo contesto che ormai è emersa nell'opinione pubblica la rappresentazione di una pericolosa situazione di confusione tra i poteri economico e politico. La preoccupazione è del tutto giustificata ed è probabilmente aggravata dallo squilibrio tra la forza di un potere economico e la debolezza di un potere politico, la cui precarietà si è accresciuta con la recente riforma elettorale. Nonostante i difetti che vogliamo imputare al politico, non ci deve sfuggire il suo ineliminabile ruolo di tramite per il controllo dell'elettore. Potrebbe non essere inutile organizzare il prossimo convegno sul quesito: Cosa fare?