

Indice

Prefazione di Enzo Rossi	p. 2
<i>Why Is Pretrial Settlement So Unpopular in Italy?</i> di Alberto Casagrande e Marco Spallone	p. 4
<i>Appunti sulla riforma del diritto delle società di capitali: dai “tipi” di società ai “modelli”</i> di Diego Corapi	p. 13
<i>Les influences économiques sur les réformes récentes du droit français des sociétés</i> di Arnault Reygrobellet	p. 18
<i>Il Ruolo del capitale sociale nella proposta di riforma del Diritto Societario: un’analisi giuridica ed economica</i> di Federico Pernazza e Marco Spallone	p. 31
<i>Regolamentazione Internazionale, Prassi Operative ed Efficienza dei Mercati Monetari nell’Area dell’Euro</i> di Alessio Fontani	p. 57
<i>Il mercato monetario nell’area dell’euro: strumenti negoziati e prospettive d’integrazione</i> di Federico de Tomasi	p. 79
<i>Evoluzione dei modelli di vigilanza: effetti su efficienza e redditività delle banche in Italia</i> di Carmine Lamanda	p. 91
<i>Principi di efficienza nella regolamentazione dei servizi finanziari</i> di F. Galli	p.105
<i>Asimmetrie e inefficienze del mercato italiano dei prodotti finanziari: il caso degli “ibridi” bancari ed assicurativi</i> di Mario Stella Richter jr	p. 99
<i>Instabilità dei mercati finanziari e sicurezza degli investitori</i> di Enzo Rossi	p.114
<i>Conflitti di interesse del gestore e tutela del risparmiatore. Il ruolo degli independent directors. Modello americano e modello italiano a confronto.</i> di Raffaele Lener	p.143

Prefazione

L'idea che analisi economica e studio del diritto siano profondamente compenstrate è presente da lungo tempo nella tradizione accademica italiana.

Recentemente, questa impostazione di ricerca ha ricevuto fondamento metodologico rigoroso nella scuola della "law and economics", che utilizza gli strumenti della teoria dei giochi e della teoria dei contratti per studiare le implicazioni delle norme giuridiche sui comportamenti degli attori operanti nel sistema economico e sociale. Per converso, emerge fra gli studiosi la convinzione che una regolamentazione contenente i giusti incentivi e disincentivi sia essenziale per ottenere una qualche efficienza del sistema economico.

Il convegno, di cui qui presentiamo gli atti, ha inteso fornire un contributo a queste tematiche, ponendo a confronto economisti e giuristi su alcuni dei problemi di maggiore rilevanza nel mondo attuale.

Il convegno è stato organizzato dall'Università di Roma Tor Vergata e si è svolto il 5 e 5 luglio del 2002.

La formula seguita è stata quella di coordinare preventivamente gli interventi dei relatori su ciascun punto. Dopo una sezione dedicata ai fondamenti metodologici della law and economics, sono quindi stati affrontati argomenti particolari: la riforma del diritto societario in Italia, l'instabilità dei mercati finanziari e i possibili rimedi normativi, le trasformazioni del sistema bancario. Numerose altre tematiche, naturalmente, meritavano interesse. Esse sono trattate in un successivo convegno, che ha avuto luogo nel giugno di quest'anno i cui atti sono in corso di preparazione. Esso è stato dal CREG (Centro di Ricerche Economiche e Giuridiche), un centro interdipartimentale costituitosi presso l'Università di Tor Vergata.

Il convegno è stato reso possibile grazie al contributo della Banca di Roma (oggi confluita in Capitalia) ed al sostegno del Rettorato dell'Università degli Studi di Roma Tor Vergata.

Ringrazio la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Roma Tor Vergata, per il sostegno fornitomi nell'organizzazione scientifica e operativa ed in particolare, oltre al Colleghi che hanno partecipato in veste di relatori, i professori Maria Teresa Cirenei e Pietro Masi.

25 novembre 2003

Enzo Rossi

Nota

Alcuni dei lavori presentati al convegno non sono presenti in questa raccolta perché sono già stati pubblicati su altre riviste. In particolare, essi sono:

Why do good cops defend bad cops? di J.P. Benoit e J. Dubra su International Economic Review

The consolidation of the Italian banking system: effects on competitiveness and ownership structures di M. Messori su Bnl Quarterly Review,

Bargaining and informational lock-in in relationship financing di S. Ozerturk e L. Kockesen su Journal of Economic Theory

Why Is Pretrial Settlement So Unpopular in Italy?

Alberto Casagrande¹

Marco Spallone²

1. Introduction

In the U.S., more than 80% of litigations are solved before getting to court (see Cooter and Rubinfeld [3] and the U.S. Department of Justice [11]); in U.K., the percentage of litigations solved before getting to court is about 70% (see The Lord Chancellor's Department [10]); in Italy, the same percentage drops below 55% (see Ministero della Giustizia [6]). The aim of this paper is to provide an economic explanation of such evidence.

We explore the possibility that different fee systems might cause such a discrepancy. We classify fee systems in terms of both the contingency of fees paid by the clients to their lawyers (contingent versus non contingent fees) and the possibility of shifting the legal costs to the losing counterpart. (systems that allow legal cost shifting versus systems that do not). The Italian system has non-contingent fees, and is characterized by partial legal costs' shifting. We compare such a system with the British one (where fees are non-contingent and legal costs are shifted), and the American one (where fees are contingent but legal costs are not shifted).

To compare fee systems we setup a game where not only counterparts but also their lawyers are independent players, to capture somehow the Italian macro evidence that lawyers are so much against pretrial settlement³. Gravelle and Waterson [5] also consider lawyers' interests in their model, but they need to assume that lawyers are altruistic for their objective functions to coincide with those of their clients. With respect to Bebchuk [1] and others, we simplify the game by assuming complete information among players; within such setup, we consider only Nash equilibria in pure strategies. This allows us to analyze fee systems' ability to allow for settlement by measuring the range of values supporting such an equilibrium.

We find that the Italian fee system provides in general better incentives to solve a litigation through a pretrial negotiation than the American one, and same incentives as

¹ LUISS-Guido Carli University of Rome.

² Tor Vergata University of Rome and LUISS-Guido Carli University of Rome. Phone number: 338 3812402 Email: mspallone@luiss.it

³ An ancient business *adagio* still used by Italian lawyers is "dum pendet, rendet" (as long as the trial is on, money comes in). Also, ADR companies already successful in the U.S. are struggling to be profitable in Italy.

the British one. Hence, we argue that main reasons for such a difference might be different social and cultural backgrounds, and / or the relative cost for the counterparts of settling a litigation versus facing a trial, penalizing the former in Italy.

The paper consists of two more sections. Section 2 describes the basic model and the main theoretical results. Section 3 concludes.

2. The Model

In our setup, we extend the argument of Gravelle and Waterson [5] to capture lawyers' selfishness⁴. Also, since different specifications of the order of moves affect the results (Nalebuff [7], Bebchuk [1] and P'ng [8]), we choose to make players' actions simultaneous.

A plaintiff (P), her lawyer (L_P), a defendant (D) and her lawyer (L_D) move simultaneously deciding whether to settle a dispute outside court (S) or through a trial (C). If all players choose S a settlement occurs now⁵, otherwise the outcome is C and the sentence will be reached next period.

As for the payoffs, all parameters are common knowledge. Furthermore:

- (i) the value of the dispute is equal to V while the off-court settlement is equal to $Z > 0$;
- (ii) the probability of a win of the plaintiff in court is equal to p ⁶;
- (iii) lawyers are paid as follows:
 - a proportion c_j^i of V if fees are non contingent, for $i = \{S, C\}$ and $j = \{P, D\}$;
 - a proportion k_j^i of what counterparts earn if fees are contingent, for $i = \{S, C\}$ and $j = \{P, D\}$;
- (iv) there are extra fixed costs⁷ F_i for counterparts if trial is the outcome of the game, $i = \{P, D\}$;
- (v) the discount rate is equal to δ ⁸;

⁴ The design of contracts that favor good representation of the counterparts (principal) by the lawyers (agent) are not common in real life (see Coffee [2], Rowe [9] and Danzon [4]). Our evidence is that lawyers are independent businessmen that always provide the maximum effort, so principal-agent contracts are not necessary.

⁵ To justify this assumption, we can also think of an equity judge chosen by the counterparts with the power to make any settlement enforceable.

⁶ Assuming that the probabilities of winning for P perceived by P and D are different - as long as such probabilities are common knowledge - the results are unaffected.

⁷ Fixed costs for settling outside court might arise for example for an equity judge, while fixed costs for court trial are due to reward the Justice system.

⁸ Assuming that agents have different discount rates does not change qualitatively the results, as long as such discount rates are common knowledge.

The equilibrium concept we consider is pure strategy Nash equilibrium, differing again from the literature described above which adopts more complex equilibrium concepts (Bayesian Nash equilibrium, sequential equilibrium with or without bargaining, and so on). Our motivation for such an assumption is that it is the simplest and strongest equilibrium concept, it is the easiest to communicate and to understand, also among players, hence the most implementable in real life.

Also, it allows to compare the ability of different fee systems to support a settlement solution simply by looking at the range of values of Z leading to such an equilibrium.

We compare three fee systems, differing from each other for two main dimensions (see Table 1):

- Contingency of fees (award sharing rules) between counterparts and their lawyers: in some legal system, lawyers' fees depend on the outcome of the litigation (contingent fee systems) while in some others fees are fixed.
- Legal cost shifting to the losing counterpart: in some legal systems, legal costs are paid by the losing counterpart, while in some others each counterpart pays her own legal costs (see Table 1).

As well known, the U.S. fee system has no legal cost shifting rule and awards lawyers for winning, while the British system has legal cost shifting and no award (although it is about to be introduced). The Italian fee system can be described effectively as a system with no awards and partial legal cost shifting, though in this paper we will refer to it as a system with no legal cost shifting.

Table 1
Fees Contingency

		Fees Contingency	
		No	Yes
Legal Cost Shifting	No	Italian	American
	Yes	British	

2.1 Italian Fee System

In the Italian case payoffs from settlement for the plaintiff, the defendant, the plaintiff's lawyer, and the defendant's lawyer respectively are the following:

$$ItU_P^S = Z - c_P^S V \quad (1)$$

$$ItU_D^S = -Z - c_D^S V \quad (2)$$

$$ItU_{LP}^S = c_P^S V \quad (3)$$

$$ItU_{LD}^S = c_D^S V \quad (4)$$

In case of a trial, payoffs are the following respectively:

$$ItU_P^C = \delta V (p - c_P^C) - F_P \quad (5)$$

$$ItU_D^C = -\delta V (p + c_D^C) - F_D \quad (6)$$

$$ItU_{LP}^C = \delta V c_P^C \quad (7)$$

$$ItU_{LD}^C = \delta V c_D^C \quad (8)$$

The game is not strictly competitive because of the extra fixed costs incurred by the counterparts in court. For a Nash equilibrium in pure strategy to exist, we assume that eqn. (3) and (4) are greater than eqn. (7) and (8) respectively, i.e.:

Assumption 1. We assume that

$$(c_P^S - \delta c_P^C) \geq 0$$

$$(c_D^S - \delta c_D^C) \geq 0.$$

It follows immediately that the conflict of interest between lawyers and their counterparts in such a setup is binding only when Plaintiff and Defendant don't want to settle, i.e. when the Nash equilibrium is court.

The following Lemma characterizes the Nash equilibrium in pure strategy of such game, focusing mainly on the settlement outcome.

Lemma 1. In the Italian system, if $H \equiv \frac{F_P + F_D}{V} - (c_P^S - \delta c_P^C) + (c_D^S - \delta c_D^C) \geq 0$, the strategy profile $S_i = S$, $i = \{P, D, L_P, L_D\}$ is a Nash Equilibrium of the game, and settlement occurs. Furthermore, H measures the interval of values of $\frac{Z}{V}$ supporting settlement. The

upper bound and the lower bound of such an interval are $\frac{F_D}{V} - (c_D^S - \delta c_D^C) + \delta p$ and $-\frac{F_P}{V} + (c_P^S - \delta c_P^C) + \delta p$ respectively.

Proof: *It follows immediately from eqns. above characterizing the Italian system.*

An intuition for the Lemma is that settlement occurs any time the total costs of going to court for both counterparts exceed the total costs for the counterparts in the settlement scenario. Rearranging H , settlement occurs if

$$F_P + F_D + \delta c_P^C V + \delta c_D^C V \geq c_P^S V + c_D^S V .$$

2.2 British Fee System

In such a setup only payoffs of Plaintiff and Defendant in the case of court (eqn 5 and 6) are modified as follows:

$$UkU_P^C = \delta V \left[p - (1-p)(c_P^C + c_D^C) \right] - F_P \quad (5a)$$

$$UkU_D^C = -\delta V \left[p(1 + c_P^C + c_D^C) \right] - F_D \quad (6a)$$

Payoffs of eqns (1) to (4), (7) and (8) still hold. As in the Italian case above, given Assumption 1, the conflict of interest between lawyers and their counterparts in such a setup is binding only when Plaintiff and Defendant don't want to settle, i.e. when the Nash equilibrium outcome is Court.

Lemma 2 characterizes the Nash equilibrium of such setup. Lemma 1 applies for all but the upper and lower bound of the interval, as Lemma 2 shows.

Lemma 2. In the British fee system, Lemma 1 applies but for the upper bound and the lower bound of the interval supporting settlement, which are $\frac{F_D}{V} - [c_D^S - \delta p(c_P^C + c_D^C)] + \delta p$ and $-\frac{F_P}{V} + [c_P^S - \delta(1-p)(c_P^C + c_D^C)] + \delta p$ respectively.

Proof: *It follows immediately from eqns. above characterizing the British system.*

The intuition of Lemma 2 is the same as the intuition for Lemma 1. The upper and the lower bound of the interval supporting settlement outcome changes, due to legal cost shifting.

2.3 American Fee Systems

In the American case, payoffs from settlement for the plaintiff, the defendant, the plaintiff's lawyer, and the defendant's lawyer respectively are the following:

$$U_S U_P^S = Z(1 - k_P^S) \quad (1b)$$

$$U_S U_D^S = -Z - (V - Z)k_D^S \quad (2b)$$

$$U_S U_{LP}^S = k_P^S Z \quad (3b)$$

$$U_S U_{LD}^S = k_D^S (V - Z) \quad (4b)$$

In case of a trial, payoffs are the following respectively:

$$U_S U_P^C = \delta V p (1 - k_P^C) - F_P \quad (5b)$$

$$U_S U_D^C = -\delta V [p + (1 - p)k_D^C] - F_D \quad (6b)$$

$$U_S U_{LP}^C = \delta V p k_P^C \quad (7b)$$

$$U_S U_{LD}^C = \delta V (1 - p) k_D^C \quad (8b)$$

In such fee system the conflict of interest between the counterparts and their lawyers becomes more evident, as Lemma 3 shows.

Lemma 3. Define the following threshold values on the $\frac{Z}{V}$ axis:

$$\sigma_P \equiv \delta p \left(\frac{1 - k_P^C}{1 - k_P^S} \right) + \frac{F_P}{V(1 - k_P^S)}$$

$$\sigma_D \equiv \frac{1}{1 + k_D^S} \left[\frac{F_D}{V} + \delta p + k_D^S - \delta k_D^C (1 - p) \right]$$

$$\sigma_{LP} \equiv \delta p \frac{k_P^C}{k_P^S}$$

$$\sigma_{LD} \equiv 1 - \delta (1 - p) \frac{k_D^C}{k_D^S}$$

If $\sigma_{LP} > \sigma_P$ ($\sigma_{LD} > \sigma_D$), Plaintiff's (Defendant's) lawyer is not willing to settle while her client is, and vice versa reversing the inequality.

Proof: *It follows immediately from eqns. above characterizing the American system.*

The intuition of Lemma 3 is that not only does the conflict of interest arise when the Plaintiff and the Defendant don't want to settle, but also the opposite may occur. In fact now the lawyers may be willing to go to Court even if their clients would like to settle. Lemma 4 characterizes the Nash equilibrium in pure strategy of the American legal system, again focusing on the settlement outcome.

Lemma 4. In the American system, let $k_p^S = k_D^S \equiv k^S$ let $k_p^C = k_D^C \equiv k^C$. If $M \equiv \frac{F_P + F_D}{V} - (k^S - \delta k^C) \geq 0$, the strategy profile $S_i = S$, $i = \{P, D, L_P, L_D\}$ is a Nash Equilibrium of the game, and settlement occurs. Furthermore, M measures the interval of values of $\frac{Z}{V}$ supporting settlement.

The upper bound and the lower bound of such an interval are $\left(\frac{1}{1-k^S}\right) \left[\delta p + \frac{F_D}{V} - (k^S - \delta(1-p)k^C)\right]$ and $\left(\frac{1}{1-k^S}\right) \left[\delta p - \frac{F_P}{V} - \delta p k^P\right]$ respectively.

Proof: *It follows immediately from eqns. above characterizing the American system* ■

The main comment about Lemma 4 concerns the interval of values supporting settlement. Such interval takes into account both the perspectives of the counterparts (as in Lemma 1 and 2) and the perspectives of both lawyers, whose fees are now contingent.

2.4 Comparing Fee Systems

By comparing the Italian and the American fee system (Lemma 1 and Lemma 4), it emerges the following result.

Lemma 5. Let $c_p^S = c_D^S \equiv c^S$ and $c_p^C = c_D^C \equiv c^C$. Define two main scenarios: (a) lawyers always agree to settle when counterparts do, i.e. $\sigma_{LP} < \sigma_P$ and $\sigma_{LD} < \sigma_D$; (b) counterparts always agree to settle when lawyers do, i.e. $\sigma_{LP} > \sigma_P$ and $\sigma_{LD} > \sigma_D$.

- (i) if (a) holds and $(c^S - \delta c^C) < \frac{1}{2}(k^S - k^C)$, the Italian fee system supports the settlement outcome for a broader range of values than the American one;
- (ii) if (b) holds, the Italian fee system always supports the settlement outcome for a broader range of values than the American one.

Proof: *It follows immediately from Lemma 1, 3 and 4.*

Notice that the assumption in (i) just means that the settlement award for lawyers in both systems are very close, an assumption apparently supported by the macro evidence that, in Italy, the left hand side of (i) is close to zero. If so, the Lemma shows that in most cases the Italian fee system should allow for more settlement than the American one.

This result is counterintuitive if we consider the Italian and the American cross-country evidence, and can be used as an argument to prove that one of the following or both have to be true in Italy: either there is a widespread cultural resistance (specially on lawyers) against settlement, or the relative cost for the counterparts of settling a litigation versus facing a trial penalizes heavily the former (at least more than in U.S.).

3. Conclusions

In this paper we showed that the Italian low rate of settlement compared to the American one does not depend on the fee system. More precisely, we showed that, under reasonable assumptions, the set of parameters supporting settlement is larger in a non-contingent fee system than in a contingent one. This result holds within a setup in which lawyers are considered as independent agents.

Further investigations might be appropriate from an experimental and empirical standpoint to strengthen such results. In particular, since the relative cost for the counterparts of settling a litigation versus facing a trial seems to play a major role in the Italian case, it would be interesting to find out empirically what conditions would best support settlement.

References

[1] **Bebchuck, L.A.**, *Litigation and Settlement under Imperfect Information*, Rand Journal of Economics, 1984.

[2] **Coffee, J.**, *Understanding the Plaintiff's Attorney*, Columbia Law Review, 1986.

[3] **Cooter R.D. and Rubinfeld D.L.**, *Economic Analysis of Legal Disputes and Their Resolution*, Journal of Economic Literature, 1989.

[4] **Danzon P.M.**, *Contingent Fees for Personal Injuries Litigation*, Bell Journal of Economics, 1983.

[5] **Gravelle H. and Waterson M.**, *No Win, No Fee: Some Economics of Contingent Legal Fees*, The Economic Journal, 1993.

[6] **Ministero della Giustizia**, *Statistiche sull'Organizzazione Giudiziarie*, www.giustizia.it (Official Site of Ministero della Giustizia), 2001.

[7] **Nalebuff, B.**, *Credible Pretrial Negotiation*, Rand Journal of Economics, 1987.

[8] **P'ng I.P.L.**, *Strategic Behavior in Suit, Settlement and Trial*, Bell Journal of Economics, 1983.

[9] **Rowe T. D.**, *Predicting the Effects of Attorney Fee Shifting*, Law Contemporary Problems, 1984.

[10] **The Lord Chancellor's Department**, *Civil Justice Reform Evaluation, Further Findings, A Continuing Evaluation of the Civil Justice Reforms*, www.thelordchancellor.uk (Official Site of The Lord Chancellor's Department), 2002.

[11] **U.S. Department of Justice-Bureau of Justice Statistics**, *Civil Justice Survey of State Courts*, [Twww.ojp.usdoj.gov](http://www.ojp.usdoj.gov) (Official Site of U.S. Department of Justice), 2002.

**Appunti sulla riforma del diritto delle società di capitali:
dai “tipi” di società ai “modelli”**

Diego Corapi¹

Completando un percorso di studi e proposte da tempo iniziato e culminato nel c.d. progetto Mirone, già presentato alle Camere nella precedente legislatura, è stata approvata finalmente una ampia legge di delega al Governo per la riforma del diritto societario: la legge 30 ottobre 2001, n. 366.

Questa normativa – prescindendosi in questa sede dalla considerazione delle controverse Sue disposizioni penalistiche – si iscrive nel quadro dell’evoluzione del diritto delle società in Europa, che va nella direzione da un lato di disciplinare i meccanismi dei mercati finanziari su cui le società di capitali si presentano per sollecitare l’investimento diretto del risparmio, dall’altro di semplificare e snellire le strutture destinate ad un numero limitato di soci.

Mentre il primo aspetto vede in tutti i paesi europei l’emergere di una distinta disciplina delle società quotate o che comunque fanno appello al pubblico dei risparmiatori (così, ad esempio, mentre nel Regno Unito ci si continua ad affidare alla autoregolamentazione,, il Code of Practice, peraltro reso obbligatorio per la quotazione presso il London Stock Exchange, in Italia si è emanato il decr.leg. 24 febbraio 1998, n. 58 c.d., T.U.F. e in Germania la legge 27 aprile 1998 sul controllo e la trasparenza delle imprese), il secondo aspetto della evoluzione si manifesta in Germania con la legge 2 agosto 1994 sulla c.d. piccola società per azioni e sulla Deregulierung des Aktienrechtes e con la legge 25 marzo 1998 che ha consentito la emissione di azioni senza valore nominale; in Francia con la legge 94-1 del 3 gennaio 1994 che ha introdotto la société par actions simplifiée (mentre è tuttora allo studio un progetto di riforma più ampio messo a punto nel novembre 1997 sulla base del rapporto Marini sulla modernizzazione del diritto societario); in Belgio con la legge 13 aprile 1995 sulla riforma delle società commerciali; in Spagna con la legge 23 marzo 1995 sulle società a responsabilità limitata; nel Regno Unito con il recentissimo statute che prevede che anche la partnership possa assumere il rilievo di una legal entity con responsabilità limitata dei soci.

¹ Università di Roma La Sapienza.

Dal confronto con queste iniziative degli altri paesi europei, risulta come la nostra legge delega si muova nella stessa direzione, ma in modo più completo e complesso, proponendosi con essa “la riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative” (art. 1) ovvero “la riforma del sistema delle società di capitali di cui ai capi V, VI, VII, VIII e IX del titolo V del libro V del codice civile” (art. 2).

I principi cui essa si ispira (dettati dall’art. 2) sono quelli stessi delle riforme introdotte o proposte negli altri paesi europei: favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese; valorizzare il carattere imprenditoriale delle società; semplificare la loro disciplina ed ampliare gli ambiti di autonomia statutaria.

Serpeggia l’ambizione di creare un sistema delle società di capitali competitivo rispetto a quello degli altri paesi europei. E’ un riflesso questo della tendenza a considerare gli istituti giuridici dal punto di vista della loro efficienza economica, fino al punto di ritenerli anch’essi una commodity, un prodotto che può essere oggetto di scelta da parte dell’utente in un contesto europeo di unificazione economica del mercato, ma di perdurante distinzione degli ordinamenti giuridici statuali.

Questa tendenza rischia però di trascurare che la finalità della disciplina delle società è anche e soprattutto quella di fissare un nucleo di regole a tutela dei diversi interessi che esse toccano e che tale nucleo deve perciò essere fondamentalmente composto da norme inderogabili, che nessuna corsa al ribasso può intaccare.

Del resto, proprio ad evitare la concorrenza tra gli ordinamenti nazionali, l’esigenza di individuare un nucleo di regole fondamentali ispira l’azione comunitaria anche in questo campo: le direttive per l’armonizzazione e il recente regolamento sulla società per azioni europea sono espressione della finalità non solo di eliminare le barriere ma anche di chiudere i varchi che i diversi sistemi nazionali possono creare con effetto distortivo delle scelte economiche.

La produzione normativa comunitaria in questa materia – ancorché talvolta criticabile e criticata nei contenuti e nei metodi seguiti – costituisce comunque un vincolo imprescindibile per qualsiasi iniziativa di riforma su base nazionale: l’art. 1 comma 2 della legge n. 366 (con enfasi non del tutto appropriata) ha ritenuto di dover rammentare che la riforma si realizzerà “nel rispetto ed in coerenza con la normativa comunitaria”.

Pur nel rispetto di questi principi la legge n. 366 del 2001 introduce notevoli novità nel sistema societario italiano, ma soprattutto disegna una nuova configurazione delle diverse strutture organizzative in cui si esprime il fenomeno societario.

In relazione al principio generale, fissato nell'art. 2, di ampliamento dell'autonomia statutaria, le successive norme (art. 3 e art. 4) regolano rispettivamente la società a responsabilità e la società per azioni riferendo tale autonomia (per la s.r.l.) "alle strutture organizzative, ai procedimenti decisionali della società e agli strumenti di tutela dei soci" nonché "alla disciplina del contenuto e del trasferimento della partecipazione sociale, nonché del recesso" (così l'art. 3, comma 2, lett. e) e f) e (per la s.p.a) al "procedimento assembleare", all'"articolazione interna dell'organo amministrativo al suo funzionamento", alla sua competenza in materia di modifiche statutarie, alla disciplina del recesso (così l'art. 4, comma 7, lett. a), d); comma 8, lett. a), b), d); comma 9, lett. a), b), c) d).

Ne risulta una marcata flessibilità della struttura organizzativa dei due tipi di società, che è messa in evidenza dalla circostanza che con riferimento alle società per azioni, la stessa legge prevede di disciplinare un "modello di base unitario" e accanto ad esso le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggior grado di imperatività in considerazione del loro "ricorso al mercato del capitale di rischio" (art. 4, comma 1).

Si delinea così con chiarezza il superamento della tipologia societaria prevista dal codice civile del 1942.

Dopo l'introduzione con il T.U.F. di una specifica disciplina delle società quotate, ritenuta da alcuni di portata tale da renderle un "tipo" distinto di società di capitali, si ha ora l'individuazione di diversi "modelli" di società di capitali con riferimento alla presenza o meno di un più generico elemento della fattispecie concreta: il ricorso al mercato del capitale di rischio.

Ove ricorra questo elemento si prevede l'applicazione di specifiche norme imperative e, quindi, si pone un limite all'autonomia statutaria, che invece finché resta nell'ambito dei rapporti tra soci determinati si esplica con la maggior ampiezza possibile.

Accanto alle società quotate, oggetto di particolare disciplina, si individua un ulteriore diverso "modello" quello delle società che comunque sono aperte al mercato dei capitali.

La società per azioni non è quindi più soltanto un "tipo" di società ai sensi dell'art. 2249 cod.civ., ma la sua disciplina prevede una serie di "modelli" diversi, la cui configurazione è rimessa all'autonomia statutaria nel rispetto di alcuni principi fondamentali, individuati dall'art. 4, comma 1 nella "rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità di ricorso al mercato

del capitale di rischio” e nella “garanzia comunque di un equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi”.

Anche se non espressamente indicata, la elaborazione di modelli diversi è insita anche nella disciplina delle società a responsabilità limitata: l’art. 3, comma 1 individua come principi generali della disciplina la previsione: a) di un autonomo e organico complesso di norme anche suppletive, modellato sul principio della rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra i soci; b) di un’ampia autonomia statutaria; c) di libertà di forme organizzative.

Emerge anche qui la possibilità di articolare gli statuti in modo assai flessibile, l’unico limite particolare previsto dalla legge essendo quello del “divieto di appello diretto al pubblico risparmio” (così l’art. 3, comma 2, lett. g). Si noti che ad essere escluso è soltanto l’appello “diretto”, non quindi quello che può avvenire attraverso un operatore qualificato che si impegni al collocamento a fermo di titoli di debito.

In definitiva, la circostanza che la disciplina delle società a responsabilità non sia più prevista quale variante della disciplina di base della società per azioni, ma debba invece costituire un complesso di norme autonome e organico porta alla più netta individuazione della s.r.l. quale “tipo” di società distinto dagli altri tipi di società di capitali, ma d’altro lato l’ampia autonomia statutaria consentita dalla nuova normativa e basata sul rilievo della partecipazione personale dei soci porta all’individuazione di diversi “modelli” in cui tale tipo si può configurare.

La rilevanza della nozione di “modello” societario si dispiega in diversi momenti della disciplina delle società.

Sembra evidente che se il punto di riferimento della normativa non è più un tipo, ma una serie di possibili modelli di autonomia privata nell’ambito del tipo, la qualificazione delle norme inderogabili non potrà più basarsi sul criterio della conformità strutturale al tipo.

Al di là delle norme imperative dettate a tutela di determinati interessi dei terzi toccati dall’attività societaria, altre norme inderogabili potranno essere individuate solo con riferimento ai limiti, peraltro molto ampi, posti all’autonomia statutaria.

Si pensi come questa diversa impostazione consenta, ad esempio, di superare i limiti di ammissibilità di un diritto di recesso del socio, che oggi è previsto solo nei casi tassativi dell’art. 2437 cod.civ. e che la legge di riforma dispone invece di rivedere prevedendo che gli statuti possano introdurre ulteriori ipotesi (art. 4, comma 9, lett. d). Si osservi poi come questa impostazione preveda (art. 4, comma 7, lett. d) il superamento dei

limiti di derogabilità alle norme sui quorum deliberativi e costitutivi dell'assemblea individuati dalla giurisprudenza.

Si potrebbe continuare con altri esempi. Per chiudere si può considerare come il nuovo assetto della disciplina delle società di capitali basato sulla possibilità di sviluppare “modelli” diversi, sia coerente con l'eliminazione o comunque il drastico ridimensionamento del ruolo del controllo giudiziario di conformità degli statuti alla legge, che postula il riferimento a “tipi” di società predeterminati in maniera più rigida. L'art. 4, 2° comma, lett. c) dalla legge di riforma prevede infatti “la determinazione dei limiti, dell'oggetto e dei tempi del giudizio di omologazione, confermando i principi di cui all'art. 32 della legge 24 novembre 2000, n. 340”.

Les influences économiques sur les réformes récentes du droit français des sociétés

Arnault Reygrobelle¹

INTRODUCTION

Il est bien difficile de définir, en quelques mots, en le sens des réformes intervenus au cours des dernières années en droit français des sociétés, en raison tout à la fois de leur diversité et du rythme. Sans doute un mouvement général de simplification et de contractualisation se fait-il ressentir depuis une quinzaine d'années. Ceci étant, comme plusieurs auteurs l'ont montré, la déréglementation en France ne s'est pas traduite par une moindre réglementation ; mais seulement par une nouvelle façon de réglementer.

Un des meilleurs exemples de ce phénomène résulte de la création en 1994 d'une forme souple de société par actions : la société par actions simplifiée (la « SAS »). Plutôt que d'assouplir les règles de la société anonyme classique, le législateur français a préféré créer de toutes pièces une nouvelle forme de société. Création d'ailleurs imparfaite car, dans sa première version, la SAS n'était accessible qu'à un nombre très limité d'opérateurs économiques. Aussi bien, le texte a-t-il été remanié en 1999 afin d'ouvrir beaucoup plus largement l'accès à la SAS. Par voie de conséquence, il est difficile de voir dans la création de cette forme sociale – certes prescrite par les milieux patronaux – une influence directe sur le droit des sociétés des analyses économiques ; sauf à relever le souci de prendre en compte, plus facilement qu'autrefois, les contraintes des opérateurs économiques.

Plus intéressante à cet égard est la loi du 15 mai 2001, qualifiée par le législateur « loi sur les nouvelles régulations économiques » (couramment désignée sous le sigle « NRE »). Il s'agit d'un texte important, à la fois en volume et en substance, dont l'objet n'est pas circonscrit au seul droit des sociétés. Y figurent en effet de nombreuses dispositions qui touchent des aspects de droit de la concurrence, de droit social, de droit financier (modernisation du fonctionnement des OPA, lutte contre le blanchiment d'argent).

¹ Université La Sorbonne.

La référence à la notion de régulation plutôt qu'au terme plus classique de réglementation n'est évidemment pas anodine. Alors que la réglementation décrit une intervention dans la règle du jeu, la régulation se contente de définir une règle du jeu. Ainsi la régulation se veut neutre, respectueuse des règles et des équilibres du marché. Fondamentalement, la régulation cherche à assurer le jeu loyal des forces du marché, là où la réglementation véhicule et impose des valeurs, en particulier, l'intérêt public, l'égalité, la protection des faibles. Par ailleurs, la réglementation vient d'en haut, de l'Etat gardien de l'intérêt public ; alors que la régulation procède, en théorie, d'organismes « périphériques », de préférence indépendants, souvent de nature professionnelle. L'objectif est donc d'assurer à une meilleure adéquation entre le droit et l'économie.

Reste que cette régulation telle qu'envisagée par le législateur français demeure marquée par ce qu'on pourrait appeler l'exception culturelle française. Autrement dit, le texte, s'il introduit certaines adaptations dans notre arsenal juridique pour répondre aux besoins économiques des entreprises, reste marqué par la volonté d'encadrer strictement certains mécanismes.

Sous l'angle du seul droit des sociétés, la loi NRE témoigne de cette prise de conscience que notre droit des sociétés n'est pas suffisamment en phase avec les pratiques aujourd'hui dominantes, entendons le droit anglo-américain.

Dans cette perspective, les auteurs du texte sont partis d'un triple constat :

- trop grande spécificité des pratiques françaises, eu égard notamment à l'internationalisation de l'actionnariat des entreprises françaises
- manque de transparence, qui, toujours dans un environnement très concurrentiel, peut constituer à court terme un frein sérieux à l'investissement
- manque d'effectivité des droits reconnus aux actionnaires

Il en résulte un ensemble de nouvelles règles, dont l'apport est loin d'être insignifiant, mais qui ne traduisent pas une véritable rupture avec l'état du droit antérieur. La loi NRE n'est donc une étape importante dans l'histoire du droit français des sociétés, mais une étape qui modifie pas substantiellement l'inspiration du dispositif légal.

De façon plus précise, si on voulait retenir deux idées sur la portée de la réforme en droit des sociétés, que dirait-on ?

- D'une part, que le texte a pour conséquence le renforcement du clivage entre grandes et petites sociétés. Distinction quantitative n'a pas de véritable fondement juridique, mais est le reflet d'une réalité économique. Le critère de l'appel public à l'épargne s'élargit et, désormais, il existe une frontière de plus en plus marquée entre sociétés fermées et sociétés ouvertes, c'est-à-dire cotées en bourse ; frontière qui transcende les classifications juridiques traditionnelles, plus précisément qui passe au sein des sociétés par actions. La configuration est la suivante : les sociétés faisant appel public à l'épargne, et plus encore les sociétés cotées sont soumises à une réglementation de plus en plus lourde, alors que les autres sociétés bénéficient d'une liberté contractuelle de plus en plus grande.

Dans cette perspective, on admet que le changement de structure juridique se fasse plus aisément : on a ainsi facilité le passage de la SA à la SAS et, inversement, de la SAS vers la SA pour les entreprises désirant pouvoir faire appel public à l'épargne.

- D'autre part, c'est une deuxième idée : la loi « NRE » est incontestablement marquée par des influences anglaises et américaines. L'objectif du texte semble bien de transposer enfin dans notre droit des sociétés les principes de « gouvernement d'entreprise », tout en apportant une petite touche française, qui se marque notamment par la prise en compte des droits des salariés.

Les dispositions les plus marquantes sont certainement celles qui ont trait à la régulation du pouvoir dans les sociétés, pour l'essentiel dans les sociétés anonymes. Ce qui est logique puisque la société anonyme est essentiellement une structure destinée à collecter des capitaux. En ce sens le droit des sociétés anonymes se détache de plus en plus du droit des sociétés classiques, marqué par des considérations principalement juridiques, pour devenir un élément de fonctionnement des marchés financiers.

Et cette régulation nouvelle des pouvoirs au sein de la société anonyme procède de trois séries de dispositions : les unes visent à rationaliser les modalités de prise de décision dans les sociétés anonymes, notamment en instaurant un nouvel équilibre des pouvoirs au sein des organes de direction de la société (I) ; les autres s'attachent à parfaire la transparence dans le fonctionnement de la société (II). Enfin, ceci étant la conséquence de cela, une troisième série de règles cherchent à favoriser un véritable contre-pouvoir au sein de la société, en facilitant l'exercice du droit de critique à l'encontre des organes dirigeants (III).

I – Rationaliser les modalités de prise de décision dans la société anonyme

A) Un nouvel équilibre des pouvoirs dans la société anonyme

Pour l'essentiel, il s'agit de contrebalancer l'omnipotence et l'omniprésence du Président en facilitant la dissociation de ses fonctions avec celles de directeur général.

Néanmoins, la loi a été beaucoup moins loin que ne l'envisageait initialement le projet de loi déposé par le Gouvernement. Initialement, il avait été prévu que la dissociation entre les fonctions de Président du conseil d'administration et celles de directeur général serait le droit commun de la société anonyme. Le texte finalement voté prévoit seulement un choix possible entre deux formules : soit la direction générale demeure confiée au Président ; soit, une dissociation effective des fonctions. Et il revient aux statuts de prévoir les conditions dans lesquelles sera effectué ce choix par le conseil d'administration. Ce qui semble donc indiquer, encore qu'il n'y ait pas d'unanimité doctrinale sur ce point, que les statuts ne peuvent imposer un choix entre l'une ou l'autre de ces formules. Il s'agit là d'un pouvoir propre du conseil d'administration. En outre, si le conseil d'administration ne prend pas position, le cumul des fonctions demeure la règle.

Pour épauler l'action du directeur général (en cas de dissociation effective), la loi instaure des directeurs généraux délégués des pouvoirs du directeur général délégués dont l'étendue et la durée des pouvoirs sont déterminés par le conseil d'administration, en accord avec le directeur général. A l'égard des tiers, les directeurs généraux délégués disposent des mêmes pouvoirs que le directeur général. De même, leur responsabilité, tant civile que pénale, est calquée sur celles encourues par le directeur général.

B) Une nouvelle limitation du cumul des mandats sociaux

A partir de la réflexion sur la « gouvernance d'entreprise », il est apparu indispensable de professionnaliser encore les structures de direction des sociétés anonymes. Pour ce faire, il importait notamment d'instaurer des limitations beaucoup plus strictes à la possibilité de cumuler des mandats admise pour les personnes exerçant des fonctions exécutives.

Ce principe d'une limitation existait déjà, mais il se trouve désormais sensiblement renforcé, ne serait-ce que parce que les dérogations sont maintenant réduites au seul cas des sociétés unies par des liens de contrôle. En outre, la loi prend en compte, de façon différenciée, les fonctions d'administration ou de surveillance et les missions de

direction générale dans cette appréciation de la pertinence ou non d'un cumul des mandats.

Sans entrer trop dans le détail – particulièrement complexe, au point que les meilleurs spécialistes s'y perdent, trois distinctions doivent être opérées.

- S'agissant des mandats d'administrateur (au sein du Conseil d'administration) ou de membre du Conseil de surveillance,

La règle qui prévaut est désormais la suivante. Une même personne physique ne peut exercer simultanément plus de 5 mandats d'administrateurs ou de membres du Conseil de surveillance pour les SA ayant leur siège sur le territoire français (8 auparavant). Cette limitation est également applicable aux fonctions de représentant permanent d'une personne morale administrateur ou membre du Conseil de surveillance.

Par dérogation toutefois, ne sont pas pris en compte les mandats d'administration ou de membre du Conseil de surveillance dans les filiales non cotées. La notion de contrôle s'apprécie par référence aux dispositions de l'art. L. 233-16 du C. com., qui détermine le périmètre de consolidation. Mais le Président du conseil d'administration ne peut se prévaloir de cette exception.

- S'agissant du Président du conseil d'administration

La disposition ancienne selon laquelle une même personne ne peut exercer simultanément plus de deux mandats de Président. du conseil d'administration est supprimée. Donc, le Président du conseil d'administration qui n'assume pas la direction générale de la société est soumis aux mêmes limitations que les autres administrateurs. Mais pour le décompte des cinq mandats, ceux qui sont exercés au sein du groupe sont retenus.

En revanche, lorsque le Président. exerce la direction générale, il est assimilé au directeur général.

- S'agissant des mandats de directeur général, membres du directoire

Une même personne physique ne peut exercer simultanément plus d'un mandat en qualité de directeur général, de membre du directoire ou de directeur général unique (dans la SA dualiste) de SA ayant leur siège sur le territoire français.

Un deuxième mandat peut toutefois être exercé dans une société non cotée, contrôlée par la société dans laquelle est exercé le mandat de directeur général ou de membre du directoire

- En toute hypothèse, une personne physiques ne peut exercer simultanément plus de cinq mandats de directeur général, de membres du directoire, de directeur général unique ou d'administrateurs.

Une sanction identique et sévère est prévue en cas de non-respect de ces règles : la démission dans les trois mois, voire la démission d'office (de son ou ses nouveaux mandats), si la démission n'est pas intervenue dans les délais ; à quoi s'ajoute bien sûr l'obligations de restituer les rémunérations perçues.

La loi du 15 mai 2001 accorde un délai de 18 mois pour se mettre en conformité avec ces nouvelles limitations. A défaut, le mandataire social en situation de cumul interdit sera réputé démissionnaire du nouveau mandat, c'est-à-dire du mandat le plus récent. Il doit rembourser à la société les rémunérations qui lui ont été versées. Mais la validité des délibérations auxquelles la personne a pu prendre part n'est pas remise en cause.

Ces sanctions particulièrement sévères devaient donc déployer leurs effets le 17 novembre 2002. Toutefois, dans cet intervalle, il est apparu que certaines des exigences posées par le texte étaient, économiquement, irréalistes. Notamment, plusieurs observateurs ont fait remarquer qu'il était illogique d'appliquer des règles identiques aux petites et moyennes entreprises et aux groupes internationaux. De même, l'idée s'est fait jour qu'il n'était sans doute pas systématiquement opportun d'appliquer les mêmes règles à des sociétés non cotées et à des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. La crainte, relayée par les milieux d'affaires, était que le fonctionnement des groupes d'entreprises de petite ou moyenne envergure devienne en pratique inutilement complexe. Au fond, c'était l'efficacité et la pertinence économiques de la loi qui étaient en cause (v. P. Houillon, Proposition de loi modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux, Doc. Ass. Nat. 20 septembre 2002, n° 193).

Aussi bien, une loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002 modifiant certaines dispositions du code de commerce relatives aux mandats sociaux est-elle venue corriger les excessives rigidités du texte initial. La loi autorise désormais – à nouveau ! – un directeur général d'une société dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un

marché réglementé à exercer un deuxième mandat de directeur général dans une autre société du même type (C. com., art. L. 225-54-1, al. 4, nouveau).

II – Un renforcement de la transparence

Ici, se marque très nettement l'influence de la doctrine anglo-américaine, selon laquelle la transparence est un impératif catégorique pour le fonctionnement efficace d'une société (pas seulement société commerciale d'ailleurs !) : les pouvoirs dévolus aux actionnaires n'ont un sens que si chaque actionnaire se voit garantir un accès à une information minimum et de qualité.

Dans cette perspective, diverses dispositions du texte s'attachent à renforcer les contrôles réalisés par les commissaires aux comptes. Mais le plus important a trait, bien sûr, aux obligations nouvelles, imposées aux sociétés, de dévoiler un certain nombre d'informations jugées stratégiques.

Deux dispositions particulièrement importantes et qui ont fait couler beaucoup d'encre méritent d'être mentionnées.

A) Information sur les rémunérations des mandataires sociaux

Le rapport de gestion, établi dans les société anonymes, par le conseil d'administration ou le directoire, devra contenir des informations nominatives précises sur la rémunération totale, y compris les avantages en nature, versée à chaque mandataire social. Sont visées non seulement les rémunérations, de toute nature, versées par la société à laquelle est attachée ce mandataire, mais aussi celles versées par des sociétés liées.

Point important à noter : l'exigence nouvelle est à la fois générale – toute rémunération et tout avantage – et individualisée.

Toujours au titre de la transparence, la loi exige que le même rapport contienne la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercées dans toutes sociétés par chacun des mandataires sociaux concernés.

Il convient ici de préciser que cette obligation étendue d'information vise toutes les sociétés par actions, qu'elles fassent ou non appel public à l'épargne. Néanmoins, la règle nouvelle épargne les SAS. D'où un mouvement de « fuite » très net vers la SAS.

Cette mesure n'est pas aussi contraignante, du moins pas aussi attentatoire au respect de la vie privée qu'on a pu le dire, indépendamment de la question de savoir si une

rémunération versée dans un cadre professionnel à un mandataire social relève de la vie privée. En effet, la loi indique que seul le montant global des rémunérations doit être certifié exact par le conseil d'administration. Ce qui signifie que la certification n'est pas exigée pour les rémunérations individuelles versées aux mandataires sociaux. Plus encore, si certains mandataires sociaux refusent de communiquer leur rémunération, aucune sanction spécifique n'est prévue, pénale ou autre pour les y contraindre. Même le mécanisme d'injonction remis en honneur par la loi pour faire respecter différentes obligations d'information ne s'appliquera pas. L'idée est que la sanction à l'encontre des dirigeants qui ne respectent pas cette obligation sera d'un autre ordre.

B) Extension du domaine des conventions réglementées

Depuis très longtemps, ces conventions conclues entre la société et ses mandataires sociaux font l'objet d'un encadrement assez strict, selon des modalités différentes en fonction de la société concernée

La réforme intervenue avec la loi du 15 mai 2001 apporte, sur ce point, deux modifications importantes.

- Le texte s'attache d'abord à étendre assez substantiellement le champ des conventions soumises à autorisation dans les sociétés par actions. Il convient donc de noter ici que, contrairement à la publication des informations portant sur les rémunérations des dirigeants, les obligations nouvelles s'imposent aussi dans les SAS. L'extension du champ d'application du contrôle concerne notamment les conventions passées entre la société et :

- les directeurs généraux délégués ;
- un actionnaire détenant plus de 5 % des droits de vote ;
- une société actionnaire, qui la contrôle ; ce, même si les deux sociétés n'ont pas de dirigeants communs. Ce qui compte, c'est la réalité du contrôle : sont donc également visés les dirigeants de fait.

- une autre modification importante concerne les conventions dites libres.

Désormais, le conseil d'administration doit être informé des conventions courantes conclues à des conditions normales avec les dirigeants, les filiales et les actionnaires détenant plus de 5 % des droits de vote de la société. Il faut comprendre ici que la convention continue à échapper à la procédure d'autorisation préalable, mais doit désormais être communiquée par la personne intéressée au Président du conseil

d'administration ou du directoire (ou au commissaire aux comptes dans la SAS). La liste et l'objet de ces conventions courantes seront également communiqués aux actionnaires préalablement à la réunion de l'AGO.

Le décret d'application de la loi NRE, paru le 3 mai 2002, a précisé les conditions de transmission de ces conventions (D. n° 67-236 du 23 mars 1967, art. 92-1, nouveau) : au plus tard, le jour du conseil d'administration arrêtant les comptes. Fort heureusement, par réalisme économique, le texte n'impose pas une communication « au fil de l'eau », c'est-à-dire convention par convention ; ce qui aurait été très lourd.

III – Favoriser les contre-pouvoirs au sein de la société

Cet objectif est réalisé à travers trois séries de mesures.

A) Renforcement des droits des associés minoritaires

Le renforcement concerne toutes les sociétés et pas les seules sociétés anonymes. Il consiste pour l'essentiel à élargir et assouplir les conditions dans lesquelles un ou plusieurs associés peut saisir le juge. Saisir le juge soit pour contester une décision ou faire évoluer une situation, soit pour s'informer sur la situation exacte de la société. A ce titre, il faut relever un nouveau pouvoir reconnu à l'AG des actionnaires : celui d'approuver les comptes consolidés (C. com., art. L. 225-100).

Ce faisant le renforcement des pouvoirs des associés s'opère selon trois modalités convergentes

1- L'accès aux assemblées générales

1) vote des actionnaires par télécommunication

Les sociétés françaises disposent désormais de la faculté de réunir leurs assemblées par visioconférence ou par des moyens de télécommunication permettant l'identification des actionnaires. Les actionnaires qui participeront par ce canal seront réputés présents pour le calcul du quorum et de la majorité. En fait, étend à la société anonymes des facilités déjà offertes aux sociétés par actions simplifiées. En toute hypothèse, le recours à ces moyens télématiques nécessitera une modification statutaire.

Le décret, déjà cité, du 3 mai 2002 a précisé les conditions techniques de mise en œuvre de cette faculté : le texte exige notamment des sociétés qu'elles aménagent un site exclusivement consacré à cette fin.

2) Suppression de l'exigence d'un nombre minimum d'actions pour participer aux assemblées générales. Jusqu'alors la loi admettait que les statuts prévoient des restrictions concernant l'accès des actionnaires aux assemblées générales ordinaires. Cette disposition était pourtant une dérogation directe à l'article 1844, al. 1, du Code civil, qui permet à tout associé de participer aux décisions collectives.

Ce type de clauses est dorénavant interdit ; les dites clauses restrictives seront réputées non écrites. Concrètement cela signifie que, désormais, tout actionnaire, même détenant une seule action, doit pouvoir assister à une assemblée générale ordinaire. En revanche, les clauses qui subordonnent l'accès aux fonctions d'administrateur à la détention d'un minimum d'actions demeurent valables.

2- Abaissement du seuil des actions collectives

La loi prévoit un abaissement du seuil de 10 à 5 % du capital social (et non des droits de vote), nécessaire pour entreprendre un certain nombre d'actions sociales visant à contester ou, en tout cas, à contrôler la gestion sociale. Essentielle sur le terrain pratique, cette innovation l'est aussi sur le terrain théorique car elle établit une distinction, au sein de la collectivité des actionnaires, suivant qu'ils détiennent plus ou moins de 5 % du KS. D'un côté, les associés véritables, qui ont le pouvoir de défendre leurs intérêts ; de l'autre, les simples investisseurs, qui n'ont d'autres pouvoirs que de quitter la société.

Cette modification du seuil concerne notamment : le droit de demander la récusation d'un commissaire aux comptes, de demander la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale, de poser des questions écrites aux dirigeants – au Président du conseil d'administration ou du directoire – sur « tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation ». Curieusement le texte ne prend pas en compte la possible dissociation des fonctions entre Président et directeur général et n'autorise pas le demandeur d'informations à s'adresser directement au directeur général.

3- L'expertise de gestion

L'expertise de gestion, appelée parfois « expertise de minorité », permet aux actionnaires d'obtenir des informations précises sur la gestion de la société grâce à l'intervention d'un expert indépendant et compétent.

La loi du 15 mai 2001 apporte plusieurs modifications pour faciliter la mise en œuvre et l'efficacité de l'expertise de gestion.

D'une part, comme on l'a dit il y a un instant, le législateur abaisse le seuil de 10 à 5 % nécessaire pour qu'un associé puisse demander la désignation d'un expert de gestion. Il admet aussi que l'expertise puisse être demandée par des actionnaires de la société mère concernant la gestion d'une société contrôlée par elle.

Mais de façon infiniment plus radicale, le texte réforme aussi les modalités et donc, dans une certaine mesure, les finalités de l'expertise de gestion. La loi procède à la fois à une extension du domaine et modification du régime de l'expertise de gestion.

- son domaine est étendu : il est désormais possible de faire porter l'expertise sur une ou plusieurs opérations de gestion intervenues au sein de sociétés contrôlées. Concrètement, l'actionnaire d'une société mère pourra solliciter une expertise de gestion sur une filiale directe, mais aussi sur une sous-filiale. Là encore, le législateur prend en compte la réalité économique du groupe. On notera que la solution nouvelle va à l'encontre de l'analyse préconisée jusqu'alors par la Cour de cassation. En effet, la Chambre commerciale de la Cour de cassation avait estimé dans un arrêt du 14 décembre 1993, que l'actionnaire d'une holding ne peut demander en justice la désignation d'un expert pour examiner une opération de gestion effectuée dans une filiale dont il n'est pas l'un des actionnaires.

Le texte précise que, lorsqu'une demande concerne une filiale, l'opportunité de la demande doit être appréciée « au regard de l'intérêt du groupe ».

- le régime de l'expertise de gestion est aussi modifié sur un point important : celui de savoir si l'expertise doit avoir ou non un caractère subsidiaire.

Cette question avait été beaucoup discutée en doctrine et en jurisprudence. Aussi, la Cour de cassation était-elle intervenue, dans un arrêt du 21 octobre 1997, pour énoncer clairement que la mesure de l'article L. 225-231 du Code de commerce ne saurait être subordonnée à la preuve de l'épuisement par le demandeur de tous les autres moyens d'informations légaux ou statutaires que la loi met à sa disposition.

Le législateur remet en cause – à nouveau ! – cette solution. L'article L. 225-120 du Code de commerce dispose désormais que les associés qui sollicitent une expertise de gestion doivent, au préalable, poser par écrit au Président. du conseil d'administration

ou au directoire la question sur laquelle ils entendent recevoir des éclaircissements. Là encore, les questions adressées au directeur général ne sont pas envisagées.

Une fois posée, la question appelle une réponse qui doit être communiquée dans le délai d'un mois. A défaut de réponse ou de réponse satisfaisante, il devient possible de demander en justice la désignation d'un expert de gestion.

B) Renforcement des droits du Comité d'entreprise (C. trav., art. L. 432-6-1)

Ses pouvoirs d'intervention dans la vie de l'entreprise sont précisés et étendus :

- notamment, il peut désormais demander, en justice, la désignation d'un mandataire chargé de convoquer l'assemblée générale « d'actionnaires » en cas d'urgence

- il peut également requérir l'inscription de projet de résolution à l'ordre du jour des assemblées

- enfin, le Comité d'entreprise a la possibilité de désigner deux de ses membres pour assister aux AG, ces personnes devant être entendues à leur demande lors de toute les délibérations requérant l'unanimité des associés.

Il existe toutefois une incertitude d'interprétation sur la portée de ces dispositions nouvelles. En effet, elles ne visent expressément que les actionnaires ; ce qui inciterait à les circonscrire aux seules sociétés anonymes. Toutefois, leur insertion dans un chapitre du Code du travail définissant les attributions globales du Comité d'entreprise, de même que les premiers mots de la disposition « Dans les sociétés... » peuvent conduire à estimer qu'elle doit avoir une portée générale et s'appliquer à toutes les sociétés sans distinction.

Le décret du 3 mai 2002 semble pencher pour une interprétation restrictive aux seules sociétés par actions, car le texte détermine les mandataires sociaux à qui doivent être adressés les projets de résolution. Or, il ne vise pas le gérant des SARL.

C) Recours aux injonctions de faire

Le texte met en place un certain nombre d'injonctions de faire afin de rendre effectif le droit d'accès aux documents sociaux dont peuvent connaître les associés. Il est important de relever que le recours à ces mécanismes d'injonctions va de pair avec un recul corrélatif du droit pénal des sociétés.

L'idée est que ces injonctions seront économiquement plus efficaces que des incriminations pénales qui se sont révélées peu incitatrices au respect des textes. Des injonctions sont ainsi créées dans trois domaines complémentaires.

- injonctions concernant le droit à l'information des associés : la loi prévoit ainsi la possibilité de demander au juge des référés soit d'ordonner sous astreinte aux dirigeants la communication des informations prévues par la loi ; soit de désigner un mandataire chargé de procéder à cette communication. Etant précisé que les frais de procédure seront à la charge des dirigeants négligents.

- injonction de faire concernant les formalités de publicité : vise le dépôt des comptes annuels au RCS. Tout intéressé ou le ministère public peut demander au Président du tribunal, statuant en référé, d'enjoindre au dirigeant de la personne morale de procéder au dépôt des comptes. Le magistrat a le choix soit de prononcer une injonction sous astreinte, soit de désigner un mandataire *ad hoc*.

- injonction de faire en matière de libération du KS (C. civ., art. L. 1843-3) : il existe désormais une injonction de faire pour contraindre l'associé défaillant à verser l'apport en numéraire pour lequel il s'était engagé. En pratique, ces dispositions vont s'appliquer aux sommes à libérer dans le cadre de la constitution d'une société par actions ou dans le cadre d'une augmentation de capital réalisée dans une société par actions, mais également ce qui est doublement nouveau aux sommes à libérer à l'occasion de la constitution d'une SARL car résulte d'une autre innovation de la loi NRE.

Il Ruolo del capitale sociale nella proposta di riforma del Diritto Societario: un'analisi giuridica ed economica

Federico Pernazza¹

Marco Spallone²

1. Introduzione

L'attività del legislatore italiano negli ultimi anni si è caratterizzata per un inusitato fermento di iniziative che investono i modelli organizzativi e la disciplina in genere delle società di capitali.

Le riforme hanno investito inizialmente le società quotate, la cui riconfigurazione è culminata, come noto, con il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria, il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, e con i regolamenti in esso previsti, ma si estendono ormai con il decreto attuativo della legge delega 3 ottobre 2001, n.366, all'intero campo delle società di capitali, mentre si prospettano ormai riforme ancora più ampie che abbracciano anche le società di persone ed il diritto dell'impresa e delle procedure concorsuali .

A fianco dei due interventi organici citati si annoverano numerosi provvedimenti specifici, in parte emanati sull'impulso comunitario, che hanno contribuito in modo significativo alla trasformazione complessiva della disciplina e della stessa impostazione di fondo dell'istituto societario; basti ricordare la legge sulle società unipersonali e, più di recente, l'abolizione dell'omologazione giudiziaria e le altre "semplificazioni" di cui alla legge 24 novembre 2002, n. 340 e l'art. 6 della legge del 18 ottobre 2001, n.383 in tema di garanzia del capitale.

Tale fermento normativo è dovuto indubbiamente alla fatale obsolescenza del diritto societario italiano rimasto ancorato, fino ai richiamati interventi normativi, all'impianto codicistico, risultando così tra i più datati in Europa e quindi non adeguato alle contingenti istanze dell'economia.

Certo è, però, che una motivazione sempre più pressante in favore di interventi normativi è quella derivata dalla consapevolezza del ruolo della *corporate governance* e più generalmente dell'ordinamento societario, quale fattore di competitività del sistema economico. Tale consapevolezza è maturata dapprima per le società che fanno appello

¹ Università di Roma - Tor Vergata.

al pubblico risparmio spinte, a seguito dell'integrazione dei mercati finanziari, ad un confronto diretto tra gli ordinamenti giuridici nazionali, e, più di recente, grazie alla circolazione di modelli consentita dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia Europea, anche per le società "chiuse".

Ciò, da un lato, spiega il serrato confronto con gli altri modelli nazionali, soprattutto nell'area comunitaria, che caratterizza l'elaborazione di tali riforme e, dall'altro, impone una verifica di coerenza degli strumenti giuridici adottati con il fine di accrescimento della competitività del sistema.

Per il vero, non sembra che, in termini generali, modifiche, anche rilevanti dei modelli organizzativi possano avere un impatto particolarmente significativo sullo sviluppo economico, specialmente quando ci si sposta dall'ambito delle società che si finanziano sul mercato dei capitali alle cosiddette società "chiuse" o "private". Se confrontati con altri elementi strutturali di un sistema economico – si pensi alle caratteristiche del mercato dei capitali e del lavoro e all'ordinamento fiscale – i profili organizzativi assumono una posizione di secondo piano, anche perché i fondamentali benefici, in chiave economica, offerti dal fenomeno societario (la limitazione della responsabilità, il meccanismo decisionale su base maggioritaria, la circolabilità delle partecipazioni) sono ormai da tempo patrimonio comune di tutti gli ordinamenti dei Paesi sviluppati.

Tuttavia, alcuni profili fondamentali dell'ordinamento societario, ovvero quelli attinenti alle possibilità di autofinanziamento, alla responsabilità, alla trasparenza della gestione, alla circolazione delle partecipazioni sociali, ed al trattamento fiscale connesso ad un determinato modello organizzativo, sono oggettivamente suscettibili di costituire un supporto ovvero di creare ostacolo all'iniziativa economica associata che si estrinseca attraverso lo strumento societario. Inoltre, l'intervento normativo su tali aspetti ha la caratteristica di poter apportare qualche auspicabile beneficio con un costo pressoché nullo per la finanza pubblica e senza impingere sugli interessi delle parti sociali.

In quest'ottica, le recenti revisioni dell'impianto societario codicistico, già operate o in corso di perfezionamento sono meritevoli di una valutazione con gli strumenti propri dell'analisi economica e della comparazione. Tra queste si segnalano, senza pretesa di esaustività, le modifiche apportate alla disciplina della costituzione, dei conferimenti, del recesso e del controllo contabile, ivi inclusa la riforma dei profili sanzionatori.

A questo proposito, il presente studio è dedicato alle alternative al versamento del capitale, recentemente introdotte con legge speciale e parzialmente confermate dalla

² Università di Roma - Tor Vergata e Luiss - Guido Carli.

riforma generale del diritto societario, ed ha come scopo principale quello di testare la coerenza tra gli obiettivi enunciati dal legislatore e gli strumenti utilizzati per il loro raggiungimento, con particolare attenzione alla loro effettiva applicabilità al contesto legislativo ed economico che caratterizza il sistema delle piccole e medie imprese italiane. In particolare, lo studio fornisce sia il punto di vista giuridico sia quello economico circa gli effetti sulle società a responsabilità limitata della facoltà attribuita ai soci di sostituire il versamento del capitale con la stipula di contratti assicurativi atti a rendere disponibile il capitale solo quando esso si rivela effettivamente necessario.

Più precisamente, il lavoro:

1. confronta da un punto di vista giuridico il modello societario europeo e quello statunitense,
2. argomenta circa le finalità e le interpretazioni giuridiche delle modifiche recentemente proposte per il modello societario italiano;
3. confronta da un punto di vista economico il modello societario europeo, quello statunitense e quello italiano (dopo l'introduzione delle modifiche proposte), e dimostra che l'efficacia delle modifiche di cui al punto precedente dipende dalle misure che il governo è disposto a porre in essere per incentivarne l'utilizzo.

A questa sezione introduttiva ne seguono altre quattro. Le prime tre fanno riferimento ai punti enunciati sopra, l'ultima conclude il lavoro riassumendone i risultati più importanti.

2. Le società di capitali e la previsione di un capitale minimo: il modello comunitario e quello statunitense.

L'introduzione in Italia di forme alternative di sottoscrizione del capitale rispetto al suo versamento in denaro o in natura deve essere valutata alla luce del più ampio dibattito internazionale attualmente in corso in relazione alle funzioni del capitale nelle società ed alla opportunità di una disciplina imperativa concernente la sottoscrizione del capitale minimo ed il suo mantenimento nel corso della vita sociale.

Il dibattito è molto articolato e complesso, ma ai fini del presente studio basterà sunteggiare le soluzioni fondamentali adottate in Europa e negli Stati Uniti richiamando le principali argomentazioni giuridiche ed economiche che le supportano.

A) L'ordinamento comunitario si fonda sull'adozione della impostazione tradizionale per cui il conferimento di un valore minimo costituisce un elemento fondamentale del

procedimento costitutivo delle società di capitali e pertanto sin dalla seconda direttiva è stata introdotta una serie di norme imperative intese a determinare l'ammontare minimo del capitale che deve necessariamente essere sottoscritto, ed in percentuale quello da versarsi, al momento della costituzione.

In tale quadro al capitale si attribuiscono almeno tre funzioni essenziali:

- a) Il capitale sociale integra una tutela dei creditori, in quanto l'ordinamento societario è improntato a garantire la sussistenza di un valore patrimoniale almeno pari al capitale offrendo quindi, almeno in tale misura, la possibilità ai terzi di soddisfare le proprie pretese nei confronti della società.
- b) Il capitale sociale offre una tutela dei soci, poiché i loro diritti patrimoniali sono correlati alla titolarità di quote di capitale. In particolare, la sottoscrizione di una quota di capitale è il necessario presupposto per l'acquisizione della qualità di socio ed è condizionata all'effettuazione di un conferimento almeno pari al valore nominale della quota, cosicché il capitale garantisce i soci da operazioni di svuotamento della loro posizione patrimoniale.
- c) La natura e l'entità dei diritti patrimoniali ed amministrativi dipendono dalla natura e dal numero delle quote di capitale sottoscritte, consentendo così ai soci una agevole ricostruzione delle rispettive posizioni soggettive. Il capitale costituisce quindi il parametro per la determinazione dei diritti dei soci.

Una quarta possibile funzione è oggetto di dibattito. Ci si chiede, infatti, se debba o meno prevedersi imperativamente che il capitale nominale sia congruo rispetto alle esigenze di finanziamento dell'impresa condotta dalla società. In realtà, allo stato, la mera indicazione di un valore minimo fisso, per le società per azioni, nella seconda direttiva e l'assenza di qualsiasi previsione per le altre società di capitali, impone di escludere che il legislatore comunitario abbia inteso correlare il concetto di capitale con l'entità di risorse finanziarie presumibilmente necessarie per la conduzione dell'impresa.

Il perseguimento delle indicate finalità ha comportato l'inserimento nelle direttive comunitarie di una articolata serie di disposizioni. Tali finalità costituiscono o integrano la *ratio* oltre che, ovviamente, della norma imperativa in tema di capitale minimo, di parte delle prescrizioni in tema di stima dei conferimenti, di correlazione tra conferimenti e capitale, di azioni proprie e delle società controllate, di procedimento per la variazione del capitale, di impostazione del bilancio, di distribuzione degli utili, nonché delle sanzioni, in senso lato, conseguenti alla riduzione del patrimonio al di

sotto del capitale statutario e legale, e delle disposizioni sanzionatorie previste per la violazione delle predette disposizioni imperative.

La disciplina è dettata esclusivamente per le società per azioni, o meglio, per i tipi societari nazionali richiamati nell'allegato alla direttiva, cui deve aggiungersi ormai la società europea. Ciò ha consentito di evidenziare un diverso atteggiamento dei legislatori nazionali rispetto alle finalità perseguite a livello comunitario. In alcuni ordinamenti, infatti, l'impostazione adottata per le società per azioni è stata considerata degna di estensione a tutte le società di capitali; in altri, al contrario, la disciplina delle società a responsabilità limitata o comunque dei tipi societari non assoggettati alla direttiva si caratterizza per la svalutazione della funzione attribuita al capitale³. La s.r.l. italiana, pur essendo stata caratterizzata, fino alla recente riforma, per l'ampio richiamo della disciplina propria della s.p.a., quanto al capitale adotta una posizione intermedia, poiché l'importo di venti milioni (ora diecimila euro) di capitale è largamente inferiore a quello richiesto per la s.p.a., ma, quantomeno in origine, non era privo di rilievo economico.

B) L'impostazione del diritto societario statunitense in tema di capitale si è caratterizzata per il radicale mutamento di rotta operato a seguito dell'approvazione del Revised Model Business Corporation Act nel 1980 e confermato dall'Uniform Limited Liability Company Act del 1996. Il concetto di capitale è stato abbandonato e con esso anche l'utilizzazione del capitale quale parametro per i conferimenti dei soci e per la distribuzione di utili, e quindi quale cardine della disciplina dei diritti e delle responsabilità dei soci e dei *directors*.

In sostanza, nel modello societario statunitense è rimesso ai soci e agli amministratori determinare di volta in volta l'ammontare dei conferimenti necessari ed i diritti connessi alla loro effettuazione, con ampia libertà di regolamentare le posizioni individuali rispetto sia alle pretese patrimoniali sia ai poteri amministrativi.

Di fatto, sia per le LLC sia per le *corporations* non vi è necessità che un patrimonio minimo sia posseduto dalla società affinché questa possa essere registrata e cominciare ad operare, restando rimessa individualmente ai creditori la creazione di adeguate forme di garanzia della solvibilità della società.

³ La differente impostazione di fondo emerge sintomaticamente confrontando il diverso ammontare di capitale minimo previsto per le società di capitali non assoggettate alla seconda direttiva. La radicale contrapposizione tra l'impostazione inglese in cui non è richiesta la sottoscrizione di un capitale minimo per le private limited companies e quella danese caratterizzata da un capitale cospicuo (200.000 DKR) è stata anche all'origine di un'utilizzazione strumentale del tipo societario inglese che è stata oggetto di una nota pronuncia della Corte di Giustizia (Corte di Giustizia, 9 marzo 1999, C 212-97, Centros Ltd / Erhvers- og Selskabsstyrelsen).

La disciplina della distribuzione degli utili è stata poi impostata su un nuovo parametro, il cosiddetto “Equity Insolvency Test”, che consiste nel subordinare qualsiasi attribuzione patrimoniale ai soci alla verifica preventiva che, effettuati tali esborsi, la società sia in grado di pagare i debiti che potranno sopravvenire nell’ordinario svolgimento dell’attività e che il patrimonio sociale non risulti inferiore alla somma dei debiti e dei diritti di rimborso privilegiato vantati dai soci⁴.

Nella concezione statunitense, dunque, le funzioni che tradizionalmente si riconnettono al concetto di capitale sociale ed alla determinazione di un suo ammontare minimo sono ritenute prive di pregio ovvero perseguite con strumenti giuridici diversi.

Riprendendo l’enumerazione sopra proposta, la tutela dei creditori è perseguita mediante le norme di trasparenza in materia contabile e vietando attribuzioni patrimoniali a favore dei soci, qualora a seguito delle stesse si prospetti il rischio di incapacienza del patrimonio sociale rispetto alle obbligazioni assunte o che, secondo l’ordinario svolgimento dell’attività, dovranno essere assunte dalla società. D’altronde, l’ordinamento statunitense rimette agli stessi creditori la determinazione degli specifici strumenti negoziali di garanzia rafforzata rispetto a quella così offerta nella convinzione che quella contrattuale resti la soluzione economicamente più efficiente.

Nella stessa ottica, le funzioni tradizionalmente attribuite al capitale rispetto alla posizione dei soci sono radicalmente svalutate: l’opportunità di disporre di un parametro legale di determinazione dei diritti di partecipazione economica ed amministrativa alla società viene ritenuta insufficiente e recessiva rispetto al beneficio offerto dalla libertà di regolamentare attraverso gli statuti tali profili in relazione alle specifiche caratteristiche ed esigenze della società e della sua compagine. Conseguentemente, si riconosce ampia libertà nella determinazione del conferimento richiesto a fronte dell’attribuzione dei titoli partecipativi e nella sua valutazione economica, l’attribuzione dei diritti dei soci non è correlata alla quota di partecipazione possedute, non viene riconosciuto *ex lege* ai soci il diritto di prelazione e viene rimesso ai membri del *board of directors* il potere di emettere titoli. E’ evidente, quindi, che all’abolizione del capitale si accompagna anche una diversa distribuzione dei poteri degli organi sociali,

⁴ L’Equity Insolvency Test è disciplinato dall’art. 6.40 del Revised Model Business Corporation Act ed è ripreso in termini simili da gran parte delle legislazioni statali. Tra queste si segnala il California Corporation Code (§ 500) che ha recepito una versione rafforzata del test subordinando la distribuzione dei dividendi ad un rapporto pari ad 125% del valore degli *assets* rispetto all’ammontare dei debiti; per le società che distinguono gli *assets* in *fixed* e *current* è poi previsto un ulteriore rapporto minimo tra tali due valori ed i corrispondenti valori delle *liabilities*. E’ ancora da segnalare che lo stesso Code nell’applicazione del test esclude dal valore degli *assets* le seguenti poste: *goodwill*, *capitalised research and development expenses*, *deferred charges*.

con un'accentuazione dei poteri dell'organo amministrativo rispetto all'assemblea dei soci.

C) L'impostazione statunitense è sostenuta dalla convinzione complessiva dell'inefficacia/inefficienza dello strumento giuridico del capitale minimo per far fronte alle funzioni che gli sono dogmaticamente riconosciute.

Si ritiene, in primo luogo, assolutamente inadeguato lo strumento del capitale per garantire i creditori, in quanto l'ammontare minimo legislativamente richiesto è modesto e comunque non commisurato all'esposizione debitoria della società. Inoltre, la correlazione tra l'acquisizione della qualità di socio e la sottoscrizione di una quota di capitale costituirebbe un vincolo piuttosto che un beneficio, riducendo considerevolmente le possibilità per i soci di effettuare conferimenti anche atipici e di regolamentare le rispettive posizioni giuridiche in modo anche non direttamente corrispondente alla titolarità di quote di capitale: possibilità che verrebbe solo parzialmente compensata con l'emissione di categorie di titoli di partecipazione dotate di peculiari diritti economici ed amministrativi. Alla disciplina del capitale sono poi connesse una serie di disposizioni imperative in tema di stima dei conferimenti, di azioni proprie, di bilancio, il cui rispetto sarebbe ingiustificatamente oneroso per le società.

Infine, l'imposizione di un capitale minimo comporterebbe un'utilizzazione inefficiente delle risorse, in quanto implica un impegno finanziario dei soci ed un proporzionale conferimento, anche in assenza di una concreta ed immediata esigenza di risorse da parte della società.

Allo stato la riflessione operata in sede comunitaria anche alla luce dell'orientamento statunitense, al di fuori delle opinioni di singoli studiosi, non ha condotto ad un radicale ripensamento dell'impostazione, ovvero all'adozione di una prospettiva di abbandono del capitale quale elemento necessario del negozio societario.

Piuttosto, tende ad emergere la volontà di un assottigliamento degli oneri e dei vincoli connessi alla formazione del capitale, attraverso interventi normativi di contorno che non inficino l'impostazione generale del sistema. Degne di segnalazione appaiono in particolare le indicazioni offerte dallo SLIM (Simpler Legislation for the International Market) Group intese a semplificare le procedure di stima dei conferimenti ed a ridurre i

divieti all'emissione di azioni redimibili o al finanziamento da parte della società per l'acquisto di azioni proprie e, da ultimo, nel cosiddetto Rapporto Winter.⁵

In un'ottica di riduzione dei vincoli e degli oneri connessi con una disciplina incentrata sul mantenimento del capitale sociale e della previsione di un suo ammontare minimo si collocano anche alcuni recenti interventi normativi operati dal legislatore italiano.

3. Le finalità della riforma di cui all'art. 6 della legge n. 383/2001.

3.1. Finalità

La modifica alla disciplina del versamento delle società di capitali è contenuta nella legge denominata “primi interventi per il rilancio dell'economia”. Essa si inserisce quindi in una congerie di misure di varia natura (fiscale, amministrativa, contributiva) esplicitamente finalizzate a favorire l'impianto e lo sviluppo di iniziative imprenditoriali. Anche la norma in commento deve pertanto essere letta, interpretata e valutata in tale prospettiva.

Più specificamente, come si legge nella relazione al disegno di legge che ha condotto alla riforma, la norma in commento trarrebbe origine dalla constatazione del mutamento della funzione del capitale sociale: quest'ultimo tenderebbe a trasformarsi da strumento di finanziamento a fondo di garanzia per i terzi ovvero a “parametro basico” su cui commisurare alcune tipiche operazioni societarie. Il fenomeno è ricondotto nella relazione all'emergere del ruolo delle *new properties* come patrimonio strategicamente rilevante nell'economia contemporanea, con la conseguente possibilità dell'insorgere di imprese i cui *assets* principali sono costituiti da “idee” e che sono quindi in grado di iniziare ad operare con ridottissime risorse finanziarie⁶. La relazione motiva quindi la novella con l'intento di evitare che la “bassa capitalizzazione societaria” (ovvero la bassa disponibilità iniziale di capitali) ostacoli la nascita di imprese che, industrialmente, non hanno bisogno di “mezzi propri” come strumento di finanziamento. Se si è ben inteso, quindi, scopo della normativa sarebbe quelle di

⁵ Il cosiddetto “Rapporto Winter”, che prende nome dal presidente della Commissione Consultiva che l'ha elaborato, è intitolato “*A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultation Document of the High Level Group of Company Law Experts*” ed è apparso nell'aprile 2002.

⁶ Per inciso il fenomeno sembra dovuto oltre che ad un'evoluzione delle forme di esercizio dell'attività imprenditoriale, anche alla tendenziale estensione di strumenti giuridici già tipicamente riservati all'impresa, quale lo strumento societario, ad attività che nella concezione tradizionale fuoriescono dall'ambito dell'impresa, tra cui le attività di lavoro autonomo anche professionale; si consideri esemplificativamente la recente legge sulle società di avvocati.

abbattere o ridurre i costi che si ritengono imposti dallo strumento normativo, nella specie dalla disciplina delle società di capitali, in assenza di una corrispondente effettiva esigenza finanziaria.

Tra questi un costo potenzialmente “superfluo” sarebbe individuabile nel capitale, ovvero nella privazione imposta ai soci del quantum patrimoniale corrispondente al capitale che essi debbono sottoscrivere o, forse, *rectius*, versare. In effetti, l’esame della innovazione normativa alla luce delle finalità esplicitate nella relazione al progetto di legge pone un primo dubbio interpretativo. Visto l’intento di riduzione dei costi di “accesso” allo strumento della società di capitali, è corretto il richiamo al capitale sottoscritto, dovendosi considerare come un costo, di cui si auspica l’abbattimento o quantomeno la riduzione, anche la mera assunzione dell’obbligo di versamento, ovvero la norma va intesa restrittivamente con riferimento al versamento del capitale sottoscritto? In quest’ultimo senso sembrano militare alcune indicazioni emerse nel corso dei lavori preparatori che proponevano la predetta sostituzione terminologica.⁷

Prima di affrontare, tale quesito ermeneutico, insieme agli altri numerosi che la novella propone, occorre subito evidenziare il rapporto che emerge dalla relazione al progetto di legge tra la novella italiana e la contrapposizione tra i due modelli normativi sopra succintamente richiamati rispetto all’opportunità o meno di imporre un capitale minimo alle società di capitali con il complesso di regole imperative che ne conseguono. L’intento del legislatore italiano non sembra quello radicale di “cambiare campo”, rigettando il dogma del capitale minimo. Certamente alcune delle considerazioni che hanno condotto il legislatore italiano alla riforma sono condivise dalla *doctrine* nordamericana: così, ad esempio, la presa d’atto del mutamento delle funzioni essenziali del capitale e della nuova articolazione degli *assets* fondamentali delle imprese, non più solo patrimoniali nel senso tradizionale del termine. Tuttavia, proprio richiamando le funzioni “residue” del capitale, la relazione e lo stesso testo normativo, sia pure incidentalmente, rammentano quella di garanzia dei creditori (senza peraltro specificare a quali categorie di creditori ci si intenda riferire), implicitamente ribadendo quindi l’argomento fondamentale che, da un lato, supporta l’imposizione di un capitale minimo nella disciplina comunitaria e che, invece, il Revised Model Business Corporation Act statunitense ha respinto, aprendo la strada ad una radicale reimpostazione del diritto societario incentrata sulla obliterazione dell’istituto del capitale minimo legale.

⁷ Cfr. il parere della Commissione Giustizia del Senato (relazione n. 373, estensore Consolo).

Ciò premesso occorrerà verificare, previo approfondimento del significato e della portata della novella, la coerenza e l'efficacia, oltre che l'efficienza, della peculiare soluzione italiana rispetto a finalità economiche proprie di un modello normativo diverso da quello cui il nostro ordinamento continua ad aderire.

3.2. Problemi interpretativi, dogmatici ed applicativi.

L'art. 6 della Legge n. 383/2001 introduce la possibilità di sostituire, in tutto o in parte, la "sottoscrizione" del capitale delle società per azioni, in accomandita per azioni e delle società a responsabilità limitata con la stipula di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria. Il completamento della novella è rimesso ad un emanando Decreto del Presidente del Consiglio che individui le forme di equivalenza tra polizza e fideiussione bancaria e capitale sottoscritto "in quanto fondo di garanzia e parametro operativo". Infine si delimita la sfera di applicazione della novella escludendo che possano fruirne le banche, gli altri enti e le società finanziarie di cui all'art. 1 del D. Lgs. n. 87/1992 e le imprese di assicurazione.⁸

La norma pone rilevanti problemi esegetici e, a seconda dell'interpretazione accolta, anche sistematici, problemi che appare interessante affrontare anche in un'ottica pluridisciplinare proprio in considerazione delle finalità squisitamente economiche che sembrano aver dato fondamento all'intervento normativo.

Sul piano sistematico, occorre sottolineare subito che, come si evince dal testo dell'articolo, la norma introduce una mera facoltà per i soci e quindi l'impianto generale dell'istituto della sottoscrizione del capitale resta intatto, salvo a ritenere che la facoltà così introdotta non si tradurrà di fatto, per la sua appetibilità, ipoteticamente eccezionale, nella prassi comune, così da soppiantare le forme con cui finora esso si è realizzato.

La facoltatività del nuovo regime giuridico assume anche un rilievo interpretativo. Posto che l'intero intervento normativo è impostato sul fine esplicito di favorire l'impianto e l'utile esercizio dell'attività imprenditoriale, l'interpretazione del nuovo

⁸ Il testo della norma intitolata "Nuove disposizioni in materia di sottoscrizione del capitale sociale" è il seguente: "1. La sottoscrizione del capitale delle società per azioni, delle società in accomandita per azioni e delle società a responsabilità limitata può essere, in tutto o in parte, sostituita dalla stipula di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria. Le forme di equivalenza tra polizza o fideiussione stipulate e capitale sottoscritto, in quanto fondo di garanzia e parametro operativo, sono determinate con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri. Sono esclusi da questa facoltà le banche e gli altri enti di società finanziarie indicati nell'articolo 1 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87, e successive modificazioni, nonché le imprese di assicurazione".

regime giuridico dovrà essere coerente con tale fine, risultando logicamente incongrua una interpretazione che si traduca nella antieconomicità del sistema.

Venendo ai profili di maggiore problematicità, occorre in primo luogo chiedersi in che senso debba intendersi l'introdotta fungibilità tra un negozio giuridico quale la sottoscrizione del capitale e la stipula di una polizza assicurativa o di una fideiussione bancaria. Si è già osservato che nel corso dei lavori parlamentari è emersa l'opportunità di sostituire il termine "sottoscrizione" con quello di "versamento"; la riformulazione non è stata, però, effettuata e, quindi, prima di proporre una interpretazione della norma che si fondi su una ipotizzata svista del legislatore, conviene verificare entro che limiti il testo approvato possa essere utilmente interpretato. E' di tutta evidenza che la prestazione di una garanzia non possa sostituire la complessità di effetti che conseguono alla sottoscrizione del capitale sociale.

Con tale negozio infatti il socio, a fronte dell'obbligazione di versamento del conferimento, acquisisce la titolarità delle posizioni giuridiche attive connesse alla sua qualifica di socio. In fase costitutiva la sottoscrizione del capitale è parte integrante del negozio societario, cosicché non è possibile qualificare un soggetto quale socio senza che abbia sottoscritto una o più azioni o quote sociali. Il significato della sottoscrizione è analogo in fase di aumento di capitale, poiché la mancata sottoscrizione dello stesso preclude l'acquisizione di tutte le posizioni giuridiche attive e passive connesse con la titolarità delle partecipazioni di nuova emissione.

Ciò premesso, è evidente che non ha senso alcuno sostituire *in toto* la sottoscrizione del capitale con negozi aventi funzioni di garanzia o di copertura di rischio (qui di un esborso economico). Tali negozi, logicamente, non possono che supplire ad una soltanto delle funzioni della sottoscrizione, ovvero all'assunzione dell'obbligo di effettuare un determinato conferimento in denaro, in natura, o, se ammesso, mediante prestazione d'opera o di servizi. Appare quindi giustificato il rilievo sollevato nel corso dei lavori preparatori in ordine alla inopportunità dell'utilizzazione del termine "sottoscrizione", quale alternativa alla prestazione delle garanzie.

La distinzione terminologica induce, però, ad un approfondimento esegetico. Attesa la natura dei negozi proposti in alternativa alla "sottoscrizione del capitale", viene da chiedersi se il socio resti obbligato o meno in proprio, in via diretta o in via di regresso da parte del fideiussore o dell'assicuratore; o, ancora più radicalmente, se l'obbligo di versamento da parte del socio non sussista anche nel nuovo regime, che si caratterizzerebbe per il cumulo dell'obbligazione del socio con l'obbligazione del

fideiussore o dell'assicuratore solo nelle ipotesi di inadempimento del primo o, peggio, di insolvenza del socio. In altri termini, il conferimento della fideiussione o della polizza assicurativa, liberano il socio da qualsiasi ulteriore obbligazione rispetto alla società, ovvero costituiscono rapporti giuridici che accedono ad un'obbligazione principale?

Si pone qui, a fianco del problema esegetico, un quesito economico – giuridico, nel senso che l'opzione per l'una o l'altra interpretazione può incidere decisivamente sulla valenza della novella. Infatti, se la prestazione della polizza o della fideiussione consentono di abbattere un costo immediato a fronte di un premio, senza ulteriori rischi, l'utilità dell'istituto potrebbe essere significativa; se, invece, quando gli amministratori richiedessero il versamento del capitale sottoscritto, il socio dovesse ritenersi tenuto a pagare o comunque a rifondere quanto versato dall'assicuratore o dal fideiussore, l'utilità dell'istituto sarebbe infinitamente minore, limitandosi ad una mera posticipazione dell'onere. In questa seconda ottica, poi, sostanzialmente priva di beneficio per il socio risulta l'utilizzazione della polizza o della fideiussione rispetto alla quota del capitale che non deve essere immediatamente versata. Con il regime codicistico infatti il socio non sostiene alcun onere per la sottoscrizione della quota di capitale che non è tenuto a versare immediatamente; pertanto non avrebbe senso economico gravarsi di un onere aggiuntivo, pari al costo della garanzia o al premio dell'assicurazione, in assenza di norme imperative in tal senso.

La logica economica indurrebbe ad un'interpretazione che massimizzi i benefici dell'istituto e sostiene quindi l'ipotesi esegetica per cui il “conferimento” della polizza o della fideiussione libererebbero il socio da qualsiasi ulteriore obbligazione. Tuttavia, l'utilizzazione di istituti civilistici tipizzati, non può che implicare il richiamo degli elementi essenziali della disciplina che li caratterizza.

Pertanto, deve escludersi in radice la possibilità di configurare un rapporto fideiussorio in assenza di un'obbligazione principale e l'accessorietà che lega il primo alla seconda esclude ordinariamente che quello possa persistere una volta che questa venga meno. Così, nel caso di prestazione di garanzia fideiussoria deve ritenersi persistere l'obbligo di conferimento del socio e conseguentemente, da un lato, la possibilità di rivalsa del fideiussore sull'obbligato principale, dall'altra l'estinzione dell'obbligazione fideiussoria al venir meno dell'obbligazione principale (ad esempio, l'estinzione parziale della garanzia in caso di riduzione esuberante capitale). Tale interpretazione appare sistematicamente ineluttabile, anche se fortemente riduttiva nel significato

economico dell'istituto, limitandone la presumibile sfera d'applicazione alla quota di capitale che deve essere immediatamente versato. Inoltre, poiché l'art. 9 della seconda direttiva impone per le s.p.a. il versamento immediato del 25% del capitale sottoscritto (fattispecie questa cui difficilmente può assimilarsi la fideiussione), la possibilità di garantire il capitale mediante fideiussione rischia di essere concretamente confinata alla sola quota da "versarsi" immediatamente nelle s.r.l..

D'altronde, anche l'ipotesi di prestazione di una polizza assicurativa non è priva di elementi di problematicità logico-sistematica, imponendo di individuare nel rapporto societario un rischio che giustifichi il ricorso al negozio assicurativo. Il rischio deve logicamente configurarsi nella necessità di adempiere all'obbligo di versamento nella misura del capitale sottoscritto; ma l'adempimento di tale obbligo, a tutt'oggi, non è condizionato da eventi oggettivi o da precisi presupposti giuridico-economici; gli amministratori hanno infatti piena libertà di richiamare in tutto o in parte i decimi non versati per far fronte alle esigenze della società. Persistendo tale potere degli amministratori il rischio di esborso dell'assicuratore diviene non statisticamente prevedibile e quindi tecnicamente insuscettibile di assicurazione. Per consentire "viabilità" all'istituto dovrebbero allora mutarsi i presupposti in presenza dei quali l'assicuratore sia tenuto ad effettuare l'esborso (ad esempio, solo in caso di fallimento della società), ma ciò comporterebbe una contrazione grave delle possibilità per gli amministratori di attingere ai fondi propri, di fatto creando difficoltà finanziarie nella fase di avvio della società e quindi contravvenendo al fine ultimo della novella che, come già esplicitato, è proprio quello di agevolare l'avvio di nuove imprese in forma societaria. Quanto poi all'assicurazione del rischio di versamento della quota di capitale che non deve essere immediatamente versata, valgono sia i rilievi già sollevati in tema di fideiussione (la polizza costituisce un ingiustificato onere aggiuntivo) sia quelli in tema di ingestibilità del rischio, risultando l'istituto difficilmente apprezzabile. Rispetto alle obbligazioni del socio in caso di assicurazione si possono immaginare due alternative: nella prima il socio è tenuto al conferimento in tutte le ipotesi non coperte dall'assicurazione restando così esposto alle richieste degli amministratori; nella seconda nessuna obbligazione persisterebbe in capo al socio, fatte salve quelle derivanti dal rapporto assicurativo. Tale seconda interpretazione è certamente più logica, ma implica un ripensamento della stessa definizione dell'istituto societario, comportando la sostanziale rimozione di un elemento essenziale del negozio societario così come attualmente configurato: il conferimento diretto del socio, sebbene di modesta entità.

Prima di passare al tentativo di costruzione di un modello complessivo della funzione del capitale sociale e delle possibili influenze operate con l'introduzione della garanzia o assicurazione del suo versamento, si segnala che nella riforma complessiva delle società di capitali nel novellato art. 2464 c.c. vengono riproposte la fideiussione e l'assicurazione di cui sopra con alcune differenze degne di nota. In primo luogo, l'istituto è limitato alle s.r.l., presumibilmente a seguito della presa d'atto che un tale regime non può essere applicato alla quota di capitale delle s.p.a. che la seconda direttiva impone di versare immediatamente, mentre scarsa utilità esso assume per il conferimento del capitale sottoscritto ma non immediatamente versato⁹. In secondo luogo, la fideiussione o la polizza possono sostituire "il versamento" della quota di capitale da corrispondersi al momento della sottoscrizione (salva la facoltà del socio di sostituire in qualsiasi momento la fideiussione o la polizza con il versamento in denaro) e inoltre si consente che il socio effettui il conferimento mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria con cui vengono garantiti, per l'intero valore ad essi assegnato, gli obblighi assunti dal socio aventi per oggetto la prestazione d'opera o di servizi a favore della società (fatta salva la facoltà del socio di sostituire in qualsiasi momento la fideiussione o la polizza con il versamento a titolo di cauzione di un corrispondente importo in denaro). Tale norma è doppiamente significativa. Da un lato, sistematicamente conferma quanto sopra sostenuto, ovvero che la prestazione della fideiussione o della polizza non si sostituiscono alla prestazione del socio, bensì coprono la società dal rischio del suo inadempimento. Dall'altro, offrono nuova linfa all'istituto, introducendo la possibilità anche nelle s.r.l. il conferimento d'opera o di servizi, purché garantito da fideiussione o da polizza assicurativa (ovvero da cauzione). Quest'ultima sembra dunque costituire l'ipotesi in cui l'istituto potrebbe assumere maggior significato ed utilizzazione, posto che abilita il socio ad effettuare un tipo di conferimento altrimenti impossibile; d'altronde, come già segnalato, la fideiussione o la polizza assicurativa in sostituzione dell'obbligo di versamento immediato (che nelle s.r.l. secondo la novella sarà limitato ad € 2.500), ma con la

⁹ L'art.6 della legge n.383 del 2001 non risulta esplicitamente abrogato, ma il tenore del novellato secondo comma dell'art. 2342 c.c. ("Alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il 25% dei conferimenti in danaro o, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare") risulta logicamente contraddittorio con l'applicazione della previsione di cui all'art. 6 della legge n. 383 del 2001. D'altronde, il divieto di conferimenti a mezzo di prestazioni d'opera o di servizi preclude anche la residua possibile funzione della fideiussione o della polizza assicurativa rispetto alla quota di conferimenti non immediati. Come si dimostrerà, il ricorso ad una fideiussione o ad una polizza assicurativa in relazione alla quota del capitale che non è necessario versare immediatamente è privo di senso economico-giuridico.

persistenza dell'obbligazione di regresso nella fideiussione e con le difficoltà tecniche sopra illustrate per il contratto assicurativo, appaiono di assai dubbio interesse pratico.

Tra le ipotesi concrete di possibile applicazione dell'istituto figura anche quella delle s.r.l. unipersonali poiché il socio unico è tenuto al versamento integrale del capitale sin dalla costituzione. La possibilità di conferire una fideiussione o una polizza assicurativa potrebbe quindi ridurre il disincentivo che tale norma imperativa pone a carico delle s.r.l. unipersonali limitando così il ricorso alla intestazione fittizia per la costituzione di una s.r.l. ordinaria meramente finalizzata ad evitare l'immediato esborso integrale del capitale sottoscritto.

4. Analisi economica

In senso generale, il fine ultimo della proposta di riforma sul diritto societario è quello di favorire la costituzione di nuove imprese attraverso un'attenuazione delle norme che impongono lo stanziamento di un capitale iniziale o il mantenimento di un capitale minimo per lo svolgimento dell'attività produttiva. Tuttavia, se da una parte si ritiene che tali norme possano frenare lo slancio imprenditoriale, soprattutto in quei settori in cui le idee contano più del capitale fisicamente impiegato, dall'altra si riconosce che il capitale, iniziale o minimo che sia, svolge un ruolo rilevante di garanzia per i terzi che prescindono dal suo diretto utilizzo nell'attività produttiva.

In virtù di queste considerazioni, la proposta di riforma, pur ponendosi nell'ambito della disciplina europea, ampiamente discussa nelle sezioni precedenti, tenta di ridurre il costo opportunità dovuto all'immobilizzazione delle risorse, introducendo la possibilità di pratiche assicurative o fideiussorie; quindi, seppure fortemente radicata nella normativa europea, la proposta di riforma colloca il diritto societario italiano in una posizione intermedia.

Nelle sezioni che seguono si analizzano il modello statunitense, quello europeo e quello italiano. Dopo aver messo in evidenza le differenze tra i tre modelli, si dimostra che l'introduzione di contratti assicurativi (o di fidejussioni) come possibili sostituti del versamento iniziale è efficace solo nel caso in cui ci sia la disponibilità del policy maker ad incentivare tali pratiche sussidiando l'offerta di tali contratti. In caso contrario, tali contratti non verranno offerti dalle compagnie di assicurazione e nessuno potrà farne uso.

Queste tesi vengono provate utilizzando un modello del mercato del credito in cui l'informazione è asimmetrica, e le banche e le compagnie di assicurazione sono competitive. Tale modello, descritto di seguito, è volutamente semplice perché deve fornire indicazioni di massima e permettere estensioni e generalizzazioni.

Inoltre, vale la pena puntualizzare subito che una delle ipotesi di base del modello è che le banche non razionano la quantità di credito da erogare alle imprese, ma concedono fondi a tutti modulando il livello dei tassi di interesse sull'ammontare di garanzie fornite dai richiedenti. Si vuole in questo modo rappresentare una realtà il più possibile vicina a quella italiana in cui il ruolo delle garanzie è preponderante rispetto al *monitoring* dei progetti di investimento.

5. Il modello economico

Le ipotesi di base e la notazione del modello sono le seguenti:

1. esiste un universo di imprese con vincoli di liquidità che chiedono in prestito il capitale necessario K per intraprendere i loro progetti di investimento a banche che agiscono in un mercato perfettamente concorrenziale;
2. tali imprese possono essere di due tipi; in particolare, possono portare a termine con successo i loro progetti di investimento o con probabilità p_h o con probabilità p_l ; poiché si assume che p_h sia maggiore di p_l , si definisce buona l'impresa del primo tipo e cattiva quella del secondo; la probabilità che l'impresa sia del primo tipo è λ , quella che sia del secondo è $(1-\lambda)$; inoltre, indipendentemente dal tipo, alcune imprese hanno a disposizione garanzie reali, altre no;
3. le imprese conoscono il loro tipo; le banche, invece, non sanno di quale tipo sia l'impresa che sta chiedendo loro il prestito;
4. Π è il ricavo che le imprese ottengono se portano a termine con successo il proprio progetto di investimento; qualora, invece, non riuscissero a portare a termine con successo tale progetto, il loro ricavo sarebbe pari a zero;
5. R è il tasso di interesse che le imprese devono pagare alle banche per il prestito di K ; le banche, a loro volta, pagano una somma t per la raccolta;
6. C è l'ammontare di garanzia reale che le imprese decidono di offrire alla banca nel momento in cui richiedono il prestito di K .

In questo modello, nonostante siano presenti eventi casuali, non è necessario specificare le previsioni (*beliefs*) degli agenti poiché quelli non informati (le banche) agiscono per primi e quello informato (l'impresa) non modifica le proprie previsioni basandosi sulle azioni dei primi. E' da notare che, data la struttura temporale del modello, non è necessario invocare alcun tipo di razionalità sequenziale (*perfection*) per descrivere le strategie ottimizzanti.

In altre parole, il modello descritto è un modello di *screening* con un segnale continuo (la garanzia C). In questo tipo di modelli non esistono equilibri di *pooling* e sfortunatamente anche gli equilibri di separazione (*separating*) potrebbero mancare. Tuttavia, qualora un equilibrio di separazione esistesse, esso sarebbe unico.

5.1. Il sistema statunitense

Con riferimento al sistema statunitense, date le ipotesi (i)-(vii), è possibile descrivere l'unico possibile equilibrio di separazione.

Formalmente, le banche offrono una serie di contratti $\{C, R\}$ per massimizzare:

$$p_i(R_i K) + (1-p_i)(C_i - K) - tK \quad i=h,l$$

e l'impresa, a sua volta, sceglie uno dei contratti $\{C, R\}$ per massimizzare:

$$p_i(\Pi - K - R_i K) - (1 - p_i) (C_i) \quad i=h,l.$$

Alla luce di ciò, è possibile enunciare e dimostrare il lemma che segue.

Lemma 1. *Date le ipotesi (i)-(vii), le imprese buone accettano un contratto (C_h, R_h) e quelle cattive accettano un contratto (C_l, R_l) dove:*

$$C_h = C^* = (1+t)K$$

$$R_h(C^*) = [(1-C/K)(1-p_h) + t]/p_h$$

$$C_l = 0$$

$$R_l(0) = (1-p_l + t)/p_l$$

Prova: Basta risolvere il problema della massimizzazione del profitto da parte delle imprese.

Il Lemma 1 descrive l'unico equilibrio di separazione che può scaturire dal modello appena descritto. Ciò che è importante notare è che le imprese cattive decidono di non fornire alcuna garanzia alle banche e preferiscono pagare un tasso di interesse più elevato; le imprese buone, invece, scelgono di offrire C^ per pagare un tasso di interesse più basso.*

In sostanza, le imprese cattive preferiscono rischiare il capitale della banca piuttosto che il proprio (anche a costo di dover pagare un elevato tasso di interesse in caso di successo) poiché hanno una più elevata probabilità di fallire; le imprese buone, invece, consapevoli della loro elevata probabilità di successo, scelgono di pagare un tasso di interesse più basso concedendo alle banche la possibilità di rifarsi sulla garanzia in caso di fallimento.

Questa separazione implica, ovviamente, che anche le imprese buone che non hanno garanzie reali da offrire sono costrette, se vogliono intraprendere il loro progetto di investimento, ad accettare il contratto (C_h, R_h) .

Dal punto di vista delle banche, l'equilibrio di separazione significa che la varietà di contratti offerti è in grado di indurre una selezione volontaria tra le imprese (*self selection*). Più precisamente, le banche, offrendo contratti che combinano in modo diverso tasso di interesse e ammontare della garanzia, riescono selezionare le imprese in base alla loro rischiosità (cioè, riescono a fare *screening*)¹⁰.

Ai fini di questo lavoro, occorre notare sin d'ora che, nonostante l'assenza di qualsiasi tipo di imposizione circa l'ammontare di capitale da offrire in garanzia, le imprese buone decidono comunque di offrirne una quantità $C^* > 0$. Tale scelta scaturisce esclusivamente dalla loro volontà di massimizzare il profitto e non da obblighi legislativi di alcun genere.

La prova formale del Lemma 1 è consiste semplicemente nello svolgimento di una massimizzazione vincolata. Tuttavia, vale la pena fornire qualche intuizione sul modo in cui tale svolgimento si articola. Nell'intento di massimizzare il proprio profitto, l'impresa deve tenere conto di alcuni vincoli.

In primo luogo, essa deve tenere conto del fatto che le banche desiderano profitti maggiori di zero (participation constraints); in verità, data l'ipotesi concorrenza, le

banche non fanno extraprofitti. Quindi, i vincoli da soddisfare si riducono all'uguaglianza a zero dei profitti di ciascuna banca:

$$p_h(R_hK) + (1-p_h)(C^* - K) - tK = 0$$

$$p_b(R_lK) - (1-p_l)(K) - tK = 0.$$

Inoltre, i contratti che la banca offre sono strutturati in modo tale che per l'impresa non è conveniente mentire circa la propria probabilità di successo¹¹. I vincoli relativi (*incentive compatibility constraints*) sono i seguenti:

$$p_h(\Pi - K - R_hK) \geq p_l(\Pi - K - R_hK) - (1-p_l)(C^*)$$

$$p_h(\Pi - K - R_hK) - (1-p_h)(C^*) \geq p_h(\Pi - K - R_lK)$$

Tenuto conto di tutti questi vincoli¹², l'unico equilibrio che scaturisce dal modello è quello descritto nel Lemma 1.

Tuttavia, nonostante l'unico equilibrio compatibile con le ipotesi del modello sia quello di separazione descritto nel Lemma 1, ciò non implica necessariamente che tale equilibrio esista. La prova dell'esistenza di tale equilibrio richiede un'ulteriore passaggio logico contenuto nel Lemma 2.

Lemma 2. *Date le ipotesi (i)-(vii), l'equilibrio descritto nel Lemma 1 esiste ed è unico se:*

$$\lambda < (p_h - p_l) / (2p_h - p_l - p_h^2).$$

Prova: *Basta calcolare il valore di λ che rende l'equilibrio di separazione ottimo per le imprese buone.*

Di nuovo, la prova consiste in un semplice passaggio algebrico. L'intuizione alla base del risultato è che l'equilibrio descritto dal Lemma 1 è il migliore per tutti gli agenti. Più

¹⁰ Ciò è possibile perché per le imprese diverse probabilità di successo implicano diversi saggi marginali di sostituzione tra tasso di interesse e ammontare della garanzia.

¹¹ E' noto che, sotto condizioni molto generali, i contratti ottimi sono quelli *truth revealing (revelation principle)*. Le banche, quindi, limitano la propria offerta a questo tipo di contratti.

¹² Anche in questo caso, è sufficiente che i vincoli siano soddisfatti con l'uguaglianza.

precisamente, non deve esistere un altro contratto non di separazione (*pooling*) che le imprese buone preferiscono a quello di separazione. Ciò implica la necessità per l'equilibrio in questione di soddisfare l'ulteriore vincolo (*nonpooling constraint*) indicato di seguito:

$$p_h(\Pi-K-R_hK)-(1-p_h)(C^*) \geq p_h(\Pi-K-R_pK)$$

dove R_p è il tasso di interesse del migliore dei contratti *pooling*¹³.

La prossima sezione affronta lo stesso problema di mercato del credito nell'ambito di un sistema in cui esistono vincoli sul capitale, iniziale o minimo.

5.2. Il sistema europeo

In questo caso, oltre alle ipotesi (i)-(vii), assumiamo che:

(viii) le imprese siano obbligate a versare un certo ammontare di capitale che indichiamo con V per poter esercitare la propria attività.

L'introduzione di tale obbligo impone alle banche di offrire una serie di contratti $\{C, R\}$ per massimizzare:

$$p_i(RK)+(1-p_i)(C_i+V-K)-tK \quad i=h,l$$

e l'impresa, a sua volta, sceglie uno dei contratti $\{C, R\}$ per massimizzare:

$$p_i(\Pi-K-RK)-(1-p_i)(C_i+V) \quad i=h,l.$$

Prima di definire il nuovo equilibrio di separazione e di accertarne l'esistenza, è necessario indicare come i vincoli alla massimizzazione descritti nella precedente sezione risentono dell'introduzione dell'obbligo di versamento. In particolare, i *participation constraints* diventano:

$$p_h(R_hK)+(1-p_h)(C^*+V-K)-tK=0$$

¹³ Ovvero del contratto *pooling* senza garanzia. D'altra parte, se non c'è bisogno di segnalare la propria probabilità di successo, la garanzia diventa un costo superfluo.

$$p_l(R_l K) + (1-p_l)(V-K) - tK = 0.$$

e gli *incentive compatibility constraints* diventano:

$$p_l(\Pi - K - R_l K) - (1-p_l)V \geq p_l(\Pi - K - R_h K) - (1-p_l)(C^* + V)$$

$$p_h(\Pi - K - R_h K) - (1-p_h)(C^* + V) - d(C^* + V) \geq p_h(\Pi - K - R_h K) - (1-p_h)V$$

E' facile notare che i valori per cui gli *incentive compatibility constraints* sono verificati non cambiano rispetto al caso precedente. Quindi, l'enunciato del Lemma 1 vale anche in questo caso. Più precisamente, si può provare il seguente lemma.

Lemma 3. *Date le ipotesi (i)-(viii), le imprese buone accettano un contratto (C_h, R_h) e quelle cattive accettano un contratto (C_l, R_l) dove:*

$$C_h = C^* = (1+t)K - V$$

$$R_h(C^*) = [(1 - C/K - V/K)(1 - p_h) + t] / p_h$$

$$C_l = 0$$

$$R_l(0) = [(1 - V/K)(1 - p_l) + t] / p_l$$

Prova: *Basta risolvere il problema della massimizzazione del profitto da parte delle imprese.*

Di nuovo, è necessario verificare che questo equilibrio esista. La condizione necessaria affinché questo avvenga è la seguente (ovvero, deve essere verificato il nuovo *nonpooling constraint*):

$$p_h(\Pi - K - R_h K) - (1-p_h)(C^* + V) \geq p_h(\Pi - K - R_p K) - (1-p_h)V$$

Il lemma seguente conclude la sezione.

Teorema 4. *Date le ipotesi (i)-(viii), l'equilibrio descritto Lemma 3 esiste ed è unico se*

$$\lambda < (p_h - p_l) / (2p_h - p_l - p_h^2).$$

Prova: Basta calcolare il valore di λ che rende l'equilibrio di separazione ottimo per le imprese buone.

5.3. Il confronto tra il sistema statunitense e quello europeo.

In un contesto come quello rappresentato dal nostro modello di riferimento, le due soluzioni, che si configurano estreme rispetto a quella contenuta nella proposta di riforma, non inducono comportamenti tra loro diversi.

Prima di tutto, vale la pena considerare i due casi esaminati misurando il benessere complessivo (*welfare analysis*). Come è facile dimostrare, il profitto delle imprese (buone o cattive, con o senza garanzie reali) è lo stesso nel caso europeo ed in quello statunitense poiché le maggiori garanzie prestate nel caso europeo implicano tassi di interesse meno elevati; inoltre, data l'assunzione di concorrenza perfetta nel settore bancario, il profitto delle banche non può che essere uguale a zero in entrambi i casi. Nel complesso, quindi, non è possibile provare se la soluzione con *capital requirements* sia migliore o peggiore di quella senza *capital requirements* nel senso inteso da Pareto. E' ovvio, però, che questo risultato dipende da una serie di ipotesi che vale la pena discutere.

In primo luogo, gli agenti rappresentati nel modello (imprese e banche) sono neutrali nei confronti del rischio. Rimuovere questa ipotesi ed assumere che le imprese siano caratterizzate da un certo grado di avversione al rischio renderebbe il sistema statunitense desiderabile. Tuttavia, visto che la riforma è destinata a società a responsabilità limitata, assumere un'avversione al rischio tale da invalidare il risultato di equivalenza descritto in precedenza è senza dubbio una forzatura.

In secondo luogo, nel modello le garanzie non sono costose. Di nuovo, assumere che la destinazione di risorse allo svolgimento della funzione di garanzia sia costosa (ovvero, costo opportunità del *collateral* maggiore di zero) renderebbe il sistema senza *capital requirements* più efficiente.

Infine, in entrambi i casi le imprese che non hanno garanzie reali da offrire sono costrette ad accedere al contratto disegnato per le imprese con più elevato rischio di fallimento, con ovvie conseguenze in termini di efficienza complessiva. Tale situazione risulta ovviamente aggravata nel caso in cui, oltre alle garanzie reali, le imprese devono

trovare le risorse necessarie per far fronte ai requisiti legislativi in materia di capitale. In questo senso il sistema statunitense risulta meno penalizzante e la riforma proposta, muovendosi nella direzione di un'attenuazione dei *capital requirements*, potrebbe contribuire, senza sminuire il ruolo di garanzia del capitale sociale, ad un alleviamento dei vincoli di liquidità che molte imprese sono costrette a fronteggiare.

5.4. Il sistema italiano dopo la riforma

Il modello di riferimento deve essere modificato ipotizzando che le imprese possano accedere a contratti di assicurazione offerti da compagnie competitive che, a fronte del pagamento di un premio, rimborsino le banche per l'ammontare V in caso il progetto di investimento si riveli fallimentare.

E' ovvio che in questo caso il problema di separare le imprese buone da quelle cattive è traslato in parte dalle banche alle compagnie di assicurazione. Queste tenteranno di indurre le imprese a rivelare il loro tipo proponendo contratti con combinazioni diverse di premi e franchigie.

La sequenza di eventi previsti da questa modifica del modello di riferimento, tenuto conto delle modifiche descritte sopra, è la seguente:

- a) il caso determina l'appartenenza dell'impresa al primo o al secondo tipo;
- b) ciascuna compagnia di assicurazione offre un insieme di contratti a tre dimensioni, il danno, il premio e l'ammontare della franchigia $\{V, L, F\}$, per separare le imprese buone da quelle cattive;
- c) ciascuna impresa sceglie se stipulare il contratto di assicurazione oppure no; nel caso scelga di assicurarsi, decide l'ammontare della franchigia ed accetta uno dei contratti proposti; nel caso scelga di non assicurarsi, accede ad uno dei contratti descritti nella sezione relativa al sistema europeo;
- d) ciascuna banca, dopo aver osservato il contratto di assicurazione stipulato (o non stipulato) con le compagnie di assicurazione, offre un contratto per le imprese buone ed uno per le imprese cattive $\{C_i, R_i\}$, $i = h, l$.

E' possibile dimostrare che nella situazione appena descritta non esiste un equilibrio di separazione (vedi Casagrande e Spallone, 2003). Quindi, per quanto detto in precedenza, non esiste nessun equilibrio. L'intuizione economica di questo risultato è

che per rendere i contratti di assicurazione appetibili per le imprese che hanno a disposizione garanzie reali, le compagnie di assicurazione subiscono perdite.

Tuttavia, è possibile che per alleviare i vincoli di liquidità delle imprese lo Stato sia disponibile a sussidiare le compagnie di assicurazione (o ad offrire direttamente la copertura assicurativa). E' possibile dimostrare che tale intervento è in grado di dirigere l'economia verso equilibri Pareto superiori (vedi Casagrande e Spallone, 2003).

In sostanza, quindi, gli effetti economici della riforma proposta, sotto le ipotesi di informazione asimmetrica e di mercati competitivi, dipendono da quanto lo Stato è disposto a spendere per rendere i provvedimenti legislativi efficaci.

6. Conclusioni

I risultati descritti nelle sezioni precedenti sono facilmente riassumibili.

Se c'è informazione asimmetrica e le garanzie svolgono un ruolo importante, il sistema europeo e quello statunitense non si differenziano molto l'uno dall'altro.

I contratti assicurativi non possono sostituirsi a quelli bancari e la loro introduzione non sembra poter avere rilevanti effetti sistemici a meno di un intervento dello Stato a sostegno delle imprese di assicurazione che offrono tali contratti..

A livello aggregato, l'indicazione di *policy* che emerge è che il vero problema da affrontare per favorire l'attività imprenditoriale, soprattutto quel tipo di attività menzionata nella proposta di riforma, è quello di sganciare finalmente il credito dalle garanzie affidandosi all'analisi di fattibilità dei progetti ed al loro costante monitoraggio per ridurre le inefficienze informative.

Bibliografia

1. AA.VV. (COMPANY LAW WORKING GROUP), *Recommendations on the simplification of the First and Second Company Law Directives*, 1999.
2. AA.VV. (HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS), *A modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A consultative Document of High Level Group of Company Law Experts*, aprile 2002.
3. CASAGRANDE, A. – SPALLONE, M., *Relaxing liquidity constraints for start-ups: a welfare analysis over the revised Italian Corporate Law*, mimeo, 2003.
4. ENRIQUES L. – MACEY, J.R., *Creditors versus capital formation: the case against the european legal capital rules*, Cornell L. R., 86 (2001) e, in versione italiana, Riv. soc., 2002.
5. KÜBLER F., *Institutioneller Gläubigerschutz oder Kapitalmarkttransparenz*, ZHR 159 (1995).
6. KÜBLER F., *Fragen und Wünsche des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts an das Recht der Rechnungslegung*, ZGR, 2000.
7. LUTTER M., *Limited Liability Companies and Private Companies*, in International Encyclopedia of Comparative Law, vol. XIII, Tübingen, 1998.
8. LUTTER M., *Gesetzliches Garantieskapital als Problem Europäischer und Deutscher Rechtspolitik*, AG, 1998.
9. MANNING B. - HANKS J. J. JR., *Legal capital*, New York, 3° ed., 1990.
10. NICCOLINI G., *Il capitale minimo*, Milano, 1981.
11. PORTALE G. B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Riv. soc., 1991.
12. PORTALE G. B., *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, Riv. soc., 2002.
13. RASMUSEN E., *Games and Information*, Blackwell Pub., 1990.
14. ROTHSCHILD M. – STIGLITZ J., *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information*, Quarterly Journal of Economics, 1976.
15. SCHÖN W., *Gesellachafter-, Gläubiger- und Anlegerschutz in Europäischen Bilanzrecht*, ZGR, 2000.
16. SCHÖN W., *Wer schützt der Kapitalschütz?*, ZHR, 2002.
17. SPENCE A.M., *Job Market Signalling*, Quarterly Journal of Economics, 1973.
18. SPOLIDORO M. S., *Il capitale sociale*, in AA.VV., *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze progetti*, a cura di Abbadessa e Rojo, Milano, 1993.

19. STIGLITZ J. – WEISS A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, American Economic Review, 1981.
20. STOFFEL W.A., *Abschaffung des Nennkapitalsystems im schweizerischen Aktienrecht?*, SJZ, 2001.
21. WILSON C., *The Nature of Equilibrium in Markets with Adverse Selection*, Bell Journal of Economics, 1980.

Regolamentazione Internazionale, Prassi Operative ed Efficienza dei Mercati Monetari nell'Area dell'Euro

Alessio Fontani¹

1. Efficienza dei mercati monetari e politica monetaria nell'area dell'Euro

La politica monetaria unica nell'area dell'Euro fa riferimento all'insieme delle regole e degli assetti istituzionali che ne consentono l'effettiva applicazione. Da questo punto di vista, sia le norme del Trattato di Maastricht che richiamano le responsabilità della Banca Centrale e fissano gli obiettivi di *policy* –in termini metodologici e nei loro contenuti di massima – sia le norme statutarie che regolano il funzionamento degli organismi decisionali della Bce costituiscono altrettanti elementi costitutivi di quell'insieme di procedure che definisce il cosiddetto *Assetto Strategico della Politica Monetaria*.

Tale definizione identifica di solito il *modus operandi* della Banca Centrale in ordine al raggiungimento degli obiettivi ad essa assegnati all'interno della più generale politica economica dell'Area: come noto, nel caso dell'Euro, essi sono caratterizzati dal mantenimento della stabilità dei prezzi, intesa come una variazione annua dell'IAPC² compresa fra 0% e 2%, in un orizzonte di medio termine. In secondo ordine, fatto comunque salvo l'obiettivo primario, l'azione della Bce può volgersi utilmente al sostegno diretto dell'attività economica, in armonia con le politiche economiche generali perseguite dalle autorità.

Il perseguimento degli obiettivi da parte della Banca Centrale si esplica attraverso una strategia a "due pilastri": la fissazione di un tasso di crescita annuo compatibile con l'obiettivo finale della stabilità dei prezzi per l'aggregato monetario di riferimento M3; l'analisi di un ampio set di indicatori ritenuti utili al monitoraggio, in un orizzonte temporale più contenuto, dell'andamento dei prezzi nell'area, allo scopo di operare i necessari aggiustamenti di *policy* in modo coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine.

¹ Gruppo Bancario Banca CR Firenze e LUISS - Guido Carli Roma

La strategia descrive in sostanza un processo decisionale della Banca Centrale che, mediante la raccolta e l'analisi di informazioni economiche sensibili, assume orientamenti di politica monetaria che si esplicano in un livello dei tassi di interesse a breve termine ritenuto coerente con la stabilità dei prezzi.

Sia l'obiettivo finale che gli indicatori impliciti nei due pilastri della strategia sono riferiti all'area dell'Euro nel suo insieme e non a singole componenti di essa: ne consegue che la strategia complessiva di politica monetaria sarà perseguita riguardo al mantenimento della stabilità dei prezzi per l'intera area dell'Euro. Ciò comporta forti responsabilità per i governi nazionali dei singoli stati membri, il cui compito è quello di mantenere ordine nelle finanze pubbliche (*commitment* al pareggio di bilancio, e progressiva riduzione dell'indebitamento verso i limiti fissati dal Patto di Stabilità) e di operare nel senso dell'armonizzazione delle politiche economiche e della liberalizzazione dei mercati delle merci, dei capitali e del lavoro.

Ma c'è un altro aspetto della politica monetaria unica che di solito viene trascurato dalla ricerca, ed è quello che va sotto il nome di *Assetto Operativo della Politica Monetaria*; con esso si intendono l'insieme degli strumenti e delle procedure di politica monetaria atte a supportare, nella gestione giornaliera, il perseguimento dell'obiettivo finale della stabilità dei prezzi, segnalando ai mercati il livello desiderato dei tassi di interesse e gestendo la liquidità con le decisioni di aggiudicazione nelle operazioni di mercato aperto.

Fra gli strumenti vanno ricomprese le operazioni di mercato aperto (le operazioni di finanziamento principale, le operazioni a più lungo termine, le operazioni di *fine tuning*), le operazioni su iniziativa delle controparti (il rifinanziamento marginale, il deposito *overnight*, il credito infragiornaliero) e l'imposizione di un ammontare minimo di riserve obbligatorie agli istituti di credito da detenere presso i conti della Banca Centrale.

Rientrano invece nelle procedure i meccanismi di asta, i meccanismi per le operazioni su iniziativa delle controparti, le modalità di regolamento delle operazioni in contropartita della Banca Centrale.

Completano l'assetto operativo la fissazione dei requisiti di idoneità per le istituzioni creditizie ammesse alle operazioni con l'Eurosistema, la pubblicazione e l'aggiornamento della lista di attività stanziabili in contropartita della base monetaria offerta dalla Banca Centrale, la valutazione dei rischi ed i relativi margini di garanzia

² Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo

imposti sulle categorie di attività idonee utili per la partecipazione alle aste di finanziamento.

Tutti gli aspetti relativi all'assetto operativo della politica monetaria influiscono in modo determinante sulle modalità di funzionamento dei sistemi di pagamento domestici e transfrontalieri, sulla gestione delle riserve bancarie obbligatorie, di prima e seconda linea, ed infine sul meccanismo di trasmissione della politica: in ultima analisi, un assetto operativo efficiente è condizione necessaria per garantire un corretto fluire delle risorse monetarie dalla Banca Centrale al sistema bancario e da questo al sistema economico.

L'Eurosistema fornisce regolarmente liquidità al Sistema bancario: le passività iscritte nel bilancio dell'Eurosistema sotto la voce "Fattori Autonomi" superano in modo persistente le attività relative alla stessa voce, e ciò implica un fabbisogno strutturale di liquidità per il sistema, che normalmente viene soddisfatto con le operazioni di finanziamento principali. Si riconduce a questi fattori il supporto della Banca centrale al sistema dei pagamenti.

Ma altri elementi contribuiscono alla domanda di base monetaria del sistema bancario, quali gli obblighi connessi alla detenzione di riserve obbligatorie dovute e la tendenza a mantenere riserve in eccesso sui conti della banca centrale.

Per il fatto che di solito alle operazioni di finanziamento principali partecipano un numero ridotto di controparti autorizzate³, ed ancora meno è il numero di istituzioni creditizie che ottiene la liquidità, la presenza di mercati monetari efficienti è essenziale per garantire la redistribuzione della base monetaria necessaria al buon funzionamento dei sistemi di pagamento.

Scopo principale di questo studio è quello di sottoporre a verifica l'ipotesi di efficienza dei mercati monetari nell'area dell'Euro, tenuto conto sia degli obiettivi propri dell'azione della Banca Centrale che ovviamente ne presuppongono la presenza, sia di altre evidenze empiriche che mettono in dubbio l'ipotesi stessa, ipotesi supportata d'altro canto dalla ampia letteratura teorica in materia, a partire dai lavori di Fama (1991)⁴.

³ Cfr. Bollettino Mensile, BCE, Ottobre 2001, pp. 60: "...Durante l'intero periodo delle aste a tasso variabile il numero medio di partecipanti alle ORP è stato pari a 567, significativamente inferiore alla media relativa al periodo delle aste a tasso fisso (788).....Considerando il numero delle controparti che hanno effettivamente ottenuto liquidità durante le aste a tasso variabile, il calo è ancor più significativo. In media, 463 banche (l'83 per cento dei partecipanti) hanno ricevuto liquidità durante le aste a tasso variabile, il 41 per cento in meno del numero medio di quelle che hanno preso parte alle aste a tasso fisso (e che, per definizione, hanno tutte ricevuto liquidità)".

⁴ Cfr. Fama E.F., 1991, "Efficient Capital Markets: II", *The Journal of Finance*, Vol. 46, n° 5, pp. 1575-1617

Secondo la definizione di quest'ultimo, un mercato può essere ritenuto efficiente in senso "forte", quando il prezzo di una attività finanziaria qualsiasi riflette in ogni istante tutta l'informazione disponibile (quella passata, presente e futura). Condizioni necessarie perché un mercato sia efficiente sono pertanto la disponibilità di tutte le informazioni passate e presenti e la omogenea capacità di tutti gli agenti interessati alla valutazione di processare tali informazioni - istantaneamente e pienamente disponibili - in modo da ottenere la componente futura non osservabile (ad esempio il sentiero di crescita dei dividendi).

Il limite della definizione di Fama, al di là della nota forzatura sulla razionalità degli agenti, è l'ambito cui si riferisce: si tratta infatti di efficienza di tipo informativo, che non esaurisce il concetto generale di efficienza dei mercati, ma si limita ad identificare come efficiente quel mercato dove il processo di formazione dei prezzi riflette in modo coerente l'intero set delle informazioni disponibili.

Se riportiamo tale tipo di efficienza ai mercati monetari, è efficiente quel mercato che riflette in ogni istante le informazioni disponibili (il livello delle riserve libere bancarie, l'incidenza dei fattori autonomi sulla liquidità circolante, il livello desiderato dei tassi segnalato dal tasso base d'asta nelle operazioni principali della Banca Centrale, l'offerta di base monetaria, la distribuzione delle garanzie collaterali idonee fra le istituzioni creditizie autorizzate) almeno nel tasso di mercato monetario eletto ad obiettivo operativo della politica dalla Banca Centrale stessa, di solito il tasso *overnight*, nell'area dell'Euro il tasso EONIA. Di converso, gli interventi di mercato aperto della Banca Centrale sono efficaci almeno se, da questo punto di vista, influiscono sul tasso che costituisce l'obiettivo operativo e più in generale sulla struttura a termine dei tassi monetari, mantenendo livello e conformazione coerenti con l'obiettivo finale osservato della politica.

In effetti, il tasso EONIA oscilla normalmente intorno al livello del tasso base sulle operazioni di finanziamento principale, e comunque all'interno dei tassi minimo e massimo (corridoio) delle *standing facilities*. Che tale indicatore costituisca indizio di efficienza del mercato è più dubbio, come risulterà evidente più avanti.

I mercati monetari devono tuttavia manifestare, per la essenziale funzione che essi svolgono di cinghia di trasmissione degli impulsi di politica monetaria, un secondo tipo di efficienza, meno trattato dalla letteratura in materia: l'efficienza allocativa. Essa consiste nella capacità del mercato monetario di trasferire fondi da operatori in surplus ad operatori in deficit al minor costo opportunità per entrambi, garantendo nel continuo

il mantenimento di una posizione di equilibrio nella distribuzione delle risorse finanziarie.

Ciò implica il concetto di efficienza informativa (il costo/opportunità è valutato ai prezzi di mercato rispetto a canali alternativi di finanziamento/deposito), presuppone l'esistenza ed il funzionamento di meccanismi di arbitraggio ed infine considera efficiente quel mercato che consente il trasferimento delle risorse fra istituzioni monetarie al minor costo ed al minor rischio.

Ma i mercati monetari dell'area dell'Euro, anche in relazione alle necessità connesse al corretto funzionamento dell'assetto operativo della politica, mostrano davvero questo tipo di efficienza?

Recenti lavori empirici, già pubblicati nella collana "OCSM – Quaderni di Ricerca"⁵, mettono in dubbio questa ipotesi, partendo da un'analisi del grado di integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'Euro. In sostanza, in essi si dimostra che né l'introduzione della moneta unica europea né la politica monetaria unica dell'Eurosistema sono stati sufficienti per raggiungere un grado sufficiente di integrazione fra i mercati monetari dell'area, diversamente da quanto ipotizzato da osservatori precedentemente alla partenza dell'Euro il 1 gennaio 1999 e più volte ribadito dalla stessa Banca Centrale anche successivamente a tale data. Si sono trovati a tal proposito numerosi indizi di inefficienza nel funzionamento dei mercati monetari e della microstruttura nel suo complesso fin dall'avvio dell'Euro, che documenteremo in breve più avanti.

Inoltre, i lavori identificano in una serie di fattori di tipo normativo, regolamentare e derivanti da prassi operative alcuni elementi che, non consentendo l'operare fluido dei meccanismi che garantiscono l'efficienza (ad esempio l'arbitraggio), impediscono di fatto la piena integrazione ed armonizzazione dei mercati dell'area dell'Euro, e ciò non consente di considerarli efficienti in senso stretto.

Punto di partenza dell'analisi è che l'efficienza dei mercati monetari e l'efficacia degli interventi di mercato aperto della Banca Centrale, fornendo un contributo determinante nell'assicurare un appropriato funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria⁶, sono entrambi presupposti per l'armonizzazione dei mercati

⁵ Cfr. Fontani A., Rossi E., "Inefficient Interbank Markets and Central Bank Intervention: Facts and Data from the Euro Area", *Quaderni di Ricerca*, OCSM Luiss G. Carli, n° 130, 2002; Rossi E., "Inefficient Interbank Markets and Central Bank Intervention: Microeconomic Foundations", *Quaderni di Ricerca*, OCSM Luiss G. Carli, n° 129, 2002.

⁶ Specie nell'area dell'Euro, dove soprattutto il canale del credito opera in maniera differenziata nei vari paesi a causa delle profonde differenze strutturali che caratterizzano i singoli sistemi bancari nazionali, mentre il canale monetario opera sì in modo più omogeneo, ma con intensità diversa sulle variabili economiche finali. Si veda ad esempio Angeloni I., Kashyap A., Mojon B., Terlizzese D., "Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand?",

dei prestiti bancari e per l'integrazione dei mercati obbligazionari, azionari e dei derivati finanziari dell'area dell'Euro.

Il funzionamento ottimale dei mercati monetari, e la loro capacità di riflettere le intenzioni della Banca Centrale riguardo il livello e la tendenza dei tassi di interesse a breve termine produce ampi effetti soprattutto sui mercati finanziari. Ciò perché il canale dei tassi di interesse trasmette gli impulsi di *policy* all'intero sistema economico producendo aggiustamenti continui nei portafogli degli investitori, da attività prive di rischio a quelle progressivamente più rischiose, e viceversa. Pertanto, la rilevanza quantitativa di questo canale si fonda sulla misura in cui la Banca Centrale è capace di controllare i tassi di interesse a breve termine, e nella intensità con cui le variazioni dei tassi a breve termine si trasmettono a quelli a lungo termine (non controllabili direttamente dalla Banca Centrale).

Ne consegue che i desiderati effetti macroeconomici della politica monetaria presuppongono l'esistenza ed il funzionamento efficiente di una più complessa microstruttura di mercato monetario, che comprende le modalità e le procedure operative di intervento della Banca Centrale, gli strumenti finanziari di mercato monetario, i meccanismi di contrattazione, i sistemi di regolamento e di pagamento.

Il lavoro OCSM già citato identifica cinque segmenti operativi che caratterizzano il mercato monetario nel suo complesso:

1. Il mercato interbancario dei depositi non garantiti
2. Il mercato dei *repo*
3. Il mercato degli *swap*
4. Il mercato dei *futures* sugli strumenti finanziari a breve termine
5. Il mercato degli strumenti finanziari a breve termine

La classificazione segue rigorosamente un ordine di importanza dei vari segmenti, desunta dai volumi scambiati dagli operatori e resi noti periodicamente dall'Eurosistema⁷: in particolare, il mercato interbancario dei depositi non garantiti mantiene una posizione di preminenza nello scambio della liquidità a breve termine fra istituzioni creditizie dell'area dell'Euro, principalmente nei segmenti a brevissimo termine, l'*overnight* ed il *tomorrow next*.

Il mercato dei *repo*, sia nell'accezione di operazioni pronti contro termine che in quella di prestito di titoli, è quello che sembra avere le capacità di sviluppo maggiori nel

Working Paper, ECB, January 2002; Fontani A., Rossi E., Sorge M., "La Gestione delle Riserve Bancarie nell'Unione Monetaria Europea", *Economia Italiana*, Banca di Roma, n° 2, 1998

⁷ "The Euro Money Market Study 2001 (MOC)", Other Publications, ECB, December 2002

breve termine, come documentano i dati delle indagini recenti: le transazioni pronti contro termine di finanziamento fra controparti private sono aumentate nel secondo semestre del 2001 ad un ritmo del 56%, spinte dalla necessità di limitare l'esposizione al rischio di credito e dalle condizionalità imposte alle banche dai requisiti di adeguatezza del capitale. La tendenza di questo segmento del mercato si consolida nonostante che in esso si concentrino le maggiori frizioni operative, che costituiscono pesanti ostacoli all'integrazione dei mercati monetari dell'area.

I mercati monetari dei derivati OTC sono caratterizzati dalla crescente attenzione degli operatori finanziari in generale allo strumento dell'OIS⁸, utilizzabile sia per costituire posizioni che per coprire posizioni di rischio a breve termine, grazie alla possibilità di concludere contratti di elevato valore unitario ed alla sua funzione di strumento di gestione della liquidità.

Fra i derivati monetari di tipo *traded*, il *future* sull'Euribor a 3 mesi continua ad essere il contratto su tassi di interesse a breve più trattato in Europa, con un incremento di oltre il 56% nel 2001. Esso rappresenta anche il 69% dei volumi globali scambiati sul LIFFE⁹, la borsa londinese su cui tale strumento è quotato.

Infine, il mercato secondario delle attività finanziarie a breve termine, che comprende titoli governativi a breve, carte commerciali emesse da imprese non finanziarie e certificati di deposito di origine bancaria, ha mostrato, secondo la Bce, un incremento significativo in termini di volumi di scambio, rimanendo tuttavia un segmento di mercato piuttosto trascurato dagli operatori. Se vogliamo, questo è un altro sintomo della scarsa integrazione dei mercati monetari dell'area dell'Euro, dato che le indagini mostrano come gli operatori preferiscano detenere e scambiare attività governative a breve emesse nel paese di origine, mentre i mercati delle attività private a breve termine sono poco liquidi ed in generale risentono di condizioni normative e di prassi operative locali che non consentono il consolidarsi di un unico mercato di scambio dell'area.

Poiché in generale è possibile desumere il livello di efficienza informativa ed allocativa dei mercati monetari osservando l'effettiva conclusione dello scambio di natura e finalità rigorosamente monetaria fra controparti, sia esso garantito e/o non garantito da attività collaterali, l'analisi si limita a valutare grado di integrazione e di efficienza dei due principali segmenti di mercato, ovverosia quello dei depositi interbancari non garantiti, quello dei *repo* nella forma di *general collateral*, ed in parte

⁸ *Overnight Indexed Swap*

minore quello degli *swap* limitato agli OIS. Gli altri strumenti, di fatto, servono scopi diversi da quelli del *lender* e del *borrower* di liquidità, di solito di natura speculativa o legati a tecniche e/o obblighi di *risk management*: dalla copertura dei rischi di posizione all'allocazione temporanea di riserve in eccesso, dalla consegna dei titoli a scadenza in un contratto *futures* su tassi a lungo termine alla speculazione sulle basi multiscadenza nei contratti *futures* su tassi a breve termine, fino all'ottimizzazione della gestione della tesoreria multivaluta.

In presenza di un'unica Banca Centrale che ha la responsabilità di mantenere l'obiettivo della stabilità dei prezzi facendo riferimento all'intera area dell'Euro, l'integrazione dei mercati monetari è condizione necessaria per una trasmissione degli impulsi di *policy* coerente ed omogenea attraverso l'area. Un mercato monetario integrato ed efficiente è inoltre necessario per garantire una distribuzione ottimale della liquidità fra le istituzioni creditizie dell'area dell'euro, equa distribuzione che deve intendersi estesa anche alle garanzie collaterali: questi fattori hanno impatti significativi sul corretto funzionamento dei sistemi di pagamento e di regolamento, dal momento che contribuiscono a ridurre il rischio sistemico legato alla insolvenza temporanea di una controparte riguardo alla liquidità e/o alle garanzie, nonché ad aumentare la fluidità dei meccanismi di sistemazione delle rispettive posizioni di debito e credito, sia che questi vengano compensati su base netta bilaterale, che se si proceda con la regolazione a saldi puntuali lordi.

Se queste sono le esigenze di un ideale infrastruttura operativa di mercato monetario, il lavoro OCSM citato individua una serie di indicatori di inefficienza propri dei mercati monetari dell'area dell'Euro, che si estendono fino alla analisi di numerosi malfunzionamenti dello stesso assetto operativo dell'Eurosistema.

Innanzitutto, essi si mostrano inefficienti in termini allocativi: non sono sostanzialmente in grado di redistribuire in modo ottimale la liquidità ottenuta in contropartita dalla Banca Centrale, né di ridurre le componenti residue di riserve libere in eccesso a fine giornata. Due sono gli indicatori da cui è possibile desumere questa ipotesi:

- Le istituzioni creditizie fanno ricorso sistematico e simultaneo ad entrambe le *facilities* di deposito e rifinanziamento marginale *overnight* disponibili presso la Banca Centrale: tale fenomeno, di rilevanza significativa in condizioni di particolare stress di mercato o nei giorni in cui si chiude il periodo di mantenimento della Riserva Obbligatoria,

⁹ *London International Financial Futures Exchange*

suggerisce che il mercato non è stato in grado nel suo complesso di trovare una posizione di equilibrio autonomo costi/benefici, e genera perdite determinate dalla differenza penalizzante delle due *facilities* rispetto al tasso *overnight* di mercato;

- Il modesto ritmo di crescita delle transazioni monetarie transfrontaliere: le istituzioni creditizie dell'area Euro preferiscono concludere le transazioni con controparti dello stesso paese di residenza, ma ciò può creare distorsioni nella distribuzione della liquidità e delle garanzie, non fronteggiabili a livello domestico.

Inefficienze di tipo informativo si riscontrano sul fronte dei tassi di interesse: nel breve termine la politica monetaria unica si basa sulla osservazione di un obiettivo operativo costituito da un tasso a breve termine, che per definizione deve stabilizzarsi intorno al tasso base sulle operazioni di finanziamento principale. Per l'area dell'Euro l'obiettivo è il tasso *overnight*, misurato su un indicatore *benchmark* che va sotto il nome di EONIA⁷; sfortunatamente, trattandosi di una media del tasso a cui le 57 banche del panel hanno concluso la transazione negli orari fissati per la rilevazione, esso non rispecchia l'effettivo andamento dei tassi *overnight* di mercato nell'intera giornata operativa. Indicazioni di inefficienza informativa rilevate sono pertanto:

- Ampia dispersione dei tassi di mercato: le differenze riscontrate fra il tasso *overnight* di mercato ed il tasso EONIA, ed ancor più le differenze registrate fra tassi di mercato monetario di medesima scadenza nei sottosistemi nazionali sono di entità significativa e di natura persistente. Ciò contrasta con l'ipotesi di efficienza di mercato, e contraddice l'ipotesi di integrazione dei mercati monetari dell'area, comportando problemi di *policy*;
- Discrepanze fra i tassi di interesse: qui ci si riferisce alla mancata verifica della condizione di non arbitraggio fra *standing facilities* e tassi di mercato. Né il tasso EONIA né i tassi *overnight* di mercato, se non in poche condizioni estreme, verificano la condizione di arbitraggio, ovverosia quella per cui il tasso di interesse di mercato deve essere in media uguale al tasso marginale, cioè il tasso di interesse relativo all'ultima *facility* attivata presso la Banca Centrale, sia essa di deposito che di finanziamento.

Se questi sono gli indizi di non integrazione e di inefficienza dei mercati monetari nella UEM, più complicato è stabilire quali e quanti sono i fattori che incidono sul funzionamento dei mercati stessi, rendendolo meno efficace ai fini del perseguimento degli obiettivi della politica monetaria e del loro ruolo principale di canale di distribuzione della liquidità sistemica.

⁷ *Euro Overnight Index Average*, costituito dalla media ponderata dei tassi di interesse *overnight* praticati dalle 57 istituzioni creditizie europee più attive, calcolato dalla Bce e pubblicato su appositi circuiti informativi fra le 18:45 e le 19:00 di ogni giornata operativa.

Fra quelli che lo studio OCSM individua, si possono distinguere due categorie principali, all'interno delle quali qui focalizzeremo l'analisi esclusivamente su quei fattori che coinvolgono aspetti legali e contrattuali di qualche natura:

1. Fattori legati ai meccanismi di intervento della Banca Centrale, in particolare:
 - a) Trattamento non omogeneo delle attività collaterali idonee

2. Fattori legati ai meccanismi di funzionamento dei mercati monetari, in particolare:
 - a) Vincoli derivanti da pratiche di *risk management*;
 - b) Vincoli di natura legale e/o contrattuale;
 - c) Vincoli dovuti ad infrastrutture di mercato.

Di seguito specifichiamo più in dettaglio a cosa ci riferiamo quando indichiamo questi come fattori che determinano inefficienza nei mercati monetari e nell'operare degli interventi della Banca Centrale.

2. Trattamento difforme delle attività idonee presso l'Eurosistema

Il principio generale dell'efficienza operativa cui si ispira la Bce nella conduzione delle operazioni di politica monetaria, in relazione alle garanzie, è che “gli strumenti e le procedure di politica monetaria (di cui fa parte il sistema delle garanzie) dovrebbero consentire all'Eurosistema di svolgere i propri compiti in maniera efficiente, in particolare per quanto riguarda la conduzione della politica monetaria ed il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. In pratica, il requisito dell'efficienza operativa ha diverse conseguenze. In primo luogo, le controparti dell'Eurosistema dovrebbero disporre di sufficienti garanzie con adeguate caratteristiche di rischio, sia per le operazioni di politica monetaria sia per quelle di credito infragiornaliero. Le controparti dovrebbero pertanto essere in grado di avere effettivo accesso ad un ammontare sufficiente di attività idonee, a livello nazionale oppure transfrontaliero. In secondo luogo, tenuto conto dei vincoli temporali che caratterizzano le operazioni di finanziamento e delle considerazioni legate ai costi operativi, il ventaglio delle attività idonee dovrebbe assicurare la loro fluida ed efficiente gestione sia da parte

dell'Eurosistema, sia da parte delle controparti e dei sistemi di regolamento delle transazioni in titoli (SRT), a livello nazionale e transfrontaliero”⁸.

L'Eurosistema ha previsto un ampio ventaglio di attività idonee, per garantire la piena efficacia del principio dell'efficienza operativa e più in generale per favorire il raggiungimento degli obiettivi della politica. Esse rispondono pertanto alle prassi operative delle operazioni pronti contro termine con sottostante di tipo “*general collateral*”, dove di solito fra le attività stanziabili rientrano tutti i titoli contenuti in un medesimo paniere di garanzie, definiti per tipologia e per merito di credito.

In particolare, l'Eurosistema ha distinto le attività idonee secondo due tipologie:

- a) quelle di primo livello, dove rientrano strumenti di debito negoziabili che soddisfano criteri di idoneità uniformi definiti dalla Bce con riferimento all'intera area dell'Euro (tipo attività, sede emittente, merito di credito ecc.)
- b) quelle di secondo livello, che comprendono altre attività, negoziabili (azioni, strumenti di debito) e non negoziabili (prestiti bancari, cambiali ipotecarie, carte commerciali) ritenute di particolare rilevanza per i sistemi bancari ed i mercati finanziari nazionali.

Ciò dovrebbe favorire l'ordinato svolgersi delle operazioni di finanziamento del sistema, garantendo inoltre l'afflusso di base monetaria laddove essa serve per le finalità che le sono proprie (funzionamento del sistema dei pagamenti, regolazione delle riserve obbligatorie ecc.), e provvedendo ad omogeneizzare il livello dei tassi di interesse a breve termine sui mercati monetari dell'area dell'Euro.

Per il fatto di rientrare nella categoria del “*general collateral*”, il tipo di garanzia afferente le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema (tutte le operazioni di finanziamento hanno lo stesso tipo di garanzia, salvo quelle inerenti gli acquisti definitivi di titoli) non influisce sul tasso di interesse relativo alla aggiudicazione della liquidità, purché si tenga conto dei margini iniziali, dei margini di variazione e degli scarti di garanzia applicati dall'Eurosistema per limitare il rischio di mercato derivante dal trasferimento temporaneo della proprietà della garanzia stessa.

Sta in questo una prima fonte potenziale di instabilità e di inefficienza del meccanismo: in particolare, tutti i criteri di garanzia, tesi ad isolare il conto economico della Banca Centrale da perdite finanziarie derivanti dalla liquidazione delle attività sottostanti per inadempienza di una controparte nelle operazioni di finanziamento con collaterale, implicano di fatto una significativa eterogeneità nei requisiti di idoneità delle attività

⁸ Cfr. Bollettino Mensile, BCE, Aprile 2001, pp. 51-52

stanziabili, il cui trattamento finale – e non la dichiarazione formale di idoneità – può risultare non omogeneo.

Ad esempio, se per coprire il rischio di credito l'attività sottostante deve soddisfare elevati standard di merito, possono crearsi disparità di trattamento fra attività idonee perfettamente fungibili, ma di diverso *rating*.

Inoltre, se si impongono margini iniziali, scarti di garanzia e si richiedono margini aggiuntivi in particolari condizioni di stress del mercato, evidentemente tali criteri tesi a limitare i rischi di mercato assumeranno dimensioni diverse a seconda delle condizioni di negoziabilità della garanzia (grado di liquidità, ammontare emesso, presenza di *market maker*, ampiezza del differenziale denaro-lettera ecc.): ciò implica ancora una volta una significativa differenziazione fra attività idonee. Essa può influire sulla omogenea distribuzione delle garanzie fra le istituzioni creditizie europee, limitandone l'accesso al credito presso la Banca Centrale, e creando infine una probabile dispersione dei livelli dei tassi interbancari locali rispetto ai tassi di *policy* ed al tasso EONIA.

Per il principio di sussidiarietà, essendo ciascuna banca centrale nazionale responsabile delle procedure di finanziamento nel mercato di residenza per conto della Bce, essa è anche responsabile della indicazione della lista delle attività idonee; ciò non rende semplice un'analisi delle disomogeneità di trattamento fra garanzie formalmente identiche. Tuttavia, inizialmente i crediti cartolarizzati olandesi non sono stati ammessi come collaterale, mentre quelli tedeschi (i cosiddetti *Pfandbriefe*) sì: ciò fu dovuto al più scarso profilo della liquidità dei primi, a sua volta derivante da una struttura normativa dello strumento assai specifica per le cartolarizzazioni olandesi. Successivamente, l'ammissione ampia di strumenti finanziari di questa specie nei vari paesi UEM come garanzia nelle operazioni con l'Eurosistema è stata ottenuta in cambio dell'applicazione di margini molto differenziati caso per caso.

Nonostante gli sforzi della Banca Centrale per rendere più omogenee possibili le condizioni di stanziabilità delle garanzie, e preso atto che la disparità di trattamento riguarda principalmente le attività idonee di secondo livello, rimane il fatto che progressi ulteriori nell'ambito della armonizzazione devono essere compiuti⁹.

Ma altri fattori contribuiscono alla frammentazione esistente nella gestione delle garanzie. In particolare, ricordiamo:

⁹ Cfr. Vergara P., "The performance of the Operational Framework of the Eurosystem since the Introduction of the Euro: A Market Appraisal", Conference Paper, ECB, Frankfurt, 5-6 may 2000; vedi anche "Il Sistema delle Garanzie per le Operazioni di Finanziamento dell'Eurosistema" ECB, Bollettino Mensile, pp. 53-54, Aprile 2001

□ Differenze di trattamento del collaterale idoneo, dovute alla localizzazione geografica della controparte: si tratta di un problema più generale, afferente alla non armonizzazione dell'assetto normativo riguardante i mercati e le prassi finanziarie nell'area dell'Euro. Di fatto, l'introduzione della moneta unica non è stata sufficiente per integrare le giurisdizioni nazionali, ed i sistemi legali in cui si muovono le istituzioni hanno caratteristiche ancora in gran parte nazionali. Ciò è avvenuto nonostante le numerose Direttive, emanate sia dalla Commissione che dal Parlamento Europeo, che cercano di guidare il processo di integrazione: ci riferiamo alle direttive sui servizi finanziari, sui sistemi di regolamento, sull'uso transfrontaliero delle garanzie. Resta il fatto che tuttora non esiste neanche uno schema di contratto quadro accettato da tutte le banche centrali nazionali, con cui le istituzioni creditizie ammesse possono partecipare alle operazioni dell'Eurosistema. L'uso transfrontaliero delle garanzie, inoltre, è frenato dal fatto che il sistema di regolamento per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema è il CCBM¹⁰, strutturato in modo che solo la banca centrale del paese in cui è stato emesso il titolo ammesso in garanzia è corrispondente presso l'Eurosistema per conto dell'istituzione creditizia autorizzata. Se pertanto il collaterale è depositato presso un paese terzo, c'è l'obbligo di trasferire la garanzia presso un corrispondente del paese dell'emittente prima di indicarlo alla banca centrale nazionale come garanzia per la liquidità ottenuta in contropartita. Data l'estrema frammentazione dei sistemi di regolamento nazionali e la numerosità dei depositari privati, può essere estremamente difficoltoso per una banca trasferire la garanzia; a ciò va aggiunto l'elevato costo di gestione della garanzia stessa, nel caso se ne faccia un uso transfrontaliero; di qui le frequenti segmentazioni di mercato. Ciò è in effetti dimostrato dalla prevalenza di operazioni garantite con attività sottostanti domestiche rispetto ad operazioni che prevedano l'uso transfrontaliero delle garanzie, come più volte ricordato dalla stessa Bce nel pubblicare i risultati delle indagini condotte periodicamente presso gli operatori¹¹.

□ Differenze nel trattamento fiscale dei redditi dell'investimento nell'attività collaterale (soprattutto nei riguardi dei flussi di cedole dei titoli di Stato e di altre obbligazioni stanziabili) che possono portare a distorsioni nell'utilizzo transfrontaliero delle garanzie: in effetti le indagini recenti confermano la preferenza delle controparti ammesse al finanziamento presso l'Eurosistema per titoli nazionali. Ad esempio, differenze nelle legislazioni nazionali in merito al trattamento fiscale dei proventi degli

¹⁰ *Correspondent Central Banking Model*

investimenti limitano il collaterale disponibile se su una parte di esso è previsto uno stacco cedola durante il periodo in cui esso è dato in garanzia¹².

- Aspetti di vigilanza: in alcuni stati membri della UEM le operazioni pronti contro termine sono soggette ai requisiti di capitale, mentre in altri non lo sono. Ciò crea inopportuni vincoli all'utilizzo delle garanzie, mettendo di fatto in condizioni di disparità le istituzioni monetarie più o meno soggette ai requisiti di vigilanza stessi.

3. Vincoli derivanti da prassi operative di risk management

L'operatività sui mercati monetari è soggetta a regole di controllo dei rischi. Le istituzioni che vi operano adottano criteri di *risk management* per limitare sia i rischi di mercato che i rischi di credito e controparte. Tali cautele sono necessarie per garantire un corretto fluire dell'attività di finanziamento ed investimento sui mercati monetari, e per evitare che il dissesto di una sola controparte dia luogo a quegli effetti domino che caratterizzano di solito i rischi sistemici.

Anche le regole di Vigilanza prudenziale impongono requisiti di capitale sulle attività tipicamente interbancarie: il peso che tali impegni hanno nel misurare il grado di assorbimento di capitale può essere tuttavia molto contenuto, in relazione alla scadenza – normalmente molto breve – delle attività detenute nel portafoglio.

A fronte di tale quadro concettuale, si è in generale riscontrato che le prassi operative di governo dei rischi nelle istituzioni creditizie possono portare a frizioni nei meccanismi di finanziamento interbancari, che a loro volta possono generare distorsioni nella redistribuzione della liquidità nell'area dell'Euro.

A tale proposito, possiamo distinguere fra:

◆ Mercati interbancari non garantiti

- Sussistono ampie differenze nei metodi con cui le istituzioni creditizie procedono agli affidamenti delle controparti. E soprattutto, in generale non sono noti a ciascuna controparte né i criteri con cui le altre hanno inteso affidarla né la misura di tale affidamento. Ne consegue una sorta di “operatività al buio” che spesso si riflette in una inefficienza complessiva del meccanismo distributivo, di cui abbiamo già parlato in precedenza (ricorso simultaneo alle *standing facilities*).

¹¹ Cfr. “The Euro Money Market Study 2001 (MOC)”, ECB, Other Publications, December 2002

□ Non c'è un sistema di *clearing* centralizzato, che fungendo da cassa di compensazione e garanzia multilaterale delle posizioni interbancarie di credito/debito delle controparti aderenti (tendenzialmente molte, potenzialmente tutte), non solo permetterebbe un incremento di efficienza del meccanismo distributivo (assumerebbe di fatto la figura del banditore walrasiano), ma azzererebbe le necessità di affidamento unilaterale ad “informazione riservata” per passare ad un modello ad affidamento multilaterale ad “informazione pubblica”. Gli effetti positivi si misurerebbero anche sulla armonizzazione dei criteri di affidabilità creditizia nonché su una drastica diminuzione del rischio sistemico.

◆ Mercati dei *repo*

□ Una operazione interbancaria con garanzia collaterale conclusa fra due istituzioni creditizie dovrebbe essere per l'appunto garantita dalla consegna del titolo idoneo alla controparte che fornisce il contante, previa accettazione del patto specifico di riacquisto alla scadenza concordata al prezzo fissato. La differenza fra i due prezzi *tel-quel* rappresenta anche il tasso della operazione *repo*. Anche in questo caso tuttavia si sono rilevate differenze nelle prassi e nelle regole operative fra istituzioni monetarie operanti nei singoli stati membri. Ad esempio, in Italia le istituzioni che operano sui mercati dei *repo* devono essere affidate dalle controparti, con ciò introducendo un criterio di doppio affidamento creditizio per l'operatività in pronti contro termine. In altri paesi ciò non avviene, ed il collaterale costituisce di per sé la garanzia dell'operazione di finanziamento interbancaria: per cautelarsi dai rischi di eccessive oscillazioni dei prezzi di mercato del collaterale alla scadenza, il mutuante impone caso mai dei margini di garanzia, accettando di finanziare la controparte per un importo inferiore al nominale dato in contropartita. Vedremo più avanti che le distorsioni nei meccanismi di funzionamento dei mercati locali derivanti da questa diversa prassi operativa portano ad una preferenza per le operazioni concluse su base nazionale: esse sono di solito dovute a differenze di tipo regolamentare e normativo.

□ Contrariamente a quanto avviene sui mercati dei depositi interbancari non garantiti, dove le controparti si scambiano in tempo reale le posizioni reciproche di debito/credito mediante TARGET, l'operatività interbancaria sui mercati dei *repo* richiede l'esistenza ed il funzionamento (possibilmente *real time*) di una infrastruttura di regolamento delle

¹² Cfr. “Cross-Border Use of Collateral: a User’s Survey”, ECB, Other Publications, February 2001

posizioni riferite a titoli. Si rileva da questo punto di vista un'ampia dispersione dei sistemi di regolamento e compensazione nell'area dell'Euro, che aggiunge un ulteriore elemento di freno all'utilizzo delle operazioni *repo* come strumento di gestione della liquidità interbancaria. Secondo la Bce, gli accordi transfrontalieri sono ancora disomogenei e complessi, comportando per gli operatori numerosi rischi ed inefficienze¹³. Secondo l'autorità monetaria, nell'area dell'Euro operano diciannove sistemi di deposito accentrato nazionali e due sistemi di deposito accentrato internazionali: fra questi sistemi si sono notate difficoltà di interfacciamento reciproco, spesso legate a carenze di armonizzazione delle prassi operative, delle procedure di compensazione e di quelle di comunicazione fra sistemi. L'operatività che prevede utilizzo di garanzie su base transfrontaliera è ancora insoddisfacente.

- Come conseguenza di quanto affermato al punto precedente, per il fatto che i sistemi di regolamento sono numerosi e scarsamente legati fra loro, e che non è sempre garantito il meccanismo del DVP (*Delivery Versus Payment*), permangono rischi di liquidità e di consegna che operano soprattutto su base transfrontaliera. Ciò ancora una volta aumenta la cautela delle istituzioni creditizie, ed impedisce l'integrazione completa dei mercati monetari nell'area dell'Euro.

4. Vincoli derivanti da norme di legge e da aspetti contrattuali

La struttura normativa, regolamentare e contrattuale che dovrebbe garantire l'armonizzazione delle prassi operative e dell'ambiente in cui avvengono gli scambi di mercato monetario nell'Eurozona appare tuttora estremamente frammentata.

Tenuto conto che l'assetto normativo dei mercati monetari ricomprende anche aspetti fiscali, regole contabili, obblighi di segnalazione alle Autorità di Vigilanza, oltre che i regimi contrattuali relativi agli strumenti di mercato monetario, si rilevano numerose differenze fra paesi membri, dovute al fatto che questi sistemi di regole sono in generale emanati a livello nazionale, e posti sotto la giurisdizione domestica.

In particolare si può ricordare che:

- Le competenze inerenti la Vigilanza sulle istituzioni creditizie sono rimaste alle banche centrali nazionali; si sono in effetti riscontrate numerose differenze nelle modalità di

¹³ Cfr. "Il Sistema delle Garanzie per le Operazioni di Finanziamento dell'Eurosistema", BCE, Bollettino Mensile, Aprile 2001

segnalazione degli strumenti finanziari fra operatori di diversi paesi, dovute alla regolamentazione storicamente adottata dalle autorità monetarie locali;

- Alcuni paesi membri impongono il rispetto dei requisiti patrimoniali di Basilea per il trasferimento temporaneo della proprietà dei titoli a garanzia di una operazione *repo*, mentre altri non lo richiedono;
- Gli aspetti di natura fiscale legati alle operazioni finanziarie costituiscono uno degli elementi su cui i paesi membri mantengono una propria competenza decisionale, che fino ad oggi ha consentito soltanto una limitata armonizzazione;
- Il sistema delle Direttive emanate dalla Commissione Europea, sia pure prevedendo una procedura di adeguamento della legislazione nazionale alle indicazioni in esse contenute, appare ancora troppo macchinoso, sia per i tempi che per i margini di ambiguità che garantisce al legislatore nazionale per “recepire” nell’ordinamento domestico le indicazioni delle autorità sovranazionali.

E’ per questo che le numerose Direttive in materia emanate dalla Commissione Europea, cui accennavamo in precedenza, tutte finalizzate a ridurre le differenze che persistono fra stati membri, non hanno consentito la piena implementazione delle indicazioni ivi contenute, lasciando scoperti numerosi elementi di dettaglio che non hanno consentito la piena armonizzazione delle legislazioni nazionali. Si ricordano in particolare:

- *La Capital Adequacy Directive*
- *La Investment Services Directive*
- *La Settlement Finality Directive*

Da ultimo, è intervenuta, nel giugno di quest’anno, una recentissima Direttiva del Consiglio Europeo, inerente gli accordi di garanzia finanziaria collaterale, tendente a superare i problemi legati a differenze nel trattamento delle garanzie dovuti alla giurisdizione e soprattutto alla normativa fallimentare nazionale.

◆ ***Un approfondimento: l’assetto normativo ed il mercato dei repo***

E’ principalmente nei mercati dei *repo* che la non-integrazione dovuta a differenze di tipo legale o contrattuale fra le giurisdizioni nazionali è così evidente. La conseguenza più seria della carenza di armonizzazione è che lo sviluppo potenziale del mercato delle

operazioni monetarie garantite è frenato dalle difficoltà di trasferimento transfrontaliero della garanzia stessa.

In particolare si è notato che:

- La documentazione giuridica di riferimento per i contratti *repo* non è standardizzata. Coesistono tuttora due tipi di contratto quadro, uno basato sullo schema GMRA/ISMA¹⁴, regolato dal diritto inglese; un secondo retto dalla schema EMA¹⁵, un contratto multilingue accettato da molte federazioni bancarie locali, che si adatta alle giurisdizioni nazionali ed a numerosi altri prodotti finanziari. Quest'ultimo lascia alla libera negoziazione fra le controparti la scelta del foro competente e del diritto applicabile nelle controversie, risultando per questo adatto soprattutto nell'uso transfrontaliero delle garanzie: esso non è tuttavia ancora molto diffuso;
- Permangono notevoli difficoltà nella gestione transfrontaliera della garanzia, e ciò ha portato fino ad ora gli operatori a preferire transazioni *repo* basate su attività finanziarie domestiche. In particolare, la gamba del titolo sottostante in una transazione pronti contro termine non risulta così ben integrata – in termini di regolamento – così come lo è la componente liquida (che sfrutta il sistema TARGET), e ciò genera numerose frizioni operative;
- Un certo numero di stati membri ha emanato disposizioni riguardanti le linee guida degli investimenti di portafoglio, che di fatto limitano la detenzione di attività finanziarie emesse all'estero a percentuali piuttosto ridotte; ciò può creare distorsioni nella disponibilità di collaterale per le istituzioni creditizie di quei paesi;
- Come già accennato, la mancanza di una armonizzazione delle legislazioni fiscali degli stati membri incide di solito anche nel trattamento delle obbligazioni che costituiscono garanzia in una operazione *repo*: a parità di altre condizioni, infatti, tale diversa valutazione porta a differenziazioni implicite di tasso che o limita lo sviluppo del mercato o genera segmentazioni dei tassi monetari guida nei singoli mercati nazionali;
- Nonostante i numerosi interventi del legislatore sovranazionale, tesi a rafforzare ed a garantire l'efficacia sul piano legale delle tecniche operative e delle prassi di finanziamento con garanzia collaterale, la validità e l'affidabilità giuridica degli accordi di trasferimento temporaneo del titolo di proprietà, specie nei casi di insolvenza di una delle controparti, non sono riconosciuti in modo omogeneo nei singoli stati membri. In particolare, come già accennato in precedenza, l'ambiguità della normativa fallimentare

¹⁴ *Global Master Repo Agreement*

italiana sul punto impone di fatto alle banche italiane di operare sul mercato dei *repo* con una doppia garanzia della controparte, l'una data dal collaterale per l'operazione in sé, l'altra data dall'affidamento bancario per l'eventualità che emerga una insolvenza ed una successiva procedura concorsuale. In tal caso, secondo alcune interpretazioni giurisprudenziali, il curatore fallimentare della controparte insolvente potrebbe escutere il credito iscritto a libro nei confronti della banca solvibile, e rimandare alla ripartizione dell'attivo fallimentare il credito di pari importo iscritto a libro di quest'ultima. Si tratta, è pur vero, di una visione non sempre condivisa dalle autorità, ma in questo caso un eccesso di cautela non guasta: certo è che ancora una volta ne risente l'integrazione del mercato.

5. Vincoli dovuti alla infrastruttura di mercato

L'infrastruttura dei mercati monetari, intesa come l'ambiente operativo e tecnologico che consente il corretto e fluido dispiegarsi degli scambi di fondi e relative garanzie fra operatori autorizzati, può essere considerata uno degli elementi che costituiscono l'assetto normativo dei mercati, che include anche il trattamento fiscale e contabile delle operazioni.

Essa si divide in tre componenti principali:

- Le piattaforme di contrattazione
- Le *Clearing Houses*
- I sistemi di pagamento e compensazione

Ad esempio, sui mercati monetari *repo*, la conclusione di un contratto fra controparti autorizzate può avvenire sia su una piattaforma organizzata di scambio – di solito di tipo *screen based* – oppure può aver luogo *over the counter* (OTC).

Il successivo regolamento dell'operazione può passare o attraverso una *clearing house* – che di solito adotta un criterio di compensazione multilaterale delle posizioni di debito/credito reciproche – oppure seguire una sistemazione bilaterale diretta fra le controparti.

¹⁵ *European Master Agreement*

In entrambi i casi, il regolamento dell'operazione deve riguardare contemporaneamente sia il titolo ceduto in garanzia che la liquidità ottenuta in contropartita: se di questa operazione contabile si fa carico la *clearing house*, il meccanismo funziona per via della garanzia implicita della cassa di compensazione stessa; se il regolamento avviene direttamente fra le controparti, con le modalità che esse scelgono per la consegna reciproca del contante e della garanzia, i sistemi utilizzati per il trasferimento delle posizioni di debito/credito reciproche devono preferibilmente essere legati fra loro. Se non lo fossero, esse dovrebbero farsi carico della gestione di un rischio di regolamento che di per sé costituisce un costo per il sistema, che ovviamente genera distorsioni ed inefficienze informative ed allocative.

Sui mercati monetari il trasferimento della gamba del collaterale di una operazione *repo* di regola dovrebbe avvenire attraverso i sistemi di compensazione e regolamento in titoli (SRT), sulla base della procedura cui abbiamo già accennato di *Delivery Versus Payment (DVP)*: quest'ultimo è un meccanismo che consente a due controparti di scambiarsi simultaneamente per il regolamento la liquidità e la garanzia collaterale, in maniera tale che il rischio di controparte è interamente eliminato, a patto naturalmente che il sistema/i sistemi informatici di supporto permettano transazioni *real time*.

Sfortunatamente, e come abbiamo già visto in precedenza per alcuni aspetti, i sistemi di regolamento in titoli sono molteplici, in generale non permettono transazioni in tempo reale, ed inoltre la diversa modalità di scambio rispetto a TARGET (che è utilizzato per la componente liquida dello scambio stesso) di fatto impedisce la diffusione del meccanismo del DVP.

Manca infine, o quanto meno non si è manifestata con chiarezza, una *Clearing House* europea prevalente, in cui dirottare le transazioni di tipo monetario fra istituzioni creditizie UEM, riducendo il rischio sistemico dovuto ad insolvenze definitive o parziali di controparti autorizzate¹⁶.

Ancora una volta, l'estrema frammentazione dell'infrastruttura di mercato indica difetti di integrazione che impediscono il pieno dispiegarsi di un mercato unico efficiente della liquidità in Euro.

6. Conclusioni

Lo studio che abbiamo presentato costituisce una ricognizione critica, a tre anni e mezzo dalla introduzione dell'Euro, della effettiva integrazione dei mercati monetari della UEM.

Numerosi studi precedenti l'avvio della moneta e della politica monetaria unica sostenevano che sarebbero stati abbattuti in breve tempo gli ulteriori ostacoli alla integrazione che ancora resistevano nei singoli stati membri e nelle prassi operative consolidate locali.

La nostra analisi suggerisce che ad oggi ciò non è ancora avvenuto, e che, nonostante che siano stati compiuti significativi progressi nella armonizzazione dei mercati comunitari, sussistono ancora numerose barriere ad una piena integrazione dei mercati monetari, peraltro necessaria alla azione di *policy* – questa sì unica – della Banca Centrale Europea.

In sintesi:

- ✓ Le regole e le procedure contabili e fiscali adottate dai singoli stati membri appaiono ancora troppo eterogenee;
- ✓ Non c'è accordo sulla documentazione legale standard per i contratti *repo*;
- ✓ Non ci sono prassi comuni riguardo le procedure di regolamento e compensazione;
- ✓ Non sono sempre disponibili procedure di regolamento dei titoli e delle garanzie basate sul meccanismo del DVP, specie per le operazioni transfrontaliere;
- ✓ Non sono armonizzati né i processi né la gestione del collaterale a garanzia per le operazioni concluse in contropartita dell'Eurosistema rispetto a quelle interbancarie;
- ✓ Non c'è ancora un'unica *Clearing House* per le operazioni di mercato monetario in Euro¹⁷.

¹⁶ Per approfondimenti sulla non-integrazione delle piattaforme di contrattazione, vedi Fontani A., Rossi E., opera citata, pp. 48-57.

¹⁷ Cfr. "The Impact of the Euro on Money and Bond Markets, Santillán J., Bayle M., Thygesen C., ECB, Occasional Paper, July 2000, pp. 57.58

Questa breve ricerca ha posto una serie di questioni, di natura economica e normativa, molte di esse correlate. La soluzione di questi problemi costituisce un presupposto per assicurare un efficiente funzionamento dei mercati monetari nell'area dell'Euro.

Le soluzioni possono essere trovate sia incoraggiando l'implementazione e la condivisione di schemi contrattuali quadro o di più ampi accordi operativi fra le istituzioni creditizie dell'Eurozona; sia perseguendo una ulteriore armonizzazione della regolamentazione e dell'assetto normativo dei mercati finanziari mediante un rafforzamento dello strumento delle Direttive emanate dalle autorità della UE e recepite negli ordinamenti nazionali dai governi dei singoli stati membri.

Si tratta, in tutta evidenza, di un argomento molto delicato, perché concerne l'assetto legale e più in generale il processo normativo del legislatore che è proprio di ciascuna nazione comunitaria.

Il mercato monetario nell'area dell'euro: strumenti negoziati e prospettive d'integrazione

Federico de Tomasi¹

Il mercato monetario: un inquadramento giuridico

Con il termine “mercato monetario” la dottrina individua il mercato all'ingrosso di attività finanziarie a basso rischio, di elevata liquidità, e a breve termine i cui partecipanti, primariamente banche, regolano i propri bisogni ed eccedenze di liquidità. Secondo un'accezione ampia, le attività finanziarie possono consistere in attività negoziabili e non negoziabili. Convenzionalmente si distingue fra mercato monetario e mercato finanziario in base alla scadenza delle attività che vengono scambiate nell'uno e nell'altro. L'orizzonte temporale del mercato monetario viene, altrettanto convenzionalmente, racchiuso fra la scadenza “overnight” e la scadenza annuale: sono queste infatti le scadenze considerate dai tassi del mercato interbancario non garantito, l'EONIA per l'overnight e l'EURIBOR per le altre scadenze.

In realtà qualsiasi tentativo definitorio deve partire da una basilare premessa: il mercato monetario presenta una struttura composita; si tratta di un insieme di mercati di cui costituiscono segmenti significativi il mercato dei finanziamenti non garantiti, il mercato dei *repos*, il mercato dei titoli a breve (titoli pubblici, certificati di deposito etc.), il mercato degli *interest rate swaps*, il mercato degli *interest rate futures*. Ciascuno di questi mercati si differenzia dagli altri per le finalità perseguite dagli operatori (finanziamento, investimento, copertura, speculazione), per la natura giuridica delle operazioni poste in essere, per la natura dei partecipanti, la struttura della negoziazione etc. Una differenza sostanziale - di particolare rilievo nell'esame della problematica dell'integrazione - si riscontra fra i mercati in cui sono utilizzati, quali oggetti della negoziazione o a scopo di garanzia, titoli negoziabili, e gli altri mercati. Le peculiarità degli ordinamenti nazionali si riscontrano in misura maggiore nei mercati del primo tipo, come si vedrà. Un'altra differenza sostanziale ricorre fra i mercati regolamentati, ai sensi della Direttiva UE sui servizi di investimento, e i mercati “*over the counter*”: nell'ambito dei mercati monetari i mercati regolamentati costituiscono un'eccezione.

¹ Banca d'Italia – Servizio Consulenza Legale

Il mercato monetario nell'era dell'euro. Il ruolo del Sistema europeo di banche centrali

La complessità del mercato monetario, già riscontrabile a livello nazionale, si è ora ulteriormente accentuata nella prospettiva comunitaria. L'introduzione dell'euro e la conseguente politica monetaria unica hanno di per sé avviato il processo di integrazione dei mercati interbancari domestici: l'integrazione è stata favorita dall'affermazione immediata degli indici di mercato EONIA ed EURIBOR; dall'avvio del sistema TARGET, il sistema di regolamento lordo in tempo reale - istituito dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC) composto dalla BCE e dalle Banche centrali nazionali degli Stati dell'Unione Europea - che ha collegato i sistemi nazionali dando luogo ad un efficiente sistema di regolamento su base transfrontaliera dei pagamenti interbancari; dall'introduzione da parte dell'Eurosistema (composto dalla BCE e dalle BCN degli Stati aderenti all'euro) di liste omogenee di attività finanziarie utilizzabili da parte di tutte le banche, ovunque insediate nell'area dell'euro, a garanzia dei finanziamenti ottenuti da tutte le banche centrali, e movimentabili in via transfrontaliera.

Il mercato monetario svolge un ruolo cruciale per la trasmissione degli effetti delle decisioni di politica monetaria prese dalle autorità monetarie. Un mercato monetario spesso ed integrato è condizione essenziale per un'efficiente politica monetaria, poiché assicura un'omogenea distribuzione della liquidità di banca centrale e un livello omogeneo dei tassi di interesse a breve.

Il SEBC non ha competenza in materia di regolamentazione e vigilanza dei mercati monetari: la regolamentazione in via primaria spetta al legislatore nazionale e, ove se ne ravvisi la necessità, in conformità del principio di sussidiarietà, al legislatore comunitario; la regolamentazione secondaria e la vigilanza sono variamente attribuite, a livello nazionale, secondo il tipo di mercato, alle autorità monetarie, alle autorità di vigilanza sui mercati o sulle banche. Ampio spazio viene riservato dagli ordinamenti nazionali all'autoregolamentazione degli operatori. Ai sensi del Trattato UE (art. 105, par. 2 e 5) spetta però al SEBC il compito di definire ed attuare la politica monetaria; di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento; di contribuire alle politiche riguardanti la stabilità del sistema finanziario perseguite dalle competenti autorità. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse (art. 105, par.1). Esso è articolato ed opera secondo un modello decentrato, in cui spetta alle singole

Banche centrali nazionali l'attuazione della politica monetaria nel territorio di propria competenza (art. 12, par. 1 Statuto SEBC).

Vi è quindi una profonda connessione fra le competenze del SEBC in materia di politica monetaria, sistema dei pagamenti, stabilità del sistema finanziario ed il buon funzionamento del mercato monetario. Il SEBC svolge, in collaborazione con le associazioni di mercato, un monitoraggio continuo dello stato di integrazione dei mercati monetari ed un'attività di promozione delle iniziative del settore privato mirate all'integrazione. Il SEBC esprime pareri sulle iniziative legislative di riforma volte al superamento degli ostacoli che si frappongono all'integrazione.

Lo stato di integrazione dei mercati monetari

Si è detto della complessa struttura dei mercati monetari. Il livello di integrazione riscontrabile, ed auspicabile in prospettiva, cambia per tipo di mercato, e per l'organizzazione che lo caratterizza (mercato regolamentato od *over the counter*). Lo stesso termine integrazione assume quindi una diversa valenza.

Una prima forma di integrazione è consistita nell'abbattimento degli ostacoli giuridici all'accesso ai mercati nazionali da parte di enti "stranieri": essa si è realizzata grazie alle direttive di coordinamento bancario e sui servizi di investimento e alla politica monetaria unica. Una forma intermedia di integrazione consiste nella tendenziale uniformazione delle regole dei mercati, per quanto concerne i sistemi di negoziazione, i requisiti di partecipazione, le pratiche negoziali e di regolamento etc. Pur in presenza di distinti mercati, una maggiore uniformità delle regole che li governano rende più agevole lo svolgimento di attività transfrontaliera e quindi l'integrazione dei mercati. Una forma avanzata di integrazione si riscontra in presenza di un collegamento fra i singoli mercati o nella costituzione o affermazione di fatto di un singolo mercato.

Una possibile misura del livello di integrazione di un mercato è data dalla percentuale di attività riconducibile a controparti non insediate nel luogo di stabilimento del mercato o dalla percentuale di utilizzo di attività depositate in paesi diversi dal luogo di stabilimento del mercato.

Nel mercato monetario il mercato dei derivati ha assunto le caratteristiche di un mercato paneuropeo. I *futures* sugli *short term interest rates* vengono trattati su mercati regolamentati secondo modalità rigidamente standardizzate; l'attività è concentrata in

pochi mercati. Lo stesso livello di concentrazione si riscontra nel settore degli *swaps*, in cui il mercato è essenzialmente *over the counter*.

In questi casi l'integrazione si è realizzata per effetto della concentrazione dell'attività in pochi mercati piuttosto che tramite l'integrazione dei vari mercati nazionali.

In una situazione intermedia di integrazione si trova il *cash market*, composto dal mercato dei finanziamenti non garantiti e dei finanziamenti garantiti (pronti contro termine). Più arretrato è il livello di integrazione del mercato dei titoli a breve. In questi settori si riscontra la presenza di mercati nazionali, con differenti gradi di sviluppo, per i quali esistono prospettive reali di integrazione. Ci soffermeremo sugli ostacoli di natura giuridica che si frappongono su questa strada e sulle iniziative che sono state e auspicabilmente verranno assunte, da parte delle autorità nazionali e comunitarie e da parte delle forze del mercato, in direzione del superamento di tali ostacoli. Maggiore attenzione verrà dedicata allo stato del mercato italiano.

Il cash market

Finanziamenti non garantiti

Il mercato dei finanziamenti non garantiti presenta un notevole grado di integrazione. La quota di operazioni "cross-border" è al momento pari al 68% del totale delle operazioni non garantite. La semplicità della struttura giuridica dell'operazione, l'omogeneità dei soggetti partecipanti al mercato e la facilità del regolamento tramite il sistema TARGET od i sistemi all'ingrosso su base netta hanno contribuito a questo rilevante risultato. Riguardo alle forme di negoziazione, sono ampiamente diffusi i tradizionali sistemi di negoziazione diretta, in via bilaterale o tramite broker, ma si deve anche riscontrare un aumento dell'utilizzo dei sistemi di negoziazione telematica. In questo contesto va ricordato il ruolo svolto dall'E-mid (Electronic market for interbank deposits) per promuovere l'integrazione del mercato dei fondi interbancari nell'area dell'euro. Il sistema E-mid è stato creato nel 1989 in forza di una convenzione fra le banche italiane ed è vigilato dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 79 del T.U. finanza. Il mercato si basa su un sistema di negoziazione telematica che assicura un elevato grado di trasparenza nella formazione dei prezzi ed una rapida conclusione delle transazioni, che vengono poi regolate in tempo reale attraverso il sistema TARGET. L'E-mid opera per promuovere, attraverso la diffusione del suo modello, l'affermazione di una piattaforma unica per il trading elettronico nel mercato monetario dell'area dell'euro. Nel contempo sono state assunte iniziative per promuovere la partecipazione al sistema

italiano, anche in via remota, di grandi intermediari internazionali (ad. es., sistema *large value deal*). E' stato anche avviato un progetto per estendere la partecipazione al mercato ad imprese di investimento di elevato standing.

Il mercato dei pronti contro termine

L'utilizzo del repo, nella forma del *general collateral repo*, (cd. *cash-driven transactions*, il cui il titolo scambiato ha funzione di *collateral*), costituisce la naturale alternativa al deposito interbancario, con il vantaggio della riduzione del rischio di controparte. E' la tecnica più diffusa sui mercati monetari per operazioni di finanziamento con scadenze superiori ad un giorno e fino ad un mese, mentre rimane scarso l'utilizzo, per ragioni di regolamento, dell'*overnight repo*. Il *repo* si presta alla realizzazione di numerose finalità, considerando anche la forma dello *special collateral repo* (cd. *securities driven transactions*: è il denaro ad assumere funzione di *collateral*): si spiega pertanto una maggiore diversificazione degli operatori presenti su tali mercati (*securities houses*, assicurazioni etc.). Riguardo ai sistemi di negoziazione, prevalgono nell'area dell'euro i mercati *over the counter* con la notevole eccezione del circuito MTS.

Il grado di integrazione dei mercati *repo* nell'area dell'euro è in costante progresso. L'effettuazione di operazioni "cross-border" è infatti in aumento anche se il 70% delle transazioni effettuate sui mercati nazionali è ancora basata su titoli domestici. La tendenza all'integrazione è confermata dalla capacità dei maggiori operatori di essere presenti su tutti i mercati nazionali per sfruttarne al meglio, secondo le motivazioni delle loro operazioni, le specifiche caratteristiche. Il differenziale dei prezzi fra il General Collateral dei singoli mercati si è notevolmente ridotto.

L'obiettivo di realizzare un mercato unitario del *general collateral repo* nell'area dell'euro è ancora ostacolato da una serie di fattori, oggetto di analisi ed iniziative da parte delle associazioni di mercato, delle autorità nazionali e comunitarie: a) rischi giuridici di invalidazione delle operazioni dovute al mancato riconoscimento delle tecniche di repo negli ordinamenti nazionali; b) difficoltà nel regolamento delle operazioni "cross-border"; c) diverso trattamento a livello fiscale delle operazioni. Ci si soffermerà di seguito sulle prime due problematiche.

Rischi giuridici: la Direttiva UE sulle garanzie finanziarie

Già con la direttiva 98/26/CE il legislatore comunitario era intervenuto per assicurare il carattere definitivo dei regolamenti nei sistemi di pagamento e regolamento titoli. La direttiva si applica alle garanzie in titoli fornite dai partecipanti ai sistemi e dalle controparti delle banche centrali del SEBC nel quadro delle operazioni di banca centrale, fra cui naturalmente quelle di politica monetaria. La direttiva ha introdotto inoltre una norma di diritto internazionale privato volta a definire la legge applicabile alla costituzione o al trasferimento di diritti reali su strumenti finanziari in forma scritturale. Essa non si applica peraltro ai contratti di garanzia conclusi fra partecipanti ai mercati.

Nel quadro del Piano d'azione per i servizi finanziari la Commissione, dopo ampie consultazioni con autorità nazionali, banche centrali, associazioni di mercato e gruppi di esperti, ha presentato nel marzo del 2001 una proposta di Direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria²: obiettivo è l'eliminazione degli ostacoli giuridici che si frappongono ad un uso efficace delle garanzie transfrontaliere, attraverso un'armonizzazione degli ordinamenti nazionali di tipo minimale.

In sintesi, in relazione al tema in esame, la proposta di Direttiva prevede: a) il riconoscimento della validità dei contratti di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà, fra cui si collocano i contratti "pronti contro termine"; b) la validità delle clausole di compensazione per "close-out", previste dai contratti standard redatti dalle associazioni di mercato quale metodo di risoluzione dei contratti in corso nel caso di inadempimento di una delle parti, e la loro piena efficacia anche nel caso di avvio di procedure concorsuali; c) il divieto di effetto retroattivo delle procedure di insolvenza (cd. "zero hour rule"); d) l'inefficacia delle norme delle leggi fallimentari prevedenti la revocabilità degli atti di sostituzione dei titoli oggetto di pronti contro termine o la revocabilità della dazione di garanzie integrative in caso di svalutazione dei titoli (cd. *top-up collateral*); e) l'applicazione in via generale della regola sui conflitti di legge aventi ad oggetto gli strumenti finanziari in forma scritturale, attraverso l'applicazione della legge del "paese dell'intermediario di pertinenza" (cd. "PRIMA approach"). Quest'ultimo aspetto è anche l'oggetto di una convenzione internazionale in fase di avanzata elaborazione da parte della Convenzione Internazionale dell'Aia sul diritto internazionale privato.

² In GUCE C 180 26.6.2001, pag. 312.

La proposta è stata approvata dal Consiglio UE nel dicembre 2001 e dal Parlamento Europeo poche settimane fa. E' stata pubblicata nel giugno 2002³ e dovrà essere attuata dagli Stati membri entro diciotto mesi dalla pubblicazione.

La rapida approvazione della Direttiva, in un materia che tocca sostanzialmente il diritto civile e fallimentare degli Stati membri, costituisce indubbiamente un successo: va peraltro rilevato che, per esigenza di compromesso, è stata lasciata agli Stati membri una certa discrezionalità nell'attuazione di alcune norme: in particolare spetta agli Stati decidere se la direttiva debba applicarsi, oltre che ai contratti conclusi da operatori finanziari professionali, anche a quelli cui partecipano imprese non finanziarie. Diventerà allora particolarmente importante il coordinamento dell'attività di recepimento, allo scopo di assicurare un risultato il più possibile omogeneo.

Per quanto concerne l'ordinamento italiano, l'occasione del recepimento di questa Direttiva potrà essere utilizzata per dare sistematicità ai recenti interventi legislativi in questo campo (l'art. 206 del T.U. finanza sulla risoluzione dei contratti a termine; il d. lgs. 12 aprile 2001 n. 210 di attuazione della direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli). Potrà inoltre essere valutata l'opportunità di una definizione e regolamentazione tipica del contratto pronti contro termine che rimane tuttora, per quanto non previsto dalle parti e dalle citate leggi, regolato da altri istituti (vendita a termine o riporto) che non tengono conto delle particolari problematiche giuridiche poste da questa figura.

Il regolamento "cross-border" dei titoli

Anche nel settore del regolamento "cross-border" delle operazioni in titoli si devono segnalare rilevanti progressi. I depositari centralizzati nazionali ed internazionali, sotto gli auspici della loro associazione di categoria, hanno realizzato, sulla base di un contratto standard, un sistema di collegamento (cd. "link") che consente la mobilitazione in via transfrontaliera degli strumenti finanziari dal Paese di emissione a quello in cui vengono utilizzati dagli intermediari. Il sistema si basa sull'apertura di conti "omnibus" da parte dei depositari centralizzati presso il depositario incaricato dell'emissione. In tal modo il titolare di un conto presso il proprio depositario centralizzato ha la possibilità di accedere in via indiretta a tutti i sistemi di deposito collegati. Il SEBC, quale maggiore utente dei sistemi di regolamento titoli per il regolamento delle operazioni di banca centrale, ha sottoposto questi collegamenti ad un

³ In GUCE 27.6.2002, L 168, p.43.

rigoroso esame di compatibilità con alcuni standard⁴ volti a valutare l'affidabilità di questi collegamenti.

Nel contempo prosegue il processo di consolidamento del settore a livello nazionale ed europeo. Gli operatori evidenziano che l'attuale situazione di frammentazione dei sistemi di post-trading, pur non impedendo la loro presenza in tutti i segmenti del mercato, costituisce una situazione sub-ottimale: viene in particolare evidenziato l'elevato costo di transazione rispetto alla situazione vigente negli USA. Sotto questo profilo una maggiore integrazione fra i gestori potrà aumentare i livelli di efficienza operativa e l'estensione dell'offerta di servizi.

Il settore della compensazione e regolamento titoli è stato oggetto di una recente comunicazione della Commissione⁵. Si parte dalla constatazione che al superamento del modello tradizionale secondo il quale il luogo del regolamento è determinato dal luogo della negoziazione non corrisponde un'adeguata integrazione dei sistemi di regolamento: l'attuale sistema di regolamento su scala transfrontaliera è infatti inefficiente, i costi sono alti, l'integrazione dei mercati finanziari risulta ostacolata. Pur nella consapevolezza che la scelta dell'architettura più opportuna, fra i vari modelli configurabili, spetterà al mercato, la Commissione ritiene che occorra procedere ad una rimozione degli ostacoli derivanti dalle differenti pratiche di mercato, degli ostacoli giuridici e fiscali per limitare la frammentazione dei sistemi e nel contempo promuovere la concorrenza nel settore, anche attraverso una regolamentazione comune di tutti i soggetti che operano in questo campo. Attenzione dovrà essere dedicata anche ai rischi prudenziali ed operativi che in un sistema integrato diventeranno particolarmente complessi da gestire. La Commissione farà conoscere entro la fine dell'anno le sue successive determinazioni.

In Italia, a seguito del processo di riforma previsto dal T.U. finanza, la Monte Titoli spa concentra ora presso di sé l'attività di depositario centralizzato (estesa anche alle emissioni di titoli di stato) e di gestore del servizio di liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non derivati.

Le iniziative del mercato

Va ricordata l'importanza che ai fini dell'integrazione del mercato paneuropeo dei repo hanno assolto e dovranno assolvere le iniziative dei mercati: basti citare, ad esempio, la

⁴ "Standard per l'uso dei sistemi di *regolamento titoli* dell'Unione Europea nelle operazioni di credito del SEBC", 1998, disponibile sul sito Internet della BCE www.ecb.int.

⁵ COM/2002/257 del 28 maggio 2002

standardizzazione contrattuale, l'introduzione della controparte centrale, la creazione del tasso benchmark per il mercato dei repo.

Di recente la Federazione bancaria europea (FBE) ha patrocinato l'introduzione del *European Master Agreement* (EMA) per la regolamentazione delle operazioni in titoli e, a breve, anche per quelle in derivati. L'EMA si pone in alternativa ai modelli già utilizzati nel mercato, basati sul diritto anglosassone, in quanto compatibile anche con gli ordinamenti di diritto continentale: come tale è stato tradotto nelle lingue dei Paesi dell'Unione e può essere sottoposto alla legge nazionale e alla giurisdizione scelta dalle controparti. I pareri legali raccolti dalla FBE ne hanno attestato la validità legale. La Banca centrale europea lo ha adottato per le operazioni di gestione delle riserve valutarie con le controparti stabilite nell'Unione Europea, ottenendo così il risultato di utilizzare un singolo schema contrattuale rispetto ai tre utilizzati nel passato. Il grado di diffusione di questo nuovo strumento contrattuale nei mercati andrà verificato.

Si diffondono su alcuni mercati tecniche di "triparty repo" che attraverso l'utilizzo di una controparte centrale consentono di ridurre la documentazione contrattuale regolante i rapporti fra controparti e di semplificare le modalità di gestione dei margini di garanzia.

Su progetto patrocinato dalla FBE e dallo European Repo Council, gli operatori hanno costituito un *benchmark* rappresentativo per il mercato dei pronti contro termine in euro per il comparto *general collateral* (tassi di riferimento Eurepo). Questo benchmark è divenuto operativo nel marzo 2002.

Il mercato dei titoli a breve

Nella legislazione comunitaria (Direttiva sui servizi di investimento, direttiva OICVM) i titoli negoziati sul mercato monetario, pur ricompresi nella categoria degli strumenti finanziari, sono stati differenziati a livello definitorio dagli altri titoli negoziabili (azioni, obbligazioni) per l'esigenza di tenere conto delle peculiarità degli ordinamenti nazionali che li disciplinavano. Si dava così atto di una notevole eterogeneità degli strumenti esistenti a livello nazionale e della loro regolamentazione. Secondo la direttiva 85/611/CE sugli OICVM, di recente modificata⁶, rientrano fra gli strumenti del mercato monetario i "valori mobiliari che di norma non sono negoziati sui mercati regolamentati, ma sono negoziati sul mercato monetario, ad esempio i buoni del Tesoro

⁶ Con Direttiva 2001/108/CE del 21 gennaio 2002, in GUCE L 41 del 13.2.2002, p.35.

e degli enti locali, i certificati di deposito, le polizze di credito commerciale, i “medium term notes” e le accettazioni bancarie” (considerando 4). “Per strumenti del mercato monetario si intendono gli strumenti normalmente negoziati sul mercato monetario purché siano liquidi ed abbiano un valore determinabile accuratamente in qualsiasi momento” (art. 1(9)). Il Regolamento della BCE sul bilancio consolidato delle IMF⁷ (istituzioni monetarie e finanziarie), nel definire gli strumenti di mercato monetario, considera anche le caratteristiche del “basso rischio di interesse” e del basso “rischio di credito”. La direttiva sugli OIVCM, come sopra modificata, ha notevolmente esteso la possibilità da parte di questi organismi di investire in titoli del mercato monetario. E’ stato infatti ampliato il novero degli strumenti di mercato monetario detenibili da una OIVCM, senza alcun limite quantitativo in rapporto al patrimonio (art. 19).

A livello comunitario, si è assistito negli ultimi anni allo sviluppo del mercato dei cosiddetti “commercial papers” (CP), titoli di credito a breve tradizionalmente emessi da istituzioni non finanziarie. Si verifica nel contempo una contrazione dell’emissione di titoli del Tesoro, dovuta all’allungamento delle scadenze del debito pubblico, alla riduzione dello stesso, all’utilizzazione da parte delle stesse Tesorerie statali del mercato dei CP, al fine di raggiungere una più vasta base di investitori. Limitata in quantità, e circoscritta al settore bancario è l’emissione di certificati di deposito. Per i titoli pubblici e i certificati di deposito il mercato secondario si presenta limitato, per la tendenza dei sottoscrittori a trattenere questi titoli, per finalità di investimento, fino alla scadenza.

Il mercato dei CP ha grandi potenzialità di sviluppo. Al momento è infatti sottodimensionato rispetto ad analoghi mercati americani e giapponese. Ad alcuni grandi mercati prevalentemente di tipo domestico (quello francese e tedesco) si affianca l’euro commercial paper, mercato internazionale multivalutario gestito dai *dealers* londinesi. In altri Paesi dell’UE i mercati dei CP sono a livello embrionico, e comunque ad orientamento domestico. La diffusione delle operazioni di “cartolarizzazione”, l’incremento delle operazioni di fusione ed acquisizioni transfrontaliere, la ricerca da parte delle imprese non finanziarie di canali alternativi di finanziamento a quello bancario ed obbligazionario: tutti questi fattori hanno portato ad un’espansione del settore, che deve essere evidentemente accompagnata e sostenuta da opportuni interventi da parte delle autorità e delle associazioni di mercato.

Sono in corso di svolgimento, con il sostegno della BCE, da parte di esperti legali delle principali istituzioni finanziarie comunitarie, approfondimenti sulle normative regolanti

⁷ In GUCE L 333 del 17.12.01, p.1

a livello nazionale l'emissione dei CP e sulla possibilità di integrazione di questi mercati. Le conclusioni preliminari di questi studi⁸ possono così essere sintetizzate:

- In mancanza di una regolamentazione a livello comunitario, i CP sono regolati dalle legislazioni nazionali; tali regimi nazionali presentano peculiarità dovute a caratteristiche tradizionali dei mercati locali, ma non divergono in maniera sostanziale;
- gli attuali mercati dei CP non si qualificano al momento come “mercati regolamentati”. Ne consegue la non applicabilità della proposta di Direttiva sul prospetto⁹ per le emissioni di titoli entro i dodici mesi;
- il recepimento nella legislazione nazionale delle Direttive UCITS e prospetto potranno essere un'opportuna occasione per ottenere maggiore uniformità nella legislazione regolante i CP;
- in una prospettiva di lungo periodo la costituzione di un mercato paneuropeo dei CP regolato da un regime comunitario potrebbe essere presa in considerazione;
- in una prospettiva di breve periodo l'integrazione dei mercati domestici potrà essere facilitata dall'affermazione di una documentazione contrattuale standard regolante l'emissione dei CP.

Per quanto riguarda il mercato italiano, l'attività è prevalentemente concentrata sulle scadenze fino a tre mesi attraverso l'emissione di polizze di credito commerciale, strumento atipico che costituisce di fatto il principale canale alternativo a quello bancario utilizzato in Italia, nel breve termine, per l'intermediazione di mezzi finanziari fra operatori in avanzo ed in disavanzo. In via di esaurimento è la diffusione delle accettazioni bancarie, a causa del regime fiscale penalizzante.

Lo strumento delle cambiali finanziarie, disciplinato dalla legge 13 gennaio 1994, n. 43, non si è rivelato un successo. Sono in corso di esame alcune proposte di legge per la riforma dell'istituto: verrebbe ridotta la durata minima, attualmente pari a tre mesi, ed il taglio minimo (attualmente 52.000 €); verrebbe ampliato il novero dei soggetti abilitati all'emissione; riformato il trattamento fiscale (imposta sostitutiva) e prevista la possibilità di dematerializzare la cambiale finanziaria. La legge delega di riforma del diritto societario (3 ottobre 2001, n. 366) prefigura una riforma generale della disciplina della raccolta in titoli delle società.

Come sopra menzionato, un intervento di riforma dovrebbe comunque tenere conto dell'esperienza sviluppatasi in mercati più evoluti, anche al fine di cercare, per quanto

⁸ Il rapporto dello European Financial Market Lawyers Group, intitolato “The money market: legal aspects of short-term securities”, 2 settembre 2002, è disponibile sul sito Internet della BCE.

⁹ In GUCE C 240 E/272 del 28 Agosto 2001

possibile, di creare un quadro giuridico per l'emissione di questi strumenti il più possibile coerente con quello presente in altri ordinamenti. In tal modo il mercato nazionale potrà aprirsi, in una prospettiva di medio periodo, anche ad investitori ed emittenti internazionali.

Conclusioni

A poco più di tre anni dall'introduzione dell'euro il mercato monetario presenta caratteri di ampiezza, liquidità, integrazione. Il livello di integrazione non è omogeneo per tutti i segmenti: a voler sintetizzare con un aggettivo, è molto alto per il settore dei derivati, alto per i prestiti non garantiti, medio per i prestiti garantiti, basso per i titoli a breve. Il non del tutto soddisfacente livello di integrazione di questi ultimi due mercati dipende da un basso livello di standardizzazione degli strumenti contrattuali utilizzati, dalle problematiche giuridiche e fiscali che la negoziazione di titoli pone, dalle diverse tradizioni dei mercati locali, orientati in diverso grado verso certi tipi di strumenti. Il superamento di questi ostacoli richiede uno sforzo congiunto, per l'individuazione e soluzione dei problemi, da parte delle forze di mercato e delle autorità: si è visto che in molti casi la cooperazione ha prodotto risultati positivi. Non v'è dubbio che molte delle problematiche evidenziate hanno richiesto e richiederanno interventi normativi per essere avviate a soluzione, a livello comunitario e nazionale. In proposito è importante assicurare un adeguato livello di uniformità delle legislazioni nazionali di riferimento delle direttive comunitarie. Per quanto riguarda il mercato italiano, alcuni interventi legislativi (attuazione direttive garanzie finanziarie e OICVM, riforma cambiali finanziarie) potranno rafforzare la competitività dei mercati reo e dei titoli a breve. Rimane comunque fondamentale sulla strada dell'integrazione l'iniziativa dei mercati, attraverso l'ampliamento dei servizi offerti e delle categorie di partecipanti, il miglioramento dell'efficienza dei servizi di negoziazione e di regolamento e del processo di formazione dei prezzi.

Evoluzione dei modelli di vigilanza: effetti su efficienza e redditività delle banche in Italia

Carmine Lamanda¹

Qualsiasi forma di regolamentazione rappresenta un costo per le imprese. Tale costo è, o dovrebbe essere, giustificato dai maggiori benefici in termini di benessere sociale (ordine ed efficienza nell'assetto economico).

Le banche sono da sempre soggette a regolamentazioni più stringenti e pervasive rispetto a ogni altra impresa e devono pertanto sopportare costi maggiori. Tale aggravio di oneri dovrebbe essere confrontato con il perseguimento del bene pubblico rappresentato dalla stabilità del sistema dei pagamenti e dalla protezione del risparmio.²

La regolamentazione bancaria italiana ha subito negli ultimi venti anni una trasformazione profonda e ha connotati ormai simili a quelli che prevalgono negli altri principali paesi industrializzati anche se si distingue per l'intensità dei suoi caratteri. La profonda evoluzione regolamentare ha comunque favorito rilevanti guadagni di produttività nel sistema e garantito notevoli benefici per la clientela.

Il principale elemento di innovazione può essere individuato nell'adozione di stretti criteri di patrimonializzazione seguita al primo accordo realizzato nell'ambito del Comitato di Supervisione Bancaria di Basilea. Il nuovo accordo che si sta profilando (Basilea 2) non fa altro che portare a maggiore coerenza il disegno iniziato con Basilea 1. Non di meno gli effetti attesi sulle gestioni bancarie sono anch'essi assai rilevanti.

In questo intervento affronterò dapprima, brevemente, il problema dei costi della regolazione. Ripercorrerò poi i tratti essenziali dell'evoluzione della regolamentazione e della vigilanza sulle banche in Italia.

¹ Capitalia

² Tali obiettivi non sono dissimili da quelli che stanno alla base delle regolamentazioni delle produzioni pericolose o della tutela dei consumatori per i prodotti alimentari. Per la verità, su un piano teorico, esistono anche posizioni favorevoli al "non controllo" dell'attività bancaria (*free banking*) sulla base dell'assunto che l'instabilità svolge l'utile funzione di eliminare in modo selettivo i soggetti inefficienti e che il mercato, in condizione di perfetta concorrenza, è sempre in grado di ritrovare il suo equilibrio. A ciò si aggiunge la considerazione che un sistema di controlli è sempre in qualche modo distorsivo (rischi di *moral hazard*) e presenterebbe costi, diretti e indiretti, superiori ai benefici conseguibili.

Mi soffermerò successivamente sui vantaggi che l'evoluzione normativa ha arrecato al benessere sociale attraverso l'ampliamento dell'offerta bancaria dovuto alla diversificazione e l'aumento di efficienza e redditività delle gestioni bancarie derivato dal processo di concentrazione. Seguirà un'analisi della portata innovativa dell'introduzione dei coefficienti patrimoniali. Ciò mi consentirà di concludere con alcune considerazioni sui costi e i benefici collegati alla proposta di nuovo accordo di Basilea.

I costi della regolazione

Ogni regolamentazione può essere di per sé inefficiente perché i costi ad essa associati per l'intermediario possono superare i benefici per il "consumatore" che la regolamentazione stessa vuole garantire. Questa valutazione costi-benefici non è affatto agevole ma dovrebbe essere tenuta presente nella definizione di un qualsiasi sistema di regole.

Tutte le volte che si invocano modifiche regolamentari bisognerebbe poter considerare la possibilità di ottenere gli stessi risultati a minor costo o, addirittura, valutare se i benefici incrementali siano giustificati dai maggiori costi. Nello statuto della nuova autorità di regolamentazione e vigilanza sul settore finanziario in Gran Bretagna (la *Financial Service Authority*) vi è un esplicito obbligo a riguardo.

Nonostante l'evidente rilevanza del problema, le verifiche empiriche dei costi associati alla regolamentazione/vigilanza sugli intermediari finanziari sono poco numerose e differiscono sensibilmente in termini di metodologie adottate e di qualità dei risultati ottenuti.

I costi della regolazione comprendono costi opportunità e costi operativi. Per una banca i costi opportunità discendono dai vincoli alla operatività che impongono la rinuncia a svolgere forme o modalità profittevoli di attività (si pensi ai limiti all'espansione territoriale degli sportelli o ai diversi connotati della "specializzazione"). I costi

operativi includono i costi diretti associati allo svolgimento di attività imposte dalla regolamentazione: obblighi in termini di fornitura di dati e informazioni, di trasparenza, di standard operativi ecc. A tale riguardo è opportuno distinguere i costi “incrementali” dovuti alla regolamentazione, poiché parte dei costi in oggetto verrebbe sostenuta anche in assenza di vincoli specifici (sulla spinta della necessità di ridurre i rischi, migliorare il servizio o, in genere, della concorrenza).

Studi effettuati sulla situazione degli Stati Uniti nella prima metà degli anni '90 sono giunti a stimare (in prima approssimazione, data l'inadeguatezza dei dati) che una quota tra il 12 e il 13% dei costi operativi delle grandi banche è collegata ai vincoli della regolamentazione; metà di tale percentuale sarebbe riferibile ai cd. costi “incrementali”. Un risultato interessante di questi studi è che esisterebbero significative “economie di scala” per questo tipo di costi, per cui forti vincoli regolamentari costituirebbero un relativo vantaggio per le banche maggiori.³

Evoluzione di regolamentazione e vigilanza sulle banche in Italia

La Legge Bancaria del '36, che aveva come obiettivo la stabilità del sistema, come noto affermava due principi cardine su cui costruire una regolamentazione, fatta di divieti e autorizzazioni, in larga misura affidata all'azione dell'Organo di Vigilanza:

- il principio della specializzazione funzionale e temporale, rimasto in vigore per quasi cinquant'anni, seppure progressivamente attenuato;
- il principio della banca pubblica volto ad affermare l'autonomia delle banche e la separatezza banca-industria.

Con un sistema di autorizzazioni e divieti preventivi, caso per caso, relativi alle principali decisioni bancarie (apertura di sportelli, concessione di crediti ecc.), la Banca d'Italia garantiva la stabilità del sistema attraverso, di fatto, la condivisione dei rischi bancari. Tale sistema di regolazione e vigilanza era giustificato storicamente dalla bassa capitalizzazione delle banche italiane, una caratteristica peraltro riscontrabile

anche tra le imprese private. Esso è stato efficace nel perseguire l'obiettivo della stabilità, seppure a costi elevati, sia per le banche sia per il sistema, e con una riduzione degli incentivi all'efficienza.

E' nel corso degli anni '80 che l'azione delle Autorità di Vigilanza comincia a registrare rilevanti modifiche tanto nei principi, quanto negli strumenti. Gli obiettivi, è utile ricordarlo, rimangono gli stessi: la stabilità del sistema e la tutela del risparmio. Insieme a questi cresce però la rilevanza dell'obiettivo dell'efficienza. Si procede ad un allentamento progressivo e graduale dei controlli di tipo strutturale (aperture sportelli, competenza territoriale) a favore di regole prudenziali.

La delibera del CICR del marzo 1987, con cui si introducono i coefficienti patrimoniali minimi obbligatori, è un po' la pietra miliare di questa svolta che si pone l'obiettivo di incentivare il rafforzamento dei mezzi propri delle banche meno capitalizzate e di ridurre gli interventi autorizzativi caso per caso. Essa impone dei vincoli alla operatività delle banche, ma permette di perseguire l'obiettivo della stabilità senza interventi amministrativi e garantisce una minore volatilità nella redditività bancaria.

La ratio dei coefficienti patrimoniali è riconducibile al perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa, nel senso di un adeguato rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi. Anche nella disciplina ordinaria è dato talora riscontrare un'autonoma rilevanza del patrimonio, inteso come differenza tra le attività e le passività dell'impresa: p.es. là dove si impone che il valore patrimoniale non scenda al di sotto del valore nominale del capitale o nelle norme che disciplinano la costituzione e l'alimentazione della riserva legale.

Infine, il recepimento delle direttive comunitarie (1985-1992) sancisce il definitivo passaggio dal diritto amministrativo al diritto commerciale, dalla banca pubblica alla "banca-impresa" regolata come società per azioni.

Come ho già sostenuto⁴, le regole che governano ora le società bancarie sono volte a rafforzare l'ordinaria organizzazione della società e devono essere interpretate come

³ Ellienhausen, Gregory, "The Cost of Bank Regulation: A review of the Evidence", Bord of Governors of the Federal Reserve System, 1998.

⁴ Lamanda, Carmine [1994], **La società per azioni bancaria**, Bancaria Editrice.

regole che hanno la stessa natura, ma maggiore intensità, delle norme del diritto comune. Così è, per esempio, nel caso del divieto alle società non finanziarie di detenere più del 15 per cento del capitale di una banca: esso si configura, infatti, come una più intensa forma di tutela dell'oggetto sociale della società. Ma è così anche per i requisiti e i poteri degli azionisti, per i requisiti degli amministratori e dei sindaci, per la disciplina dell'emissione obbligazionaria, per le regole di bilancio, per il controllo giudiziario sulla gestione, per le procedure di fallimento e, infine, per gli aspetti penalistici.

L'introduzione delle regole di vigilanza prudenziale ha consentito di eliminare le disomogeneità operative fra banche, ha favorito l'ingresso delle aziende di credito in settori operativi nuovi e ha assoggettato gli intermediari a norme che non incidessero sulle scelte imprenditoriali.

Il rafforzamento della vigilanza prudenziale ha progressivamente reso evidente l'inutilità del vincolo della specializzazione per la tutela della concorrenza.

I vantaggi della diversificazione

Nel dicembre 1990 vi erano 92 Istituti e sezioni di credito speciale (a loro volta specializzate in credito mobiliare, alle opere pubbliche, agrario, fondiario ed edilizio) e oltre 1.000 aziende di credito ordinario. Tra queste 3 istituti di credito di diritto pubblico, 75 casse di risparmio, 9 monti di credito su pegno, 715 casse rurali e artigiane. Un'articolazione oggi ormai totalmente scomparsa.

I mutamenti normativi che hanno prodotto l'eliminazione di tali barriere, non solo non hanno indotto i temuti rischi, ma hanno anzi prodotto notevoli miglioramenti funzionali a vantaggio dell'economia oltre che importanti fonti di reddito per le banche.

Integrando le attività di *investment banking*, la banca tradizionale può oggi arricchire la gamma di strumenti di finanziamento e di servizi offerti alle imprese e ridurre le asimmetrie informative.

Il caso della bancassicurazione, dove più netta è stata la separazione, è ancora più emblematico.

Operativamente, la cooperazione fra sistema bancario e assicurativo è resa possibile dalla profonda complementarità tra strumenti assicurativi e prodotti bancari. Le società di assicurazione possono beneficiare della rete capillare degli sportelli bancari nonché del rapporto fiduciario banca-cliente; le banche, da parte loro, possono ampliare il proprio portafoglio prodotti, ponendosi come referente globale nei confronti del risparmiatore.

Il successo dell'alleanza banca assicurazione è ormai nei fatti.

Attualmente in Italia le banche possiedono partecipazioni in oltre 70 società di assicurazione: in taluni casi, la banca ha il controllo esclusivo; in altri casi, si sono costituite *joint ventures*; in altri ancora la banca esercita un'influenza notevole con partecipazioni superiori al 20%.

La quota di raccolta assicurativa nel ramo vita detenuta dagli sportelli bancari è molto elevata - poco meno del 60% a fine 2001 - e ancora in crescita, chiaro segnale che le banche continuano a rafforzare la propria posizione nel comparto.

Il processo di evoluzione verso la banca universale e l'integrazione del settore della bancassicurazione, unitamente a quella del settore della gestione del risparmio, costituiscono il più chiaro esempio del processo di trasformazione in atto nel sistema bancario finalizzato allo sviluppo dei ricavi. Tali sviluppi hanno anche consentito di riallocare capacità produttiva che risultava in eccesso in numerosi sistemi bancari europei a seguito della riduzione della domanda tradizionalmente indirizzata all'attività di prestito e di deposito.

Le banche che sono riuscite a sviluppare più elevati livelli di efficienza sono quelle che hanno maggiormente diversificato i propri prodotti ed i propri ricavi. Risulta così che i processi di diversificazione dei prodotti e di miglioramento dell'efficienza operativa e di redditività sono tra loro strettamente collegati.

I processi di concentrazione: efficienza e redditività delle banche in Italia

Il superamento del ruolo della banca pubblica e l'adozione della forma giuridica della società per azioni (legge 218, 1990), unitamente alle sinergie rese possibili dal venir meno dei vincoli di specializzazione, hanno sospinto, nel corso degli anni '90, l'intenso processo di consolidamento del sistema bancario italiano.

Il processo ha consentito di colmare i ritardi accumulati nei confronti degli altri sistemi europei e ha prodotto una nuova morfologia del sistema, nuovi modelli istituzionali e organizzativi e, più in generale, nuove modalità di esercizio dell'attività bancaria.

Negli ultimi cinque anni, la quota di attività riferibile ai primi cinque gruppi bancari è passata dal 35% al 55% circa del totale. Cinque gruppi, fra i primi maggiori sei, hanno trovato origine in processi di concentrazione realizzati in questo periodo.

Il processo di concentrazione e l'intensificarsi delle tensioni concorrenziali hanno indubbiamente giovato al sistema bancario italiano: è aumentata la gamma di prodotti offerti ed è diminuito il rischio associato all'eccesso di frammentazione e di localismo.

Gli effetti sull'efficienza e la redditività delle banche sono stati rilevanti.

Nell'ultimo decennio il *cost-income ratio* si è ridotto di circa dieci punti percentuali, mentre i fondi intermediati per addetto, in termini reali, sono raddoppiati.

Questi miglioramenti di produttività e di efficienza si sono prodotti nonostante le concentrazioni effettuate siano state impegnative e più costose del previsto.

I processi di aggregazione hanno comportato complessità e incertezze nella definizione degli obiettivi aziendali, nei sistemi di gestione dei rischi, nelle procedure operative. A livello di organizzazione, rilevanti sono apparsi i costi di coordinamento necessari per realizzare la direzione unitaria, nonché le difficoltà di realizzare economie nei costi in relazione alla minore governabilità del processo produttivo e distributivo.

Nonostante gli evidenti miglioramenti in termini di produttività e di efficienza, i progressi in termini di redditività sono stati più difficili da realizzare e più discontinui. La redditività del capitale investito, dopo avere oscillato intorno al 12% fra il 1980 e il 1986, è rapidamente diminuita sino a valori intorno al 2% nel triennio 95-97. Questa discesa riflette certamente le perdite su crediti conseguenti alla recessione del 1993, ma anche le pressioni al ribasso che la concorrenza crescente ha esercitato sui prezzi dei prodotti e dei servizi offerti. Gli spreads più contenuti hanno ridotto sensibilmente il contributo dell'attività tradizionale alla redditività delle banche italiane.

Essenziale, in questa fase, è stato l'avvio di un processo di contenimento del costo del lavoro. Il costo unitario del personale - che nel 1996 si collocava su livelli del 30% più elevati del corrispondente costo medio in Francia Germania e Spagna - si è attestato nel 2001 sostanzialmente sugli stessi livelli in termini nominali (61.000 euro), mentre è stato ridotto di oltre il 10% in termini reali.

Concorrono a comprimere i profitti delle banche italiane nel confronto con quelle europee una serie di diseconomie esterne, al di fuori del controllo delle singole gestioni. Oneri particolari derivano dal sistema fiscale e contributivo, dal diritto del lavoro nonché da vari condizionamenti ambientali. Questi ultimi discendono principalmente da procedure esecutive, revocatorie fallimentari, esigenze di sicurezza, attività di sostituto di imposta e anticrimine che ricadono sulle banche. Il relativo effetto è stato stimato fino a cinque punti percentuali del ROE.⁵

Patrimonializzazione e rischiosità

L'introduzione dei coefficienti minimi obbligatori in Italia (marzo 1987) ha recepito gli orientamenti internazionali in materia, anticipando l'Accordo di Basilea del 1988 volto a invertire una tendenza di lungo periodo alla riduzione del grado di patrimonializzazione delle banche. Con l'introduzione dei coefficienti patrimoniali si è potuto passare dalla vigilanza pervasiva alla vigilanza preventiva. Un passaggio che ha significato per le banche maggiore trasparenza, maggiore concorrenza, maggiori responsabilità.

Fra il 1988 e il 2000, il coefficiente di solvibilità delle banche internazionali dei paesi del Gruppo dei dieci è salito da 8,5% a 12%; esso ha consentito di fronteggiare le crisi che si sono manifestate negli anni '90 in diverse regioni del mondo. Il dato medio riferibile alle banche italiane ha subito un'evoluzione analoga partendo da livelli iniziali prossimi all'8%.

Nel periodo 1997-2000, la più forte crescita degli attivi ponderati al rischio rispetto alle risorse patrimoniali, collegata alla forte dinamica degli impieghi, ha determinato una riduzione del coefficiente di solvibilità che si è attestato, nelle rilevazioni su base consolidata, al 10,2%. Nel 2001 il coefficiente è poi risalito al 10,6%.

La solidità delle banche riflette anche la composizione dei mezzi patrimoniali. Essa è maggiore ove è più forte il peso delle poste di migliore "qualità": capitale e riserve. Inoltre, l'esigenza di remunerare il capitale di rischio incentiva la gestione bancaria a perseguire guadagni di efficienza e a espandere i ricavi.

Per le banche italiane la quota del capitale e delle riserve è tradizionalmente elevata nel confronto internazionale: nel 1999 era del 72% a fronte di un dato medio del 65% per gli altri principali paesi. Negli anni più recenti si è assistito, tuttavia, a una dinamica dei prestiti subordinati più elevata di quella delle componenti primarie di capitale.

Nel disporre l'osservanza di coefficienti patrimoniali il regolatore si confronta con un trade-off negativo fra costi e vincoli all'efficienza imposti all'intermediario ed esigenze di stabilità del sistema finanziario. Se il livello del coefficiente è troppo elevato il sistema economico subirà inutilmente il maggior costo dell'intermediazione finanziaria. Se il livello è troppo basso aumenterà la probabilità di crisi bancarie.

Non è tuttavia disponibile un criterio per stabilire quale sia il "giusto" livello di capitalizzazione (8% dell'attivo ponderato al rischio secondo Basilea 1988). Bisognerebbe conoscere il costo del fallimento di una banca (ponderato alla probabilità dell'evento) e confrontarlo con il costo del capitale aggiuntivo (ma rispetto a quale livello "normale?") imposto alla banca.

⁵ Zadra, Giuseppe, "I principali svantaggi competitivi delle banche italiane nel confronto europeo", *Bancaria*, n. 1,

In ogni caso, ad un grado di capitalizzazione maggiore corrisponderà una maggiore quota dei costi del fallimento di una banca che viene trasferita dai depositanti agli azionisti, cioè a “professionisti” nell’assunzione di rischi.

Nel contempo, la necessità di disporre di un capitale correlato all’esposizione complessiva dell’attività ha reso più consapevole il management delle banche dell’importanza di offrire un’adeguata remunerazione al capitale offerto dagli azionisti. Si è passati, così, a integrare le tradizionali misure di redditività (ROA, ROE) con indicatori in grado di misurare i risultati tenendo conto in modo esplicito della componente di rischio (RAROC, RORAC).

Nonostante i positivi effetti conseguiti, le critiche hanno focalizzato numerosi punti deboli dell’Accordo di Basilea del 1988. Essi sono noti:

- I coefficienti che ponderano i rischi delle differenti classi di attività non si basano su una valutazione accurata del rischio assoluto e relativo; ciò non determina un incentivo per le banche ad una corretta allocazione interna del capitale e le porta a preferire attività che sono meno rischiose solo sotto il profilo regolamentare (ma non sotto il profilo economico). In particolare, al portafoglio dei crediti alla clientela, nel cui ambito coesistono le più rilevanti differenze in termini di rischio, si attribuisce, salvo poche eccezioni, sempre lo stesso coefficiente di ponderazione.
- Non vengono adeguatamente considerate le strategie di copertura dei rischi.
- Le banche hanno l’opportunità, attraverso un “arbitraggio” fra le diverse imposizioni di patrimonializzazione, di ridurre il costo in termini di capitale senza ridurre il rischio effettivamente sostenuto.
- Sono trascurati i rischi “legali”, di reputazione e operativi.

La proposta di un nuovo Accordo (Basilea 2)

Per fronteggiare le critiche all'Accordo del 1988 nell'ambito del Comitato di Supervisione Bancaria di Basilea si è fatta una nuova proposta di accordo che fa riferimento a tre pilastri:

- nuovo sistema di requisiti patrimoniali;
- ruolo delle autorità di vigilanza;
- disciplina di mercato.

Tra i contenuti più innovativi della proposta vorrei sottolineare:

- l'enfasi sostanziale attribuita alla necessità per le banche di dotarsi di sistemi interni di analisi, gestione e controllo del rischio;
- l'importanza del ruolo della vigilanza, anche ai fini di tempestivi interventi sulle situazioni di rischio emergente;
- la considerazione anche dei rischi "legali", di reputazione e operativi;
- il più forte ruolo attribuito alla disciplina del mercato nella consapevolezza che questa ha le potenzialità per rinforzare l'azione dei ratios patrimoniali e della vigilanza;
- la proposta di utilizzare (per le banche adeguatamente attrezzate) rating sui crediti forniti da agenzie esterne o elaborati dai modelli interni.

La possibilità di utilizzare i sistemi interni di classificazione della clientela mira non solo a misurare in modo più preciso la relazione tra rischi effettivi e patrimonio, ma anche a incoraggiare le banche a migliorare le metodologie di gestione dei rischi. Un sistema di rating interni consente, infatti, di utilizzare le più ampie conoscenze di cui dispone la banca e di migliorare la qualità dell'organizzazione aziendale nelle politiche di valutazione del credito, di determinazione del prezzo e di controllo del rischio. L'utilizzo dei sistemi di rating interni sarà subordinato all'approvazione delle autorità, diretta a verificare che i processi di formulazione dei giudizi sulla rischiosità si basino

su tutte le informazioni disponibili, che le misure di perdita utilizzate siano coerenti e comparabili tra istituzioni e paesi e nel tempo.

Il nuovo accordo non è ancora definitivo, e richiede ulteriori riflessioni e analisi. Ma la sua portata ha già incominciato ad avere effetti sul comportamento delle banche. Mi riferisco non solo alla ricerca di dati, competenze e analisi necessarie per costruire, modificare e testare, col dovuto anticipo, i rating interni. Mi riferisco anche alla maggiore attenzione al merito di credito e al prezzamento del rischio che hanno già portato a un netto miglioramento della qualità degli attivi.

La maggiore selettività e sensibilità al rischio di credito che caratterizza le metodologie proposte da Basilea 2 aumentano inevitabilmente l'effetto "pro ciclico" dei coefficienti di solvibilità. Va però considerato che questo effetto dovrebbe attenuarsi nella misura in cui gli standard di capitalizzazione vengono mantenuti al di sopra dei limiti minimi stabiliti. L'azione di controllo continuativo svolto dalle Autorità di vigilanza dovrebbe garantire appunto che le fasi recessive vengano affrontate con margini di capitalizzazione adeguati.

E' stato rilevato che nel metodo dei rating interni, i crediti concessi alle piccole e medie imprese sarebbero penalizzati. Infatti non si tiene conto che un portafoglio di tali crediti, a parità di perdita attesa, presenta perdite inattese inferiori a quelle di un portafoglio di prestiti alle grandi imprese, in ragione della maggiore importanza relativa che l'andamento ciclico dell'economia ha nel determinare le condizioni delle grandi imprese.

A questo proposito il Comitato di Basilea sta valutando di riconoscere esplicitamente la ridotta dimensione aziendale come fattore di attenuazione dei requisiti patrimoniali. In un documento del novembre 2001 il Comitato ha formulato nuove modalità di calcolo dei requisiti per il rischio di credito nel metodo dei rating interni: i coefficienti di ponderazione sono stati ridotti ed è stata attenuata la correlazione tra dotazione patrimoniale e rischiosità.

Indagini condotte in ambito internazionale su banche di elevato standing hanno messo in evidenza metodi diversi nella costruzione di rating interni. Essi differiscono per la

diversa rilevanza accordata agli elementi qualitativi e quantitativi, per le procedure seguite nei vari comparti del portafoglio crediti, per le modalità di valutazione dei fattori di rischio considerati.

Rispetto alle iniziative in corso a livello internazionale, il sistema bancario italiano presenta una situazione diversificata. Secondo il giudizio di Banca d'Italia, al momento solo alcune banche, prevalentemente di grandi dimensioni, hanno assunto iniziative per lo sviluppo di sistemi di rating interni coerenti con il nuovo schema di regolamentazione. La situazione è, tuttavia, in forte movimento.

Per effetto dell'introduzione di metodi di internal rating, le singole imprese affidate saranno soggette a processi di revisione del rischio e del pricing e saranno collocate nelle rispettive classi di rischio in modo più rigoroso sulla scorta di modelli quantitativi e con l'utilizzo di informazioni qualitative sulla competitività delle imprese e sul rischio settoriale.

Il pricing verrà quindi meglio allineato alle specifiche classi di rischio, con una riduzione dell'attuale forte varianza rispetto alla media e rendendo esplicite e trasparenti le ragioni di eventuali differenze nei tassi a parità di classe di probabilità di default rispetto alla media di riferimento.

Un'accresciuta consapevolezza dei rischi collegati alla minore dimensione di impresa potrebbe far maturare nella classe imprenditoriale decisioni in merito alla opportunità di crescita dimensionale, al grado di internazionalizzazione richiesto dal contesto di globalizzazione nonché agli assetti proprietari coerenti con gli obiettivi strategici perseguiti.

Il migliore allineamento del costo del denaro al rischio, in un contesto di più forti dinamiche competitive, può infatti sollecitare un processo di riallocazione della proprietà e del controllo e favorire nuovi processi di investimento in innovazione di prodotto e in razionalizzazione produttiva, finanziati da mezzi propri e da forme diverse di indebitamento.

Un processo di ristrutturazione favorito dal passaggio di proprietà e controllo, dal riassetto azionario e da nuove forme di alleanze fra imprese, può essere accompagnato dal sistema bancario con servizi di Acquisition Finance e di Financial Advisory rivolti alle imprese e agli imprenditori managers che puntano sulla crescita.

Un rapporto fra banche e imprese a maggiore contenuto relazionale, destinato a tutelare l'intero ciclo di vita dell'impresa e in cui intensità e fedeltà nel processo di finanziamento costituiscono le risposte agli eventuali problemi di rigidità dell'offerta creditizia e di percepito razionamento del credito può favorire questo processo di riassetto azionario, patrimoniale e finanziario delle imprese.

Conclusioni

I costi della regolazione bancaria possono essere rilevanti. L'evoluzione della normativa bancaria italiana, che ora altro non è se non una forma più intensa del diritto comune, ha prodotto però notevoli vantaggi economici. Essa dimostra come l'analisi economica del diritto sia un esercizio necessario e utile al fine di produrre regole meno costose e più efficienti.

Al centro dell'evoluzione regolamentare del settore bancario vi è stata l'introduzione di coefficienti patrimoniali, che ha focalizzato l'attenzione del management sul ruolo e le esigenze di remunerazione del capitale di rischio. La proposta di un nuovo Accordo di Basilea, volto a superare alcuni limiti dell'Accordo del 1988, sta già inducendo le banche ad affinare gli strumenti di misurazione del rischio e potrà contribuire a migliorare ulteriormente l'efficienza delle banche e del sistema produttivo italiano, favorendo la crescita e una maggiore patrimonializzazione delle piccole e medie imprese.

Principi di efficienza nella regolamentazione dei servizi finanziari

F. Galli¹

Il Prof. Messori ha chiuso esprimendo un dubbio circa la struttura di prezzo dell'asset management ed in particolare se i gestori italiani facciano gestione attiva o meno. La prima cosa che mi viene in mente è un lavoro che Assogestioni ha commissionato lo scorso anno a McKinsey che ha dato un risultato banale, ovvero che, in media, i prezzi sono in linea con quelli dei gestori esteri al di là di alcune differenze sui fondi obbligazionari ed azionari. Un risultato molto più interessante del lavoro McKinsey che non è stato percepito e non è stato passato all'informazione pubblica è il fatto che i prodotti di gestione collettiva italiani non segmentano la clientela. Ossia, se abbiamo un cliente che investe poco denaro ed un cliente che investe molto denaro il prezzo medio dei fondi italiani è, relativamente agli altri Paesi, molto basso per i clienti ricchi. Ciò significa che i gestori italiani non sanno sfruttare, segmentando il mercato, la capacità di caricare un prezzo più elevato sui clienti ricchi, cosa che fanno molto bene i gestori inglesi.

Questa incapacità del sistema dei fondi di caricare un prezzo elevato per la clientela di segmento alto (ovvero, la clientela di *private banking*) non ha forse semplicemente un'origine in un'altra caratteristica del sistema bancario italiano che ancora una volta il Prof. Messori metteva in luce, ossia la scarsa capacità di segmentare la clientela e di sviluppare un sistema bancario simile a quello anglosassone, ma deriva anche da un'impostazione normativa-regolamentare che in passato, per esempio, ha vietato due cose. Primo, la possibilità per il collocatore di praticare sconti sul prezzo di entrata nei fondi, possibilità che è stata riconosciuta solo recentemente. Secondo, la possibilità di creare quote di fondi differenziate in termini di commissioni di gestione. Si tratta di un'altra caratteristica di prodotto che è tipica di tutti i mercati avanzati (da quello lussemburghese a quello inglese) e che ancora una volta a noi è stata riconosciuta dalla Banca d'Italia soltanto due anni fa.

Ciò significa che, in realtà, un'impostazione di tipo regolamentare ha un'influenza diretta, per esempio in questo caso, sulla struttura dei prezzi e sulla capacità dell'industria di articolarsi secondo una struttura efficiente, moderna ed innovativa.

Questa impostazione restrittiva della Banca d'Italia sulla possibilità di creare quote differenziate per quanto riguarda il regime commissionale derivava non soltanto

¹ Assogestioni

dall'idea che i clienti sono tutti uguali e vanno trattati allo stesso modo, ma anche dall'impostazione fondamentale che caratterizza la regolamentazione della Banca d'Italia che è di tipo prudenziale e mira a prevenire il rischio sistemico. L'idea era che poiché la creazione di quote che hanno un regime commissionale diverso richiede soluzioni organizzative informatiche molto avanzate e complesse, si preferiva impedire uno sviluppo dell'industria in questo senso, perché avrebbe posto dei problemi di supervisione dell'attività del gestore che forse in questo caso l'Autorità di vigilanza preferiva in questo caso evitare.

Essenzialmente la differenziazione nell'approccio di regolamentazione tra un modello di tipo bancario che punta la propria attenzione ai rischi sistemici ed ai profili di prudenza e stabilità, ed un modello di tipo anglosassone, innovativo, che invece si avvicina al mondo dell'asset management sotto il profilo della trasparenza e della correttezza dei comportamenti, ha profonde ripercussioni sulla struttura dell'industria.

Il nostro modello risente essenzialmente di una preminenza, di una maggiore tradizione del modello di regolamentazione bancaria. Il modello di regolamentazione bancaria, fa premio sulla stabilità del sistema e, da un punto di vista economico (c'è un interessantissimo *paper* di Goodheart), porta conseguenze in termini di creazione limiti quantitativi al mercato in quanto la tipologia dei prodotti e l'articolazione dell'industria vengono in qualche modo bloccate, semplificate. Un esempio molto chiaro di questo effetto si rinviene riprendendo l'osservazione del Dott. Lamanda quando diceva che tutti i modelli di regolamentazione bancaria, almeno i maggiori, erano basati sul (**termine inglese**) che prevedeva la segmentazione dei servizi bancari. Si supponeva che questa segmentazione, dopo la grande crisi del 1929 negli Stati Uniti, potesse consentire una prevenzione efficace delle crisi sistemiche. In realtà sappiamo oggi, come detto dal Dott. Lamanda, che la segmentazione dei servizi bancari era un'illusione, non era un elemento che consentiva di prevenire le crisi sistemiche.

Ciò significa che un'impostazione che mira alla stabilità del sistema crea generalmente delle segmentazioni del mercato, al suo autonomo sviluppo, che si traducono in limiti di tipo quantitativo ed organizzativo.

Il secondo effetto di un approccio di regolamentazione basato sull'enfasi dei profili di stabilità è essenzialmente un allineamento degli incentivi dell'Autorità di regolamentazione con quelli dell'industria che viene regolamentata. Tipicamente, se l'obiettivo primario dell'Autorità di vigilanza è quello di garantire la stabilità del soggetto regolato, è anche interesse dell'Autorità stessa la tutela della redditività del

vigilato. Quindi, prima che tutelare il consumatore o l'investitore, l'Autorità di vigilanza tutela in qualche modo l'industria che sta regolamentando.

Anche questo è un effetto che forse noi tutti conosciamo, almeno implicitamente in quanto imbarazzante, rispetto alla nostra sensibilità più moderna che vede l'interesse dell'investitore come preminente rispetto a quello dell'industria.

Nel sistema italiano c'è un eccesso nell'approccio verso la prudenza e la stabilità rispetto all'approccio verso la correttezza e la trasparenza che è molto più recente e viene enfatizzato sicuramente dal Testo Unico ma che ancora è "perdente".

Altro esempio: pensate all'approvazione di un regolamento di un fondo comune di investimento. L'autorizzazione del regolamento passa attraverso l'analisi della Banca d'Italia; la Banca d'Italia, dando preminenza ai profili di stabilità, entra nel mercato delle politiche di investimento, soprattutto cercando di assicurare che ciò che il gestore dichiara di fare non porterà, ad esempio, a fenomeni di insolvenza o di dissesto finanziario.

In realtà l'approccio che dovrebbe aver un'Autorità di tipo anglosassone, o forse CONSOB, cioè che dà preminenza ai profili di correttezza e trasparenza non sarebbe quella di assicurare che il prodotto finanziario eviti l'insolvenza, ma cercherebbe di assicurare semplicemente che ci sia piena chiarezza e trasparenza sulla politica d'investimento, qualunque essa sia.

I due approcci evidentemente sono molto diversi; se si portasse un regolamento per l'approvazione presso la ACC (l'Autorità americana) o presso la Banca d'Italia le osservazioni sarebbero diverse.

La prima cercherà di assicurarsi che nella definizione del regolamento non ci siano meccanismi di investimento che potenzialmente creano insolvenza del fondo. La seconda cercherà di assicurarsi che i meccanismi di investimento che vengono dichiarati dal gestore non generino conflitti d'interesse e quindi pregiudizio al sottoscrittore.

Tale diversità nell'approccio fa sì che mentre il regolamentatore che agisce sulla base del principio di stabilità pone dei limiti di tipo quantitativo, generalmente l'effetto, dal punto di vista economico, del regolamentatore che agisce sulla base del principio di correttezza e trasparenza pone dei limiti di prezzo. Significa che il regolamentatore di tipo anglosassone è, a tutti gli effetti, l'uomo delle tasse in quanto tassa il sistema industriale. Ponendo enfasi sui principi di correttezza e trasparenza obbliga l'intermediario finanziario ad adeguare la propria struttura organizzativa ed operativa a certi principi, gli impone dei costi che sono a tutti gli effetti una tassazione. Non gli

vieta di articolarsi secondo certi principi e di offrire certi prodotti, ma gli impone di organizzarsi ed agire subendo dei costi di tipo organizzativo. L'effetto non sarà quello di limitare l'espansione e l'articolazione dell'industria, ma sarà quello di far incidere sull'industria un costo, una tassazione che potrebbe essere troppo elevata. Ciò spesso accade perché nella funzione di utilità dell'Autorità di vigilanza che agisce in base ai principi di correttezza e trasparenza c'è soltanto l'interesse a massimizzare l'utilità percepita dal consumatore finale (l'investitore).

Quindi c'è un implicito incentivo ad eccedere nella regolamentazione e a tassare eccessivamente il sistema, l'industria che viene regolamentata. Si hanno due tipi di problema: si diceva in precedenza che la regolamentazione è comunque un costo. In un caso si pongono dei vincoli di quantità e di tipo di attività; nell'altro si pone una forma di tassazione implicita all'attività e se di costo si tratta allora va in qualche modo bilanciato. Il costo in termini di *welfare*, di benessere complessivo, nel primo caso è chiaro: nei Paesi dove c'è una forte impostazione di tipo di stabilità e di prudenza non vengono offerti prodotti e servizi a quel grado di concorrenzialità e con quell'articolazione che è tipica invece di altri sistemi, come quello anglosassone. Nei sistemi anglosassoni l'industria si lamenta di essere tassata troppo, ossia di avere un grado di regolamentazione troppo elevato. È stata menzionata prima dal Dott. Lamanda l'ipotesi quasi teorica di arrivare all'abolizione delle forme di regolamentazione, cioè, essenzialmente, di eliminare le tasse perché sono un peso anche se esiste il vantaggio della correttezza e della trasparenza nei comportamenti, controbilanciando l'incentivo dell'Autorità di regolamentazione di eccedere nella regolamentazione. Questo esperimento è stato introdotto in Inghilterra quando si era giunti ad una architettura quasi di autoregolamentazione, cioè, la norma e la supervisione erano in capo all'industria stessa piuttosto che ad un'Autorità nominata dai poteri politici.

Questo esperimento è stato cancellato dalla decisione di accorpare le varie Autorità di autoregolamentazione per tornare ad una FSA centralizzata di nomina pubblica. Questa FSA ha scritto nel proprio statuto dei principi che le nostre Autorità di vigilanza sono molto lontane dal farli propri.

Ad esempio, uno dei principi che è stato richiamato nello statuto della FSA è quello che quando quest'ultima emette regolamentazione dei fondi deve far attenzione in primo luogo ai profili di concorrenzialità con gli altri sistemi finanziari.

Però è interessante, facendo riferimento ad un documento del Tesoro britannico, il fatto che l'esperimento di autoregolamentazione che ha caratterizzato la seconda parte

degli anni '80 e gli anni '90 in Inghilterra sembra aver fallito solo sotto un aspetto. Ovvero, la regolamentazione è fatta essenzialmente di due grossi mattoni: uno è il processo legislativo, dove si definisce la norma, e il secondo attiene all'applicazione della norma, la vigilanza sostanzialmente. Ovviamente questo documento sembra mettere in luce che il punto in cui l'autoregolamentazione ha veramente fallito non è il primo momento in cui la norma è stata creata e scritta. Anzi, la scrittura della norma in forma di autoregolamentazione sembra aver introdotto elementi di disciplina forte perché è riconosciuto che nella costruzione di una disciplina tecnica (come quella dell'*asset management*) le conoscenze sono in primo luogo patrimonio dell'offerente stesso, dell'industria. E poiché il processo legislativo di creazione della norma è comunque un processo pubblico, cioè, la norma deve essere spiegata ed in qualche modo sostenuta razionalmente nel momento in cui c'è questa forma di autodisciplina la disciplina dell'occhio pubblico, è sufficiente a garantire la creazione di norme buone.

Il sistema di autoregolamentazione è allora crollato nel momento della vigilanza e della sanzione, mostrando debolezza in questi due aspetti.

C'è attualmente polemica in merito nel mercato assicurativo inglese ove esistono grosse difficoltà perché sono state applicate delle norme patrimoniali sostanzialmente deboli.

Quindi il progetto di autoregolamentazione ha avuto un fallimento soprattutto sul lato della supervisione e vigilanza e non su quello di creazione della norma.

Questo in qualche modo dovrebbe essere di stimolo; se si pensa nel sistema italiano innanzitutto di far evolvere il principio di regolamentazione verso un sistema più anglosassone che mette come punto preminente il concetto di trasparenza e correttezza dei comportamenti prima di quello di stabilità, occorre sottolineare che questo stimolo non viene esclusivamente dalla natura dei mercati ma anche dalla natura dell'attività assicurativa e bancaria che non è più così distante dalla natura dell'attività di *asset management* e dell'attività di *brokeraggio* di strumenti finanziari, ma deriva anche dal fatto che oggi all'interno dell'Unione europea esiste un vero fenomeno di arbitraggio regolamentare, soprattutto per i prodotti di gestione collettiva. Esistendo questo fenomeno è chiaro che le nostre scelte avvengono in un regime di concorrenza del regolamentatore, cioè, il regolamentatore nazionale ha in qualche modo perso la sua forza di monopolista. Se questo è vero si dovrà tener conto dell'approccio diverso del mondo anglosassone (che è quello più forte e coerente rispetto all'evoluzione attuale dei servizi finanziari di gestione del risparmio e di tipo bancario e assicurativo) vale la pena

fare una riflessione su come si può limitare il ruolo della regolamentazione e responsabilizzare l'industria in questo aspetto.

Occorre allora in primo luogo riprendere l'analisi del fallimento dell'autoregolamentazione inglese, laddove in realtà non è stato un fallimento nell'ambito della produzione della norma ma nella supervisione e sanzione rispetto alla norma. In secondo luogo ci sono principi di trasparenza che sono più facilmente privatizzabili, ossia, è più facile definire standard nell'ambito dell'industria stessa che danno piena soddisfazione alle esigenze dell'investitore di avere informazioni chiare e comprensibili.

Nell'ambito invece dei principi di correttezza molto più difficilmente può parlarsi di autoregolamentazione in quanto esistono implicazioni dal punto di vista teorico del funzionamento delle relazioni tra agenti economici molto profonde e se non c'è una parte terza che protegge la parte debole è quasi impossibile pensare che, da un punto di vista di equilibrio dei rapporti contrattuali, si possa giungere ad una forma di benessere collettivo ottimale.

Asimmetrie e inefficienze del mercato italiano dei prodotti finanziari: il caso degli “ibridi” bancari ed assicurativi *

Mario STELLA RICHTER *jr*¹

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Gli artt. 1, lett. *t*) e 100, lett. *f*) del d. lgs. n. 58 del 1998. – 3. L’art. 100, lett. *f*) nei lavori preparatori del T.U. della finanza e nelle opinioni dei commentatori. – 4. La *ratio* dell’art. 100, lett. *f*): l’obbligo di restituire un importo pari o parametrato a quello ricevuto. – 5. *Cessante razione* ... l’emersione dell’obbligo di gestire - 6. ... *et cessat lex ipsa*. – 7. Lezioni dall’estero. – 8. Conclusioni: *ubi eadem ratio, ibi et eadem legis dispositio*.

1. Un intervento sulle asimmetrie e inefficienze della disciplina italiana dei prodotti finanziari ben si presterebbe a fornire panoramiche molto suggestive sugli ampi orizzonti del mercato finanziario e penetranti analisi economiche del diritto dei prodotti che lo compongono: mi riferisco, come è chiaro, a quelli bancari, a quelli assicurativi e a quelli mobiliari o finanziari in senso stretto². In questa sede devo però limitarmi a studiarne un singolo aspetto, che mi sembra peraltro centrale e ricco di implicazioni applicative.

* Desidero ringraziare, per i commenti e le osservazioni ad una precedente versione di questo lavoro, Roberta D’Apice, Michele de Mari, Nuccio Di Noia e Fabio Galli, e, al contempo, esonerarli da qualsiasi responsabilità per i miei errori e le mie omissioni.

¹ Università di Macerata

² Per una penetrante utilizzazione della categoria della asimmetria informativa nella ricostruzione del sistema del diritto del mercato finanziario e dei suoi segmenti, cfr. C. ANGELICI, *Diritto commerciale I.*, Roma-Bari, 2002, p. 129 ss. E’ infatti noto e dimostrato dagli studi empirici che nel caso dei prodotti e servizi finanziari esiste una asimmetria informativa di fondo non solo sulle caratteristiche tecniche del prodotto (anche chi compra una automobile non conosce necessariamente i meccanismi di funzionamento delle varie parti del motore), ma anche sulle capacità di soddisfare gli interessi del risparmiatore (mentre chi compra l’autovettura è in grado di apprezzare il prodotto in termini di prestazioni e di rapporto qualità prezzo): ce lo ricorda, da ultimo, M. ONADO, *Regolamentazione e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, dattiloscritto in corso di pubblicazione (letto per cortese concessione dell’Autore), par. 2.

2. Intendo concentrare la mia analisi sul senso e sul significato della lettera *f*) dell'art. 100 d. lgs. n. 58 del 1998 (T.U. della finanza), ove, tra i casi di inapplicabilità della disciplina della sollecitazione all'investimento (obbligo di presentazione del prospetto, obbligo di revisione dei bilanci dell'emittente, obblighi informativi) si annoverano “*le sollecitazioni all'investimento: ... f) aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione*”.

Si tratta di una esenzione ulteriore rispetto a quella già posta in sede di norma definitoria della categoria (o per meglio dire delimitativa della fattispecie) della “*sollecitazione all'investimento*”, secondo cui costituisce “*sollecitazione all'investimento*”, appunto, “*ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari*”, ma “*non costituisce sollecitazione all'investimento la raccolta di depositi bancari o postali realizzata senza emissione di strumenti finanziari*” (art. 1, comma 1, lett. *t*), d. lgs. n. 58 del 1998).

La previsione della lettera *f*) del citato art. 100 estende poi, in virtù del disposto dell'art. 30, comma 9, d. lgs. n. 58 del 1998, il suo effetto di esenzione anche alla disciplina delle offerte fuori sede (artt. 30 ss.), ulteriormente accentuando le asimmetrie normative tra prodotti finanziari, da un lato, e prodotti bancari ed assicurativi, dall'altro.

3. Non intendo qui ricostruire la storia della previsione (o, se vuoi, della esenzione) normativa dell'art. 100, lett. *f*), cit. (una storia fatta essenzialmente di repentini ripensamenti³), né, almeno in prima battuta, dibattere la sua opportunità (in

³ Cfr. per tutti: M. DE MARI-L. SPADA, *Orientamenti in temi di intermediari e prodotti finanziari* (parte II), in *Foro it.*, 2002, I, c. 568 ss., a c. 589, dove si ricorda che il testo preliminare del TUF, come approvato dal Consiglio dei ministri del 19 dicembre 1997, prevedeva che i prodotti bancari e assicurativi “*aventi natura prevalentemente finanziaria*” erano soggetti, secondo l'art. 115 di quell'articolato, alla disciplina sulla sollecitazione all'investimento e sulla offerta fuori sede; F. ANNUNZIATA, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, *sub* art. 100, p. 160, dove si ricorda come la disposizione sia stata inserita in sede di redazione finale del provvedimento: il progetto infatti stabiliva la sottoposizione alla disciplina della sollecitazione anche per i prodotti bancari e assicurativi, con la sola eccezione dei prodotti bancari che non si sostanziassero nella emissione di strumenti finanziari, per i quali era tuttavia prevista una disciplina, ancorché meno stringente; C. COMPORTELLI, *La sollecitazione all'investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi-M. Sandulli-V. Santoro, Torino, 1999, p. 531 ss., a p. 564; M. ONADO, *Regolamentazione e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, cit., spec. par. 3; nonché i cenni di G. CANNIZZARO, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C.

effetti negata dalla dottrina sulla base di pertinenti e convincenti argomentazioni⁴).
Intendo viceversa cercare di capire quale sia la sua interpretazione sistematicamente e

Rabitti Bedogni, Milano, 1998, sub artt. 94-100, p. 571, e di M. RISPOLI FARINA, *Note introduttive: il nuovo assetto degli intermediari finanziari e la riforma del governo societario nel testo unico della finanza*, in *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, a cura della stessa, Napoli, 1998, p. XIII ss., a p. XXV.

Particolarmente interessante risulta pure la lettura del Quaderno di finanza della Consob n. 28 (giugno 1998) su “*Lavori preparatori per il Testo unico della Finanza – Servizi e strumenti di impiego del risparmio*”, spec. pp. 59 (dove, a proposito delle polizze assicurative si sottolineava “l’esigenza di uniformare la disciplina legislativa ad una situazione di fatto che già vede tali prodotti assicurativi presentarsi sul mercato come veri e propri strumenti finanziari”) e 63 (dove, a proposito delle obbligazioni bancarie, si diceva necessario per la tutela dei risparmiatori “assoggettare le emissioni obbligazionarie alla disciplina della sollecitazione, sebbene con prospetto e procedure semplificate” e “applicare alle banche le regole di comportamento proprie dell’intermediazione mobiliare in relazione al collocamento di obbligazioni da essa stessa emesse”).

⁴ Cfr.: R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000 (II ed.), p. 62 s., che scrive: “Meno pacifico è l’esonero previsto per i prodotti bancari ed assicurativi” dal momento che “in tutte queste ipotesi ... l’esonero dall’obbligo del prospetto non consente al risparmiatore un giudizio comparativo dei prodotti esonerati esistenti sul mercato. La volontà, apprezzabile, di evitare una moltiplicazione dei costi della regolamentazione ha sollecitato il legislatore a ritenere superflua la trasparenza dei prodotti”; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000 (III ed.), p. 102 s., che scrive: “L’inapplicabilità della disciplina sollecitatoria ai prodotti bancari ed assicurativi va sottolineata in modo particolare, attesa la loro diffusione tra il pubblico dei risparmiatori (titoli obbligazionari, certificati di deposito, polizze indicizzate, e via dicendo). Non è chiara però la *ratio* (ovverosia, la giustificazione) della concessione legislativa di tale privilegio a banche ed assicurazioni, privilegio che appare in contrasto con le esigenze di trasparenza particolarmente avvertite, proprio a causa della diffusione dei loro prodotti, in entrambi i settori”; F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 160 s., che scrive: “La scelta ... non può ... essere condivisa in termini di *opportunità*. Da un lato, infatti, essa appare contraddittoria rispetto all’impostazione, che il T.U. segue, volta ad identificare l’oggetto della sollecitazione in modo amplissimo, e che si concretizza nel ricorso alla nuova nozione di prodotto finanziario; dall’altro, essa perpetra una considerevole distonia, là dove prodotti per i quali si appalesano esigenze di informativa e trasparenza assolutamente analoghe sono disciplinati in modo profondamente difforme”; E. PEDERZINI, in *Testo unico della finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, tomo II, Torino, 2002, p. 844, per cui la previsione della lettera f) è “non del tutto scevra da dubbi sistematici e problemi applicativi” e “pare giustificarsi più in funzione di riconoscimento di un privilegio, che sulla base di una ineccepibile motivazione logico-funzionale”; G. CANNIZZARO, *op. cit.*, p. 571, che scrive, a proposito della generale disciplina della sollecitazione al pubblico risparmio, “permane ... un solo profilo di criticità: l’esenzione dall’obbligo di prospetto per le offerte di obbligazioni bancarie e di polizze assicurative a contenuto finanziario. Si tratta di prodotti per i quali i controlli di trasparenza sono sostanzialmente assenti ovvero non sono omogenei rispetto a prodotti simili. ... I dubbi sulla soluzione adottata discendono dalle caratteristiche assunte da tali prodotti, che presentano talvolta dimensioni e profili di complessità e, talora, di rischiosità che avrebbero reso opportuna la predisposizione di adeguati strumenti informativi nel caso di una loro diffusione presso il pubblico. Per tali motivi sarebbe stata auspicabile una soluzione che, sensibile alle obiettive esigenze di trasparenza che si pongono, avesse affiancato alle previste forme di vigilanza prudenziale, cui sono sottoposti gli emittenti i prodotti in questione, un regime informativo, magari semplificato per la peculiare natura del soggetto emittente da definire in sede regolamentare”; C. COMPORI, *La sollecitazione all’investimento*, cit., p. 564 s., che scrive: “tanto l’argomento dell’assoggettamento astringenti forme di vigilanza delle banche e delle imprese di assicurazione, quanto quello della continuità dell’emissione dei loro prodotti sono validi di per sé, ma non del tutto pertinenti alla richiesta di completa esenzione dall’applicazione della relativa disciplina. Il problema va, infatti, considerato alla luce della disciplina in esame. ... l’assoggettamento a forme di vigilanza dovrebbe consentire di ridurre il rischio che l’emittente ... possa trovarsi in stato di insolvenza ..., ma ciò non fa venire meno l’esigenza di un’accurata diffusione

teleologicamente più coerente. Pertanto, mi limiterò essenzialmente ad una indagine del diritto positivo, salvo qualche divagazione finale anche *de iure condendo*.

4. In questo senso, mi sembra di poter dire che la *ratio* dell'art. 100, lett. f) in questione, e ancor prima quella del secondo periodo della ricordata lettera t) del primo comma dell'art. 1 del d. lgs. n. 58 del 1998, si fondano sulla ordinaria natura dei prodotti finanziari esonerati dalla disciplina della sollecitazione all'investimento (e, nel caso della raccolta bancaria e postale senza ricorso allo strumento finanziario, dalla stessa nozione di sollecitazione): e cioè, in buona sostanza, obbligazioni bancarie e polizze assicurative. Le une come le altre, infatti, rappresentano nella normalità dei casi prodotti emessi in funzione della *tipica attività di impresa*, rispettivamente *bancaria e assicurativa*, e, sempre nella norma, rappresentano per il sottoscrittore il diritto ad ottenere, con lo spirare del termine o l'avverarsi della condizione, una somma di danaro determinata o determinabile⁵.

dell'informazione sull'oggetto della sollecitazione e cioè sulla natura, sui rischi, sui diritti ed in genere sulle qualità dei prodotti offerti"; G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000, p. 144, per il quale "l'esistenza di pregnanti "fenomeni" di vigilanza sull'emittente ... non può comportare la totale elisione di tratti caratterizzanti della disciplina informativa"; M. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 280; ASSONIME, Circolare n. 10 del 9 febbraio 2001, p. 9, ove si legge che "delicate questioni sollevano quei prodotti assicurativi in cui sia presente anche una componente finanziaria (c.d. prodotti misti) e per i quali va valutata l'assimilazione agli strumenti finanziari e, conseguentemente, l'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento"; S. CASSESE, *Il regime giuridico dei prodotti finanziari emessi da banche e da assicurazioni*, pubblicato sull'internet all'indirizzo http://www.assogestioni.it/pdf/Intervento_Sabino_Cassese.pdf; M. ONADO, *Regolamentazione e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, cit., parr. 3 e 4, dove si parla di regola che non ha giustificazione di carattere economico e che crea distorsioni concorrenziali; e particolare segnalazione infine la decisa presa di posizione di R. RORDORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, V, c. 266 ss., spec. a 268, il quale, dopo una attenta analisi dell'incerto confine tra prodotti finanziari e assicurativi, conclude che "alcune non giustificate disparità di trattamento giuridico tra prodotti confluenti sul medesimo mercato resta ... un elemento di pericolo che il legislatore farebbe bene a sforzarsi di eliminare per garantire appieno quella tutela degli investitori intorno alla quale ruota ormai l'intera disciplina dei mercati finanziari". V. poi il commento giornalistico di R. SABBATINI, ne *Il Sole-24 Ore* del 21 febbraio 1998, per il quale «spariscono, come avevano chiesto assicuratori e banchieri, gli obblighi di prospetto informativo per polizze vita dal contenuto finanziario ed obbligazioni bancarie. Un mercato che, solo per queste ultime, vale 363mila miliardi (di lire) e che pertanto continuerà ad essere caratterizzato da un grado di trasparenza assai limitato a danno degli investitori».

Analoghe penetranti critiche sono state mosse da chi si è occupato della esclusione dei prodotti bancari ed assicurativi dalla applicazione della disciplina della offerta fuori sede: cfr. M. DE MARI-L. SPADA, *Orientamenti in temi di intermediari e prodotti finanziari* (parte II), cit., c. 589 ss.

⁵ Cfr., a proposito delle "obbligazioni bancarie", con la massima chiarezza B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 235.

Nella prospettiva della banca o della impresa di assicurazione, l'obbligo correlativo consiste nel pagamento di una somma di danaro: nel caso delle obbligazioni bancarie, un obbligo di restituzione di quanto ricevuto in prestito dal sottoscrittore della obbligazione (maggiorato dell'interesse comunque calcolato); nel caso delle polizze di assicurazione (sulla vita, perché è evidentemente questo il tipo di contratto che rileva), un obbligo di pagamento della somma determinata dal contratto come capitale o rendita. Nell'uno come nell'altro caso l'*obbligo* è dunque quello *di restituire un importo pari o parametrato a quello ricevuto*.

Appena il caso di ricordare, poi, che, per quanto attiene ai prodotti "*bancari*", tale conclusione trova conferma nella espressa definizione di raccolta del risparmio, nozione strumentale - come è noto - proprio alla costruzione della fattispecie della *attività bancaria*, fornita dall'art. 11 del T.U. delle leggi in materia bancaria e creditizia (d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385), secondo cui è raccolta del risparmio qualsiasi acquisizione di fondi "*con obbligo di rimborso*"; consistendo quindi nell'obbligo di rimborso l'unico carattere veramente connotante il lato passivo della attività bancaria⁶.

Nell'uno come nell'altro caso, quindi, l'interesse del pubblico dei sottoscrittori è primariamente quello della solvibilità-stabilità del soggetto debitore: banca o assicurazione che sia; ed in esso ogni altro interesse risulta sostanzialmente assorbito.

Trattandosi di uno scambio di una somma di danaro attuale contro una somma di danaro futuro già commisurata o comunque facilmente commisurabile col ricorso a indici determinati, è essenziale, anche alla luce dell'art. 47 Cost., che l'ordinamento provveda ad instaurare efficaci presidi a tutela di detta solvibilità e stabilità, mentre non si pone che in secondo piano un problema di controllo della informazione fornita da chi riceve tali somme di danaro e della loro correttezza nell'attività di gestione dello stesso.

A ben vedere, anzi, con riguardo a questo secondo aspetto né l'assicurato né il depositante (sottoscrittore di obbligazioni bancarie) hanno un vero e proprio diritto meritevole di tutela: le somme raccolte dalla banca (anche) con l'emissione di obbligazioni bancarie o dall'impresa di assicurazione attraverso i premi sfuggono vuoi ad ogni tipo di rendicontazione puntuale nei confronti del singolo obbligazionista o soggetto assicurato vuoi ad ogni tipo di preventiva determinazione dei criteri di gestione collettiva; tali somme vengono infatti a confluire nel novero generale della raccolta e quindi utilizzate nella attività di impresa tipica. Anche sotto questo riguardo, in

⁶ E ciò non solo nel nostro ordinamento, dal momento che è la stessa Direttiva comunitaria n. 780 del 1977 a precisare che le operazioni passive delle banche debbono necessariamente consistere nella raccolta di "fondi rimborsabili".

definitiva, si ritrova conferma che l'interesse dei singoli (restituzione o pagamento di una somma di danaro) trova perfetta corrispondenza con quello tutelato dagli ordinamenti sezionali (stabilità dei settori creditizio ed assicurativo).

In questo senso la previsione dell'art. 100, lett. *f*), cit., e cioè l'esenzione dalla applicazione dei presidi a tutela della sollecitazione all'investimento, riesce a giustificarsi solo in quanto l'emissione di quei prodotti bancari e assicurativi costituisca concreta esplicitazione della attività di impresa tipica.

5. Le cose, tuttavia, sono destinate a cambiare e a cambiare radicalmente quando, all'esito della emissione del prodotto (o addirittura strumento) finanziario il rapporto che sorge tra investitore e banca o assicurazione si atteggi *non* tanto e non solo in termini *restitutori*, ma piuttosto in termini *gestori*.

E' il caso di quei prodotti finanziari (obbligazioni bancarie strutturate, altri tipi di prodotti finanziari bancari, polizze assicurative *unit* o *index linked*, etc.⁷) in cui l'obbligazione della banca o dell'assicurazione di restituire un importo pari o parametrato a quello ricevuto "scolora" e sostanzialmente "scompare", divenendo accessoria e in concreto solo eventuale, in quanto sostituita dalla diversa obbligazione di eseguire un mandato (più o meno generico) di gestione del danaro investito⁸. Sono

⁷ Analogamente è a dirsi per i contratti di adesione a fondi pensione aperti offerti da imprese di assicurazione. Il punto è specificamente studiato in un parere per la verità di Renzo Costi (inedito e la cui conoscenza è dovuta alla cortesia dell'Autore) su Sollecitazione all'investimento e offerta fuori sede di *Fondi pensione aperti*. In tali studio si dimostra che la sollecitazione all'investimento effettuata da imprese di assicurazione e avente ad oggetto contratti di adesione a fondi pensione aperti, sia a contribuzione definita sia a prestazione definita, non rientra nelle ipotesi di esenzione (artt. 100, comma 1, lett. *f*), e 30, comma 9, TUF) dalla applicazione delle discipline della sollecitazione e l'offerta fuori sede di prodotti finanziari. Tali discipline si applicano, ancorché a sollecitare il pubblico dei risparmiatori sia un'impresa assicurativa, perché "i contratti in questione non presentano né i caratteri funzionali né quelli strutturali dei contratti di assicurazione. Non tendono a neutralizzare le conseguenze dannose di un rischio preesistente e comune agli assicurati attraverso la loro ripartizione fra una moltitudine di soggetti, ma tendono a procurare al risparmiatore un "ritorno" sulle somme investite. E anche sul piano strutturale mancano le caratteristiche del prodotto assicurativo: qui non si è in presenza di un pagamento di un premio, della previsione di un rischio preesistente e di una prestazione di garanzia da parte dell'impresa di assicurazione. Più semplicemente si è in presenza di un "apporto" di una somma di danaro ad una gestione in monte al quale consegue il diritto del risparmiatore ad acquisire pro-parte il risultato di quella gestione. D'altro canto le regole di gestione di fondi pensione aperti, non sono quelle assicurative ma quelle della gestione del risparmio: il che è vero anche quando il gestore si assuma il rischio della restituzione del capitale o di un rendimento minimo garantito".

⁸ Scrive M. ONADO, *Regolamentazione e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, cit., par. 3: "La tendenza alla sofisticazione dei prodotti finanziari ... ha portato all'introduzione di strumenti finanziari sempre più sofisticati, quasi sempre ibridi fra strumenti elementari. Casi ben noti sono le obbligazioni strutturate, le polizze unit-linked, altri prodotti recentemente proposti che promettono rendimenti ancorati a determinati indici finanziari, ma comunque dipendenti da scelte dell'intermediario totalmente autonome e

queste le ipotesi che più mi interessano e che possono anche essere definite in termini di “ibridi” bancari e assicurativi.

Nella costruzione di tali prodotti l’obbligazione restitutoria diviene infatti, come si diceva, solo eventuale e comunque ancillare a quella principale della gestione (diretta o, nella più parte dei casi, indiretta) dell’investimento⁹; il contratto di mutuo o assicurazione si trasforma nella realtà in un mandato: il depositante o l’assicurato, ma potremmo parlare più correttamente dell’investitore, avrà diritto, in occasione del disinvestimento (possibile allo scadere di predeterminati termini o all’avverarsi di precise condizioni), al risultato della gestione della somma da lui consegnata alla banca (o all’assicuratore), risultato che allora potrà essere il più vario legato come è alle mille e mille possibili varianti e combinazioni vuoi della natura vuoi dell’esito dell’investimento stesso.

Qui la destinazione della somma ricevuta non è funzionale al perseguimento della attività d’impresa tipica¹⁰. Nel caso dell’attività bancaria, la raccolta di somme non è

successive al momento della decisione di investimento da parte del risparmiatore. La maggior parte di questi prodotti rappresentano quindi forme di gestione per conto del cliente, del tutto simili a quelle della gestione collettiva e individuale disciplinate dal testo Unico della Finanza”; e conclude “esse sono però assistite da una regolamentazione generale e in particolare di trasparenza assai meno efficace, quando non del tutto inesistente”.

Sulla realtà economica delle obbligazioni strutturate cfr. M. LONGO-G. SICILIANO, *La quotazione e l’offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, in *Quaderni di finanza* della Consob, n. 35, 1999, e G. D’AGOSTINO-M. MINENNA, *Il mercato primario delle obbligazioni strutturate*, in *Quaderni di finanza* della Consob, n. 39, 2000.

⁹ A mero titolo esemplificativo si legga quanto esposto nella “brochure analitica” di uno dei più diffusi prodotti finanziari creati da banche, cioè di una obbligazione strutturata. Essa non è per vero mai definita come tale; nel materiale illustrativo e promozionale si parla infatti ora di “certificato indicizzato” (all’andamento delle quotazioni di un portafoglio di azioni), ora di “titolo quotato collegato a un portafoglio di 10 azioni”. Le azioni cui è parametrato il valore del certificato o titolo che dire si voglia sono scelte dalla banca “emittente” e risedezionate ogni sei mesi “così da evidenziare sempre e solo quelle più coerenti con lo scenario di mercato e lo stile di investimento scelto”. Questo stile di investimento può poi essere di due tipi: il primo (“Value”) consiste nell’individuare “le 10 azioni con le prospettive più brillanti secondo i parametri dell’analisi fondamentale”; il secondo (“Momentum”) sceglie, invece, “le 10 azioni più promettenti sulla base di un criterio di analisi quantitativa”. Ricapitolando quanto (mi) è dato capire: la banca, oltre ad organizzare e gestire un mercato secondario ed elettronico di questi prodotti, si impegna a restituire la somma di danaro che residuerà dalla gestione della stessa “parametrata” all’andamento del valore di mercato di dieci azioni, suscettibili di essere modificate a discrezione del gestore ogni semestre. Non v’è quindi alcun obbligo per la banca di restituire l’importo ricevuto o altro importo minimo, ma solo l’obbligo di parametrare il rendimento della gestione a titoli scelti di tempo in tempo secondo l’ampio mandato ricevuto (“Value” o “Momentum”) e, in ogni caso, ad ogni azione così scelta assegnare “un peso pari al 10% del controvalore del portafoglio”.

¹⁰ Per questa ragione, e cioè per l’estraneità alla tipica funzione assicurativa, tenderei ad ampliare le considerazioni e le soluzioni proposte nel testo anche a quelle polizze *unit* o *index linked* che garantiscano la restituzione del capitale o di un rendimento minimo. Nello stesso senso si esprime, a proposito dei contratti di adesione a fondi pensione a prestazione definita, R. Costi nel già citato parere: anche in quelle ipotesi, infatti, “si deve escludere che

funzionale per l'esercizio del credito tra il pubblico; nel caso dell'attività assicurativa manca - come ha definitivamente chiarito Renzo Costi in un già ricordato studio relativo a fattispecie non troppo dissimili - un rischio preesistente funzione indennitaria e di ripartizione del rischio tra la pluralità di assicurati dell'assicurazione. In realtà, nell'uno come nell'altro caso le provviste raccolte rappresentano tecnicamente "i mezzi necessari per l'esecuzione dell'incarico" - di gestione, aggiungerei - di cui parla l'art. 1719 cod. civ., a proposito del mandato.

In tali ipotesi è evidente che il primo interesse dell'investitore (e quindi l'interesse pubblico che tale interesse voglia salvaguardare) non sia più quello della stabilità dei soggetti obbligati a restituire somme di danaro, ma quello, logicamente pregiudiziale ed economicamente assorbente, ad una corretta e trasparente esecuzione del mandato¹¹.

In termini forse un po' brutali ma direi corretti, la conclusione di quanto sin qui detto si traduce nel porsi il seguente interrogativo: che cosa importa che il mandatario, nel momento in cui diviene debitore, sia economicamente solido e finanziariamente stabile, se il mandante, nel momento in cui diviene creditore, non ha modo di controllare la consistenza o la stessa esistenza del suo credito?¹²

E' quindi da dubitarsi che anche alla stregua del diritto vigente possano considerarsi esentati dalla disciplina della sollecitazione all'investimento quei prodotti finanziari, ancorché di origine bancaria o assicurativa, che non garantiscano la restituzione di una somma di danaro (o di un ammontare di titoli o valori mobiliari) predeterminata¹³, ma che comportino una operazione di investimento.

ricorrono la funzione e la struttura dei contratti assicurativi, anche se nella gestione possono trovare applicazione alcuni momenti della tecnica assicurativa. L'apporto non è un premio, il rischio è un rischio finanziario non preesistente come quelli neutralizzati dai contratti assicurativi, la prestazione del gestore non è una "assicurazione" contro le conseguenze dannose dell'evento-rischio, ma semplicemente una garanzia del risultato di una gestione finanziaria".

¹¹ Uno spunto in questo senso si rintraccia anche nell'intervento del Direttore generale della Banca d'Italia all'assemblea annuale della Assogestioni del 21 marzo 2002; mi riferisco, in particolare, al passaggio in cui il dott. V. Desario sottolinea che "*il principio che la tutela del risparmio affidato in gestione non si connota allo stesso modo che per il deposito bancario*", dal momento che "*non sussiste l'obbligo di restituire comunque un importo pari a quello ricevuto*", mentre invece "*ciò che conta è la corretta esecuzione del mandato sul piano professionale e deontologico*".

¹² Scrive C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 132: "Investimento significa ... impiego del danaro per ottenere una posizione giuridica il cui valore in termini monetari dipende da vicende estranee all'attività di chi lo effettua: chi investe potrà pretendere la "restituzione" di danaro, ma il suo ammontare dipenderà da fattori (come gli esiti di un'attività economica da altri o con altri svolta) in tutto o in parte sottratti alla sua sfera di controllo"; e nella stessa opera cfr. poi, con specifico riguardo ai presupposti per l'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento, a p. 172.

¹³ In senso conforme cfr. il fecondo spunto di N. SALANITRO, *op. cit.*, nt, 11 di p. 103, il quale, criticando la posizione assunta dalla Consob, scrive significativamente: "Secondo la

Su di un piano più generale ne discende poi che bisogna distinguere due ordini di ipotesi nell'ambito delle attività finanziarie (in senso lato): da un lato quelle ipotesi in cui un pericolo per il risparmiatore si appunti solo nel momento della liquidazione, dall'altro quelle in cui a tale pericolo se ne anteponga un altro, quello di una gestione scorretta o non trasparente (e quindi non controllabile).

Sempre su di un piano generale si deve distinguere, nell'ambito di prodotti formalmente simili quanto ad identità di soggetto emittente, tra prodotti con cui l'emittente assume il rischio della restituzione o del pagamento di una somma di danaro su di sé (dove allora le esigenze di stabilità e solvibilità potranno dirsi assorbire sostanzialmente ogni interesse del risparmiatore) da prodotti in cui lo schema adottato comporti effettivamente che tale rischio di restituzione della somma investita rimanga in capo al risparmiatore stesso¹⁴, limitandosi l'obbligo di restituzione al risultato dell'attività gestoria (art. 1713 cod. civ.).

6. Che così stiano le cose sul piano generale lo dimostra d'altronde la stessa disciplina dei controlli sulle gestioni collettive e individuali recata dal medesimo T.U. della finanza (artt. 18 ss. e 33 ss. d. lgs. n. 58 del 1998).

Se dunque si rintraccia nel nostro sistema un principio generale che vuole l'intervento di un pubblico potere a tutela della correttezza e della "trasparenza" (che poi altro non è che correttezza della informazione) non solo delle sollecitazioni al pubblico risparmio, ma anche della gestione del risparmio, se ne deduce che per tutte quelle ipotesi di prodotti bancari (almeno se accompagnati dalla emissione di strumenti finanziari: cfr. la cit. lett. *t*) dell'art. 1 d. lgs. n. 58 del 1998) o assicurativi, in cui all'atto pratico la componente gestoria (cioè finanziaria in senso stretto) divenga predominante se non anche assorbente su quella restitutoria (con inevitabili corollari in termini di più accentuati caratteri di "complessità" e "rischiosità" del prodotto), l'esenzione di cui all'art. 100, lett. *f*) non potrà più operare, in virtù del noto principio interpretativo per

Consob la disciplina sollecitatoria non si applica neppure quando le obbligazioni, se non destinate alla quotazione in mercati regolamentati, non garantiscono alla scadenza (non solo la remunerazione del capitale, cioè la corresponsione degli interessi, ma) neppure il rimborso dello stesso capitale versato dall'obbligazionista (ciò può accadere, ad esempio, nelle c.d. *obbligazioni strutturate* ...): soluzione discutibile nella misura in cui l'esenzione legislativa della disciplina informativa sollecitatoria viene ricondotta alla sicurezza della solvibilità della banca, che però dovrebbe garantire in ogni caso, appunto perché si tratta di titoli di debito, almeno il rimborso del capitale".

¹⁴ Al lettore non sfuggirà quanto queste conclusioni siano debitorie al metodo indicato da F. D'ALESSANDRO, *Intermediazione finanziaria non bancaria*, in *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, a cura di R. Costi, Milano, 1990, p. 65 ss., spec. pp. 74

cui *cessante ratione et cessat lex ipsa*. Per poi aiutare l'interprete - nell'applicazione del canone ermeneutico dell'*argumentum a simili* - a stabilire quali altre disposizioni debbano disciplinare obbligazioni bancarie e polizze assicurative di contenuto eminentemente gestorio sarà di guida l'altro noto brocardo: *ubi eadem ratio, ibi et eadem legis dispositio*.

In questo senso, è mia opinione che già oggi – e quindi senza necessità di interventi di riforma legislativa – la Consob potrebbe provvedere a sottomettere alla disciplina della sollecitazione all'investimento (e anche a quella della offerta fuori sede) i prodotti bancari e assicurativi di natura strettamente finanziaria e cioè di contenuto eminentemente gestorio¹⁵.

Un tale approdo mi sembra anzi dovuto se si vuole dare dell'art. 100, lett. f), cit., una interpretazione rispettosa del principio di eguaglianza di cui all'art. 3 della Costituzione. Una diversa interpretazione sarebbe infatti da ritenersi costituzionalmente illegittima.

E d'altra parte su questa via mi sembra che già si sia posta la Consob quando:

- da un lato, pur sottraendo alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio quelle polizze assicurative ancorate al valore di un fondo interno, ha affermato che *“appare nondimeno evidente che il confine tra prodotti assicurativi direttamente o indirettamente indicizzati a strumenti finanziari, da un lato, e gli strumenti finanziari con analoghe caratteristiche di indicizzazione, dall'altro, risulta in concreto assai labile. Da parte del sottoscrittore potrebbe essere ravvisato infatti, tra tali prodotti, un rapporto di sostanziale fungibilità. Essi presentano ... analoghi elementi di rischio, onde è opportuno che anche la loro commercializzazione e gestione si svolga con un analogo grado di trasparenza”*¹⁶;

- e, dall'altro, *“ha reputato sussistere, in ogni caso, il potere sanzionatorio dell'Istituto, per le violazioni commesse dai promotori finanziari nell'attività di collocamento”* di polizze *unit* o *index linked*, e ciò malgrado la esenzione dalla disciplina delle offerte fuori sede per i prodotti (bancari e) assicurativi derivante dal ricordato combinato disposto degli artt. 30, comma 9, e 100, lett. f), del d. lgs. n. 58 del 1998¹⁷.

s. e 78 ed alla stessa impostazione del discorso di C. ANGELICI, *op. cit.*, spec. pp. 131 s. e 163.

¹⁵ Aderisce a tale soluzione M. ONADO, *Regolamentazione e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, cit.

¹⁶ Così la *Comunicazione* Consob n. 99061789 del 13 agosto 1999.

¹⁷ Cfr. *Relazione* Consob per l'anno 2000, p. 88.

7. D'altronde anche il dato comparatistico conforta nelle conclusioni raggiunte¹⁸. L'esperienza di gran lunga più istruttiva al proposito è quella statunitense. Anche colà esiste una previsione del *Securities Act* del 1933 – la Sect. 3(a)(8) – che esclude dall'obbligo di registrazione presso la SEC (e cioè in sostanza dalla disciplina della sollecitazione all'investimento) ogni “*insurance policy*” o “*annuity contract*” emesso da una compagnia di assicurazioni¹⁹.

Orbene, pur in presenza di una simile norma in tutto e per tutto simile nel tenore dell'esenzione al nostro art. 100, lett. f), la Corte Suprema non ha esitato, già nel 1959, ad affermare che le c. dd. *variable annuities* non potessero rientrare nella nozione di *annuity* di cui alla Sect. 3(a)(8) del *Securities Act* del 1933, dal momento che la rendita variabile (traduco così l'espressione *variable annuity*) “poneva tutti i rischi dell'investimento sull'assicurato (cioè sul creditore della rendita) e nessuno sulla compagnia di assicurazione” e che “il concetto di ‘assicurazione’ presuppone che qualche rischio dell'investimento sia assunto dall'assicuratore”²⁰.

La giurisprudenza nord-americana ha cioè affermato il fondamentale principio per cui, nella perimetrazione degli ambiti esenti dalla applicazione del *Securities Act* del 1933, ci si deve rifare ad un criterio interpretativo che colga la realtà economica della operazione e non la sua formale qualificazione²¹.

Su questi fondamentali approdi giurisprudenziali la SEC ha avuto in seguito agio di muoversi, affermando – molto condivisibilmente nella prospettiva qui accolta – che per rientrare nella nota esclusione un “*annuity*” o “*insurance contract*” deve:

a) essere emesso da una compagnia di assicurazione soggetta al controllo pubblico proprio di quell'ordinamento sezionale;

¹⁸ Per una prima sintetica panoramica dei casi di esenzione dalle regole relative alla sollecitazione all'investimento nei principali ordinamenti stranieri, v. C. COMPORI, *La sollecitazione all'investimento*, cit, p. 539 ss.

¹⁹ Sul punto cfr. approfonditamente L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-Toronto, 1983, p. 213 ss.; e poi v. anche R. JENNINGS-H. MARSH-J. COFFEE, *Securities Regulation*, New York, N.Y., 1998, p. 376 s., T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, Minn., 1996 (III ed.), p. 175 s., e C. Di NOIA-L. PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma del sistema italiano*, in *La riforma dei mercati mobiliari italiani*, a cura di G. Morelli, Roma, 1999, p. 111 ss., a p. 128, e in *Quaderni di finanza* della Consob, n. 30, 1988.

²⁰ Così testualmente SEC v. Variable Annuity Life Ins. Co., 359 U.S. 65 (1959). E la Corte Suprema è tornata sul punto con la pronuncia nel caso SEC v. United Benefit Life Insurance Co., 387 U.S. 202 (1967), affermando che un “*flexible fund annuity contract*” non rientra nell'esenzione di cui alla Sect. 3(a)(8) del *Securities Act* del 1933.

²¹ Cfr. T. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, cit., p. 176, e le pronunzie giurisprudenziali ivi citate a nt. 6.

b) prevedere una garanzia a carico dell'assicuratore sulla somma investita e sugli interessi, tale che si possa considerare che sia l'assicuratore ad assumere il rischio dell'investimento;

c) non sia emesso e collocato sul mercato qualificandolo come un "investimento". Negli Stati Uniti d'America - come in Italia - il primo punto fermo è dunque questo: che la formale qualificazione "bancaria" o "assicurativa" di un prodotto non lo esenta di per sé dalla piena sottomissione alle regole proprie dei prodotti finanziari se la sua natura è quella di un prodotto di risparmio gestito. Si tratta poi di stabilire con maggior precisione quanto rischio nell'investimento (o se si vuole quanto obbligo di restituire) deve assumersi l'emittente dello strumento per rientrare nella esenzione: su questo argomento - che se non mi inganno si ricollega anche al tema, pure di grande attualità, delle "gestioni garantite" - non posso però qui entrare.

8. E' infatti tempo di tentare alcune conclusioni, utili ad orientare non solo l'interprete ma anche un futuro eventuale legislatore.

Anzitutto segnalo un dato di diritto comunitario estremamente significativo. Una norma di diritto interno quale quella della nostra lett. f) dell'art. 100 TUF trova, almeno per quel che riguarda le obbligazioni bancarie, la sua giustificazione nell'art. 5, lett. a) della Direttiva 89/289/CEE del Consiglio del 17 aprile 1989, secondo cui: "Gli Stati membri possono prevedere una dispensa parziale o totale dall'obbligo di pubblicare il prospetto quando i valori mobiliari che sono oggetto della offerta pubblica sono ... obbligazioni o altri valori negoziabili assimilabili a obbligazioni, emesse in modo continuo o ripetuto da enti creditizi o altri enti finanziari assimilabili ad enti creditizi ... soggetti al controllo pubblico ai fini della tutela del risparmio". Orbene, tale previsione di rango comunitario è destinata a scomparire allorché venga approvata la Proposta di Direttiva comunitaria COM(2001) 280 del 30 maggio 2001, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari²².

Già a livello comunitario, dunque, la tendenza è quella a non consentire più esenzioni dalla disciplina generale della sollecitazione all'investimento, che inducano a costruire prodotti di natura essenzialmente gestoria con i panni dei prodotti tipicamente bancari (o assicurativi).

Tuttavia, al di là delle prospettive comunitarie, è agevole rilevare che l'attuale diritto del mercato finanziario italiano (come sostanzialmente emergente dalla giustapposizione

²² Pubblicata in *GUCE* n. C 240 E del 28 agosto 2001.

dei due T.U. delle leggi in materia bancaria e creditizia, 1993, e delle disposizioni in materia finanziaria, 1998, e delle recenti leggi in materia di attività assicurativa) prevede forme di controllo e vigilanza diverse a seconda della finalità perseguita e/o del soggetto controllato: alla Banca d'Italia il controllo della stabilità e solvibilità degli intermediari finanziari bancari e non bancari, all'ISVAP il controllo della stabilità delle assicurazioni; alla Consob il controllo della correttezza e della trasparenza dell'azione di emittenti e intermediari bancari e non bancari.

Ora, al di là di alcune rilevanti diseconomie dovute alla pluralità di autorità amministrative di controllo (oltre che regolazione) e a prescindere da ogni valutazione sulla maggiore razionalità di un sistema che a fronte di una realtà finanziaria sempre più integrata si doti di un'unica autorità di controllo²³, sembra opportuno, se non altro, ripensare tale ripartizione di competenze e funzioni in termini di maggiore coerenza, partendo allora proprio dalla sostanza giuridica dei fenomeni finanziari e distinguendoli quindi nelle due ipotesi di fondo: quella in cui l'intermediario si assume un obbligo di restituzione (divenendo quindi mutuatario) e quelle in cui "l'intermediario" si assuma un obbligo di gestione (divenendo nella sostanza mandatario).

Nel primo caso l'ordinamento garantisce (solo) stabilità e solvibilità, nel secondo (solo) correttezza e trasparenza^{24 25}.

²³ V., da ultimo, le considerazioni di G. FERRARINI, *La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione*, in *La gestione collettiva del risparmio. Valutazione critica del testo Unico della Finanza e comparazione con i principali ordinamenti europei*, studio realizzato dal CE.DI.F. per l'Assogestioni, Giugno, 2002, mimeo, e consultabile all'indirizzo http://www.assogestioni.it/pdf/Studio_CEDIF.pdf, e di M. ONADO, *Regolamentazione e parità concorrenziale nel settore del risparmio gestito*, cit., parr. 4 e 5.

²⁴ Cfr., sul punto specifico, le importanti osservazioni di C. DI NOIA-L. PIATTI, *Regolamentazione e mercato finanziario*, cit., per i quali in materia di gestioni collettive un vero e proprio problema di stabilità non dovrebbe per definizione sussistere "in quanto il passivo è uguale all'attivo, laddove invece il controllo di stabilità tende ad assicurare che le attività siano in grado di soddisfare i debiti (id est le passività) dell'intermediario ..."; osservazioni riprese e condivise da L. ENRIQUES-F. VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di A. Banfi e M.L. Di Battista, Bologna, 1998, p. 343 ss., a nt. 39 di p. 356, e da M. SEPE, *Il risparmio gestito*, cit., nt. 50 a p. 58.

Sul punto cfr. ora C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 132., secondo cui le operazioni che implicano un investimento presuppongono "specifiche esigenze di tutela, che non possono soltanto imperversare, come per l'attività bancaria, sul profilo della solvibilità dell'operatore, ma richiedono inoltre e soprattutto requisiti di *trasparenza e correttezza* (non a caso posti per primi tra le finalità di vigilanza: art. 5, testo unico finanziario)".

²⁵ Qualche problema di disciplina ulteriore potrebbero porre quelle forme di gestione del risparmio, effettuate su base individuale o in monte, che garantiscano rendimenti minimi: sempre che, naturalmente, la garanzia non sia prestata da un soggetto diverso dal gestore e soggetto a vigilanza di stabilità.

Ogni altra soluzione mi sembra destinata ad aumentare l'inefficienza del mercato finanziario nel suo complesso e, in particolare, le asimmetrie informative tra gestori ed investitori.

Instabilità dei mercati finanziari e sicurezza degli investitori

Enzo Rossi¹

Le frequenti crisi bancarie e valutarie verificatesi negli anni recenti rivelano con ampia evidenza come il tema della sicurezza degli investitori sia strettamente connesso a quello della stabilità dei mercati finanziari.

Questi argomenti coinvolgono le norme contrattuali che legano gli investitori con gli intermediari finanziari e i gestori dei fondi. Fenomeni di *insider trading* e azzardo morale costituiscono la regola piuttosto che l'eccezione in questo tipo di rapporto e sono una causa di comportamenti imitativi con conseguenti bolle speculative che rendono fragile il sistema dei crediti internazionali ed il mercato dei cambi. Le aspettative di intervento del FMI a sostegno dei paesi debitori causano azzardo morale e, una volta che la crisi si sia manifestata, rendono più difficile il coordinamento dei creditori e il processo di ristrutturazione del debito. In assenza di chiare regole di comportamento il valore di mercato del debito è destinato ad aumentare, con maggior danno per gli stessi creditori.

L'Architettura Finanziaria Internazionale delineata nel *summit* dei G7 del giugno 1999 indicava chiaramente i punti sui quali intervenire per assicurare maggiore stabilità ai mercati finanziari:

- 1) aumentare la trasparenza e adottare regole ottimali di comportamento sul mercato;
- 2) rafforzare la regolamentazione finanziaria nei paesi industrializzati;
- 3) rafforzare le politiche macroeconomiche nei paesi emergenti;
- 4) accrescere la prevenzione e la gestione delle crisi, coinvolgendo il settore privato;
- 5) promuovere politiche sociali, per proteggere le parti più deboli della società.

Queste indicazioni appaiono adeguate e chiare. Tuttavia non è facile tradurle in norme di comportamento per gli attori operanti sui mercati finanziari. I meccanismi economici che possono armonizzare i diversi interessi per favorire l'efficienza dei mercati devono ancora essere studiati in modo sistematico. Le regole e le norme che devono disciplinare questi interessi devono essere esaminate in rapporto alla legislazione dei singoli stati e dei principi del diritto internazionale.

Nell'esposizione che segue cercherò di esplicitare alcuni meccanismi che rendono instabili i mercati finanziari, evidenziando l'importanza di quelle norme contrattuali che possono prevenire le conseguenze dell'informazione asimmetrica fra risparmiatori e

¹ Università di Roma Tor Vergata

intermediari finanziari e della regolamentazione del processo di ristrutturazione del debito.

Saranno ovviamente coinvolti i punti 1), 2) e 4) dell'Architettura Finanziaria Internazionale. Eviteremo quindi di riportare fatti e commenti che riguardano i punti 3) e 5).

Una riflessione preliminare, al fine di focalizzare i problemi rilevanti, deve riferirsi alle crisi recenti. In particolare la crisi dell'Argentina, appare idonea a fornire "lezioni" allo studioso, perché ripropone, ultima in ordine di tempo, tutti i problemi già manifestatisi in crisi precedenti, ma anche perché ne pone alcuni di tipo nuovo.

1. La crisi Argentina

La crisi Argentina si caratterizza per essere non solo una crisi creditizia e valutaria, come altre che l'hanno preceduta, ma una crisi del debito sovrano. Il debito estero ammontava, al momento dello scatenarsi della crisi, a 230 miliardi di dollari, di cui 170 di debito pubblico e 60 miliardi di dollari del settore privato. Questo debito, coinvolge una vasta platea di creditori: per quanto riguarda l'Italia, ad esempio, secondo stime ABI sono coinvolti circa 350.000 risparmiatori, con un credito di un controvalore nominale pari a 14 miliardi di dollari. Di questi, secondo Assogestioni, 6 miliardi di dollari costituirebbero l'esposizione dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali. Sempre secondo l'ABI, l'esposizione creditizia del sistema bancario italiano verso debitori argentini ammonterebbe a 8 miliardi di dollari.

Complessivamente l'Italia risulterebbe pertanto esposta per circa 28 miliardi di dollari, oltre il 12% del totale del debito estero argentino.

La prima domanda che emerge dall'esame di questi dati è pertanto: come è possibile che investitori razionali abbiano assunto rischi di così vasta portata e quale è stato il ruolo degli intermediari finanziari nel guidare le scelte degli investitori?

La seconda domanda è: cosa si può fare per tutelare gli interessi dei creditori?

Apparentemente il processo di ristrutturazione del debito non è ben coordinato:

Si sono costituiti comitati di difesa degli investitori in tutti gli Stati in cui l'esposizione è significativa.

I governi nazionali hanno avviato colloqui con le autorità argentine, che per il momento hanno richiesto sostegno per favorire una rapida soluzione della crisi economica e sociale.

Un grande investitore americano, la DCA Grantor Trust, ha intentato una causa avverso la Repubblica Argentina e la Provincia di Buenos Aires presso la Southern District Court di New York, chiedendo la restituzione degli interessi e del capitale investito in obbligazioni da esse emesse, per un ammontare complessivo di 1.265 miliardi di dollari. Al momento è l'unico caso di giudizio pendente.

Alcune aziende private hanno continuato a pagare le cedole di interesse; alcune hanno già proposto una rinegoziazione del debito a breve (è il caso del Banco Hipotecario); alcune altre hanno annunciato una moratoria (Aguas Argentina e Telecom Argentina).

Si è costituito il CITA, Comitato Investitori in Titoli Argentini, che rappresenta gli interessi di tutti gli aderenti alle quattro associazioni di consumatori italiane, che al momento sta provvedendo ad una raccolta di adesioni e di dati. L'obiettivo è duplice: rafforzare la rappresentanza ufficiale italiana nella trattativa con la Repubblica Argentina, valutare se ci sono gli elementi per intentare una causa agli intermediari finanziari (bancari e non) che hanno venduto i titoli argentini ai privati risparmiatori.

Si sono costituiti una serie di *comitati spontanei*, in varie città italiane, il cui intento è al momento meno chiaro, ed eventualmente più orientato a ricercare elementi di contenzioso con le banche.

Il Governo italiano sta cercando di sfruttare spazi negli accordi bilaterali firmati con l'Argentina, per ottenere un trattamento di favore per i risparmiatori nel momento della rinegoziazione.

Il governo argentino da un lato deve agire sull'*economia interna*, depressa da quattro anni di recessione, dalla perdita di potere di acquisto dei salari, da una crescente disoccupazione e dalla perdita di competitività indotta dal precedente ancoraggio del pesos al dollaro ad una parità insostenibile. Dall'altro deve mettere in atto il *menu di riforme standard proposto dal Fondo Monetario* per ottenere il *sostegno finanziario* necessario per fronteggiare la crisi di liquidità: le misure chieste dal FMI sono la *riforma fiscale*, la *riduzione del deficit pubblico*, la *libera fluttuazione* del cambio, la strategia di politica monetaria e l'*indipendenza della banca centrale*, la liberalizzazione dell'economia, l'*abolizione delle restrizioni* sui mercati dei capitali e sull'accesso ai depositi bancari.

Inoltre, deve agire in modo da *limitare i disagi alla popolazione* connessi all'aggiustamento macroeconomico necessario prima di avviare qualunque negoziato con i creditori internazionali.

Il governo argentino sostiene che il supporto finanziario di breve termine che dovrà venire dalle Istituzioni internazionali, Fondo Monetario in testa, non potrà essere inferiore a 25 miliardi di dollari.

Il governo argentino sostiene che tale supporto dovrà avvenire *prima* della verifica delle condizioni e dei progressi del recente piano di stabilizzazione, per favorirne il successo.

Il Fondo Monetario ha avviato i colloqui con il governo argentino già dall'insediamento di Duhalde ad inizio gennaio. Fino ad ora tuttavia i colloqui non hanno prodotto il finanziamento richiesto dal governo; quello che il fondo Monetario ha voluto comunque mettere in chiaro è che in *nessun caso i finanziamenti saranno concessi al fine di ripagare i creditori internazionali o salvare le istituzioni private argentine dal fallimento.*

Come risultato di una imperfetta concertazione fra i creditori e di questi con il Governo e con le Istituzioni Internazionali, il valore massimale dei titoli del debito sovrano argentino, già sceso a marzo 2002 al 26%, e attualmente (luglio 2002) pari al 18%.

2. Rapporti fra investitori e intermediari finanziari

Sono tipicamente rapporti di agenzia, con presenza di informazione asimmetrica e conflitti di interessi. Distinguiamo la intermediazione diretta e gestione di fondi.

2.1 Intermediazione diretta

I rapporti degli investitori con gli intermediari (soprattutto banche) dovrebbero consentire una corretta valutazione dei rischi da parte dei sottoscrittori, che comunque dovrebbero assumersi i rischi di mercato. Questo non sempre avviene a causa di conflitto di interesse dell'intermediario. Tipicamente le commissioni di sottoscrizione offerte dall'emittente sono più alte se i rischi sono maggiori, per cui l'intermediario è portato a promuovere la sottoscrizione di tali titoli, fornendo informativa carente o distorta. Per prevenire questa occorrenza, gli intermediari sono normalmente sottoposti a regole di *due diligence*. Nel caso italiano esse sono contenute in:

- A. Testo Unico sulla Finanza (TUF) D.L. 24 febbraio 1998 n. 58.
- B. Delibera Consob di attuazione del TUF. D. Cons. 1 luglio 1998 n. 11522.
- C. Delibera Consob in materia di emittenti D. Cons. 14 maggio 1999 n. 11974.

I tratti salienti di questi disposti e alcune considerazioni sulla posizione attuale degli investitori sono riportati nell'Appendice.

E' evidente l'intento di ridurre l'asimmetria informativa e i conseguenti comportamenti di azzardo morale. Sono inoltre stabilite le norme atte a eliminare i conflitti di interesse o, ove presenti, l'obbligo di darne comunicazione ai sottoscrittori.

A titolo di esempio, si riporta quanto l'investitore avrebbe potuto desumere, riguardo ai rischi di mancato rimborso del capitale e degli interessi se gli fosse stato consegnata la Nota integrativa al Prospetto Informativo delle Obbligazioni Repubblica Argentina, emesse per 300 milioni di Euro, con scadenza 7 dicembre 2004, rimborso alla pari e cedola del 10% annuo.

Nella nota si legge, tra l'altro "... Gli elevati livelli, sia degli obblighi di rimborso negli anni a venire – dal 2000 al 2005 giungeranno a scadenza circa 37.8 miliardi di dollari USA di debito estero del settore pubblico – sia del deficit delle partite correnti indicano che l'Argentina, per onorare gli obblighi assunti negli anni a venire, continuerà a dipendere da ingenti importazioni di capitale, anche tramite l'accensione di nuovi debiti con l'estero. Per l'ottenimento di questi finanziamenti sarà necessario un contesto internazionale ragionevolmente amichevole nonché il perdurare, con risultati positivi, dell'attuale politica economica del paese e l'assenza di ricadute nell'instabilità politico-economica che ha spesso afflitto l'Argentina in questi ultimi decenni".

Da ultimo: "... Nell'eventualità in cui l'Argentina subisse un'altra crisi politico-economica, non può esservi garanzia che: 1) non ricominci una fuga di capitali causata dal clima di sfiducia; 2) continuino le necessarie importazioni di capitale; 3) possa essere mantenuta la parità fissa 1:1 USD/Peso; 4) siano onorati gli obblighi di pagamento del debito estero; 5) non si verificano fallimenti di banche ed altre imprese. Il rischio che si materializzi un tale scenario è aumentato sulla scia della recente turbolenza svalutativa in Brasile. **Pertanto le Obbligazioni sono adatte unicamente ad investitori speculativi ed in condizione di valutare e sostenere rischi speciali**".

La fonte della impropria assunzione di rischi e conseguente fragilità del debito, potrebbero in questo caso ricondursi ad una non puntuale applicazione dei principi di *due diligence*.

Le eventuali sanzioni da parte della Consob ed il successo delle eventuali azioni di rivalsa degli investitori potrebbero mettere in luce le responsabilità e prevenire futuri comportamenti di azzardo morale.

L'adeguatezza in tal senso del corpo sanzionatorio e della disciplina civilistica pertinente necessita di uno studio approfondito, anche secondo i principi della *law and economics*.

2.2. Fondi di investimento e gestioni patrimoniali

I principali problemi derivano dai rapporti agente/principale. Anche qui i risparmiatori dispongono di informazioni meno approfondite, riguardo ai rischi di mercato. I contratti di mandato, che dovrebbero attuare forme di tutela implicite, usualmente contengono: il profilo di rischio del cliente, l'universo degli investimenti interessati, i *benchmark* di riferimento per il raffronto dei risultati gestionali.

I problemi che contratti imperfetti generano per la stabilità dei mercati finanziari sono stati largamente studiati e dibattuti e sono oggetto di considerazione in seno alla IOSCO. Ricordiamo in particolare, per quanto riguarda le clausole di *benchmark*, che esse sostanzialmente sottraggono l'agente (gestore) dei rischi insiti nelle scelte di portafoglio, causando comportamenti imitativi (*herding behaviour*) e bolle speculative. La scelta degli stessi *benchmark* da parte della maggioranza dei gestori lascia inoltre ai gestori dei *benchmark* medesimi un ampio potere di guidare il mercato, con conseguente insorgenza di comportamenti speculativi. Con particolare riferimento agli *hedge funds* sono stati rilevati eccessi nell'uso delle leve finanziarie, che implicano una totale assenza di informativa per i risparmiatori sulla natura e l'entità dei rischi sottostanti. A questo fanno riscontro contratti di mandato senza limiti di durata senza restrizioni sulla natura degli investimenti.

Inoltre gli *hedge funds* sono spesso collocati in centri *off shore* quindi non sono sottoposti a regole di vigilanza e non sottostanno a normative fiscali, se non quelle (molto blande) del paese ospitante.

In definitiva, se le regole sono troppo rigide per i fondi, per gli *hedge funds* sono troppo flessibili. In entrambi i casi le regole non sono atte ad evitare comportamenti destabilizzanti.

Fra le soluzioni per migliorare la contrattualistica, proponiamo:

- Eliminare il parametro di raffronto (*benchmark*) per sostituirlo con il concetto di media di settore.
- Allungare il tempo di rendicontazione al cliente, usualmente di quattro mesi, che induce i gestori ad inseguire obiettivi "miopici" per tenere alte le quotazioni. Introdurre un *holding period* più coerente con i criteri delle scelte di portafoglio.

- Certificare gli obiettivi specialistici dei fondi ed istituire un *rating* delle società di gestione, da assegnarsi ad idonee scadenze (due volte l'anno) da parte di agenzie indipendenti.

3. Ristrutturazione del debito sovrano

Una volta che il debito sia conclamato, un ordinato processo di ristrutturazione dovrebbe prevedere il coordinamento delle azioni intraprese dai creditori e di queste con le azioni del Governo e delle Istituzioni Internazionali. Le normative internazionali e nazionali, come rivelato dal caso dell'Argentina, sono decisamente carenti.

E' necessario intervenire per imporre ai debitori una più cogente disciplina di mercato, fondata su una corretta valutazione dei rischi da parte dei sottoscrittori, regolamentare i conflitti di interesse, eliminare l'azzardo morale.

Gli studi suscitati da questi problemi di nuovo tipo contengono le linee per un "meccanismo di ristrutturazione del debito sovrano" o SDRM (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*).

Il meccanismo deve essere in grado non solo di consentire la ristrutturazione del debito una volta che la crisi sia avvenuta, ma anche di prevenire le crisi, evitando che debiti ancora sostenibili vengano travolti da repentine cadute di fiducia, amplificate dalla consapevolezza degli investitori che una eventuale crisi non sarebbe gestita in maniera ottimale.

Alla luce delle vicende argentine, le perdite generate da una ritardata o incompiuta ristrutturazione del debito sono:

- perdita di fiducia degli investitori internazionali e dei risparmiatori domestici;
- caduta del valore di mercato del debito con maggiori perdite per i creditori e più alti costi per i debitori;
- possibili fughe di capitali e maggiori probabilità di *default* per il sistema bancario domestico.

Negli studi dell'IMF (in particolare di Anne Krueger) vengono delineate le caratteristiche di un SDRM.

Un processo di ristrutturazione del debito può ispirarsi ai processi adottati per i debiti di istituzioni private, ma nel caso del debito sovrano ci sono importati differenze.

Il primo problema riguarda la dichiarazione di insolvenza, che non può essere richiesta dai creditori, ma deve essere decisa dal Governo Sovrano.

In secondo luogo, le procedure di liquidazione usualmente seguite per una società privata non possono essere seguite nei confronti di uno Stato sovrano.

Terzo, molti ordinamenti giuridici nazionali consentono ai creditori di agire unilateralmente.

Quarto, non è possibile limitare le azioni di uno stato sovrano, ad esempio l'esercizio dei poteri fiscali.

Un esempio di queste differenze viene dagli Stati Uniti, ove il Bankruptcy Code prevede il caso di *default* delle *Municipalities*.

Le caratteristiche desiderabili di uno SDRM dovrebbero essere:

- la creazione di una maggioranza qualificata di creditori, con poteri di stipulare accordi riguardanti l'intero debito in *tutte* le sue forme (attualmente ci sono solo regole riguardanti singole emissioni).
- Salvaguardare le priorità di certi tipi di crediti (crediti privilegiati).
- Indire una moratoria del debito solo nel caso in cui non sia stato raggiunto un accordo *prima* del *default*.
- Se la crisi avviene, allora una maggioranza di creditori dovrebbe avere la possibilità di bloccare azioni legali intraprese da una minoranza prima che si raggiunga un accordo. Questa norma va estesa alla totalità delle emissioni del debito.
- Tutelare gli interessi dei creditori durante la moratoria. Ciò comporta che i creditori non possano contrattare pagamenti separati; che il debitore debba agire in modo da preservare il valore del debito (il Governo dovrebbe intraprendere credibili azioni di risanamento economico, agendo in sintonia con le Istituzioni Internazionali); che, quando necessario, vengano imposti controlli alla fuori uscita di capitoli.
- Facilitare i finanziamenti privati di soccorso. L'attuale ordinamento, che non genera credibili azioni di ristrutturazione, non fornisce incentivi in tal senso.

Un punto da evidenziare è che una soluzione puramente contrattuale fra i creditori sarebbe resa inefficace da una pluralità di fattori.

Un primo motivo riguarda la difficoltà di mettere d'accordo su base volontaria creditori che, sono sottoposti a differenti livelli di rischio.

Inoltre, i sistemi giuridici nazionali sono molto diversi riguardo questo punto. Secondo le disposizioni USA, ad esempio, i termini della rinegoziazione dovrebbero essere accettati dall'unanimità degli investitori americani. In caso contrario sulla base della normativa attuale di Common Law, al creditore insoddisfatto rimarrebbe sempre la possibilità di proporre azione di restituzione e risarcimento del danno. Per i titoli emessi

sotto la legge inglese invece un eventuale rinegoziazione impegnerebbe tutti i sottoscrittori, purché si raggiunga una maggioranza qualificata del consenso, mediamente i $\frac{3}{4}$ dei sottoscrittori.

Un secondo motivo riguarda la rapidità con la quale i mercati finanziari generano nuovi prodotti, che dovrebbero essere di volta in volta risenti negli accordi, che sarebbero, in ogni caso, *contratti incompleti*.

In terzo luogo, bisognerebbe risolvere problemi di *esternalità* vale a dire come distribuire equamente i costi dell'accordo (riduzione del montante e degli interessi) fra i vari creditori.

Infine, questo tipo di accordi non sono *renegotiation proof*: una volta scoppiata la crisi ci sarebbe comunque l'incentivo per accordi separati.

Appare quindi necessaria l'azione di un *organismo sopranazionale* il quale svolga la funzione di gestire l'accordo.

In particolare esso dovrebbe:

- proclamare, su richiesta o con l'accordo del debitore sovrano, che il debito è insostenibile e attivare la moratoria delle azioni dei creditori;
- evitare che la bancarotta sia dichiarata prima che tutte le possibili azioni di ristrutturazione finanziaria siano state intraprese;
- gestire l'accordo fra i creditori;
- approvare il piano di ristrutturazione.

Le basi legali per queste azioni dovrebbero essere studiate dagli esperti del diritto internazionale.

Secondo l'IMF, l'esistenza di uno SDRM contribuisce fortemente alla stabilità dei mercati finanziari ed alla tutela degli investitori.

Essa rende uno stato sovrano più credibile e quindi concorre a prevenire le crisi. Rende più appetibili (e quindi meno costose) le emissioni del debito, riducendo i rischi ai soli rischi di mercato, poiché riduce drasticamente i rischi di contenzioso. Previene l'azzardo morale, perché non rende possibili soluzioni inique. Infine, limita i danni economici, perché rende più facile l'attivazione di più efficaci politiche economiche.

Le perplessità riguardo all'attivazione di uno SDRM concernono il grado di tutela dei creditori, che secondo alcuni autori (Shleifer (2003)), verrebbero ridotti rispetto alle situazioni precedenti.

Esso infatti riduce la capacità di avviare un contenzioso così come disciplinate dall'attuale diritto internazionale. Inoltre, gli stati sovrani hanno incentivo a trattare con

i creditori nell'ottica di emettere nuovo debito in futuro. Nella situazione attuale gli stati in bancarotta continuano ad indebitarsi con l'IMF e con gli investitori locali e si ritiene che gli accordi con i creditori siano accolti da questi mercati come un segnale di stabilizzazione del debito. Invece il progetto dell'IMF rischia di ritardare gli accordi, poichè prevede clausole per favorire azioni collettive, che richiedono tempo per essere attuate. In questo modo il potere del creditore di difendersi mediante azioni separate viene ridotto, e non sostituito da azioni di immediata efficacia.

Altro punto questionabile è quello di creare una corte sovranazionale che gestisca la bancarotta: non è sufficientemente chiaro che tipo di assetto istituzionale possa indurre la corte a tutelare i creditori invece che lo stato sovrano debitore.

E' chiaro però che questa corte non può essere radicata in seno all'IMF. L'obiettivo dell'IMF, infatti, è quello di favorire lo sviluppo economico di uno stato, e questo può essere in conflitto con gli interessi dei creditori.

Infine, il punto che suscita maggiori perplessità è la possibilità che lo stato sovrano in *default* emetta nuovo debito *prima* di ripagare i creditori e che questo nuovo debito sia privilegiato rispetto ai precedenti. Evidentemente l'IMF attribuisce la massima importanza allo stato di salute economico del paese un *default*, argomentando che questo è il vero presupposto per consentire il rimborso dei precedenti creditori. Non c'è dubbio, però, che quest'ultimi verrebbero penalizzati nell'immediato, anche perchè la possibilità di contrarre nuovo debito toglierebbe allo stato sovrano l'incentivo a ripagare i debiti consistente nel dover ripristinare una credibilità prima di accedere nuovamente ai mercati. Viceversa, ci sarebbe un vantaggio a prolungare nel tempo lo stato di bancarotta.

Il progetto IMF, va comunque osservato, prevedeva la possibilità che fossero gli stessi creditori a concedere nuovi prestiti, di natura privilegiata, nell'ambito di un concordato collettivo con lo stato in bancarotta. Evidentemente, questo piano di rifinanziamento sarebbe accettato dai creditori solo se essi fossero convinti che il piano, consentendo una possibilità di recupero economico allo stato sovrano, è *nel loro stesso interesse*.

In questo caso, l'incentivo dello stato sovrano a ritardare nel tempo il pagamento dei debiti preesistenti non ci sarebbe, perchè il nuovo debito verrebbe contratto con il consenso dei creditori e configurato quindi in modo da salvaguardare il credito preesistente.

Queste considerazioni sono relate al problema di come configurare i poteri di una corte sovranazionale che, in analogia a quanto avviene per le bancarotte societarie, gestisca il processo “nell’interesse dei creditori”.

Questa corte dovrebbe avere ampi poteri, sia sui debitori sovrani che sui sottoscrittori del debito e dovrebbe anche essere in grado di interagire con l’IMF affinché i prestiti da questo erogati non disincentivino lo stato sovrano dal ripagamento dei debiti preesistenti.

In conclusione, le critiche allo SDRM proposto dall’IMF, si accentuano soprattutto sull’esigenza di meglio proteggere i creditori. In assenza di protezione, i mercati finanziari riguardanti i debiti sovrani dei paesi emergenti potrebbero assottigliarsi o sparire del tutto (Bulow e Rogoff (1989)).

Bisogna comunque osservare che la preoccupazione dell’IMF di non frenare il processo di recupero economico dello stato in *default* è esso stesso un modo di tutelare i creditori sul medio termine.

Occorre valutare se la prospettiva di un recupero immediato dei crediti, probabilmente soltanto parziale, dato lo stato di *default*, sia più appetibile per i creditori della prospettiva di un recupero più sostanzioso, ma dilazionato nel tempo, reso possibile dal recupero dell’economia dello stato sovrano. Questo *trade-off* esiste e la sua rilevanza è commisurata alla cultura economica dei creditori, quindi dei mercati ed alla concezione che essi possono avere dell’interazione fra finanziamenti internazionali e sviluppo economico. Certamente alcuni suggerimenti proposti al fine di rafforzare il potere dei creditori possono stabilizzare i mercati ed evitare crisi autoalimentate. Fra questi la collateralizzazione del debito sovrano, ad esempio sulle esportazioni di risorse naturali, o la possibilità che una autorità sovranazionale possa imporre dei diritti sulle finanze nazionali. Anche in questo caso, comunque, il *trade-off* sopra riferito dovrebbe essere attentamente considerato e risolto in modo ottimale.

Se tale soluzione non fosse convincente per i creditori, allora (Shleifer (2003)) tanto varrebbe lasciare le cose come stanno, visto che, nonostante tutte le crisi, i mercati hanno sempre assicurato ingenti quantità di capitali ai paesi in via di sviluppo.

Riferimenti

Shleifer Andrei (2003), *Will the sovereign debt market survive?*, NBER Working Paper 9493.

Bulow Jeremi and Rogoff Kenneth (1989a), “A constant recontracting model of sovereign debt”, *Journal of Political Economy*, 97(1), pp. 155-178.

Bulow Jeremi and Rogoff Kenneth (1989b), “Sovereign debt: Is to forgive to forget?”, *American Economic Review*, 79(1), pp. 43-50.

Krueger Anne (2002), “A new approach to sovereign debt restructuring”, *International Monetary Fund*, Washington, DC.

Appendice

Testo Unico sulla Finanza – DL 24 febbraio 1998 n° 58

Art. 21 – Criteri generali

1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono:
 - a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
 - b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
 - c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
 - d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
 - e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Art. 94 – Obblighi degli offerenti

1. Coloro che intendono effettuare una sollecitazione all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla CONSOB, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione;
2. il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Delibera CONSOB di attuazione del TUF – D. Cons. 1 luglio 1998 n° 11522

Art. 26 – Regole generali di comportamento

1. Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliari:
 - a) operano in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico;

- e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire;
- f) operano al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore.

Art. 27 – Conflitti di interesse

- 2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, ... a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione ...

ART. 28 – INFORMAZIONI TRA GLI INTERMEDIARI E GLI INVESTITORI

- 1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:
 - a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo Art. 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore;
 - b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari all'Allegato 3.
- 2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione e del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento;
- 5. Gli intermediari autorizzati mettono sollecitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni in loro possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute

Art. 29 – Operazioni non adeguate

1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione;
2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'Art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in ragione ai servizi prestati;
3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad un'operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione

Allegato n. 3–Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari

Avvertenze generali

Prima di effettuare un investimento in strumenti finanziari l'investitore deve informarsi presso il proprio intermediario sulla natura e i rischi delle operazioni che si accinge a compiere.

L'investitore deve concludere un'operazione solo se ha ben compreso la sua natura ed il grado di esposizione al rischio che essa comporta. Prima di concludere un'operazione, una volta apprezzato il suo grado di rischio, l'investitore e l'intermediario devono valutare se l'investimento è adeguato per l'investitore, con particolare riferimento alla situazione patrimoniale, agli obiettivi di investimento ed alla esperienza nel campo degli investimenti in strumenti finanziari di quest'ultimo.

Delibera CONSOB in materia di emittenti – D. Cons. 14 maggio 1999 n. 11971

Art. 5 – Contenuto del prospetto informativo

1. Il prospetto informativo previsto nell'articolo 94, comma 1, del Testo Unico è redatto secondo gli schemi dell'allegato 1B ...

2. In aggiunta al prospetto informativo i soggetti indicati nell'articolo 4 possono redigere una nota informativa sintetica secondo lo schema in Allegato 1D

Art. 13 – Svolgimento della sollecitazione

1. L'offerente e gli intermediari incaricati del collocamento o che operano nell'interesse di questi ultimi consegnano gratuitamente a chi ne faccia richiesta copia del prospetto informativo o della nota informativa sintetica, corredati degli eventuali avvisi integrativi e supplementi ...
4. L'adesione alla sollecitazione è effettuata mediante la sottoscrizione del modulo predisposto dall'offerente o con altre modalità equivalenti indicate nel prospetto. Il modulo contiene almeno gli elementi di identificazione dell'operazione e le seguenti informazioni riprodotte con carattere che ne consenta un'agevole lettura:
 - a) l'avvertenza che l'aderente può ricevere gratuitamente copia del prospetto informativo e della eventuale nota informativa sintetica;
 - b) il richiamo all'eventuale paragrafo "avvertenze per l'investitore" contenuto nel prospetto informativo.

Art. 57 – Esenzione dalla redazione del prospetto

2. Qualora la domanda (di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato) riguardi strumenti finanziari già ammessi alla quotazione ufficiale in altri Stati membri della UE da meno di sei mesi, la CONSOB, sentite le autorità competenti, può dispensare l'emittente dalla redazione del prospetto di quotazione, salvo l'eventuale aggiornamento di quello autorizzato dalle predette autorità. Il prospetto, tradotto in lingua italiana, è sottoscritto dal legale rappresentante dell'emittente che ne attesta la conformità a quello autorizzato ed è accompagnato da una nota integrativa contenente le informazioni indicate nell'Art. 58, lettera d).

Art. 58 – Riconoscimento del prospetto

1. La CONSOB autorizza la pubblicazione, quale prospetto di quotazione, del prospetto redatto in occasione di una quotazione o di una sollecitazione effettuata in uno Stato

appartenente alla UE, conforme alla Direttiva n. 80/390/CEE e approvato dall'autorità competente, a condizione che:

- d) il prospetto sia accompagnato da una nota integrativa contenente le informazioni sul regime fiscale italiano dei redditi prodotti dagli strumenti finanziari e l'indicazione dei soggetti residenti in Italia presso i quali i portatori degli strumenti finanziari possono esercitare i loro diritti patrimoniali.

I risparmiatori italiani possono pertanto puntare, in un eventuale apertura di procedimento amministrativo contro gli intermediari su:

1. Mancato rispetto delle norme di comportamento che impongono agli intermediari di individuare correttamente il profilo di rischio del cliente
2. Mancata indicazione esplicita, nel caso che la banca collocatrice facesse parte del Consorzio di collocamento iniziale del titolo argentino, del possibile conflitto di interessi
3. Mancate comunicazioni al cliente riguardo il monitoraggio degli investimenti
4. Mancata consegna o indicazione della possibilità di consegna dei prospetti informativi e delle note integrative
5. Mancata consegna dell'Allegato 3 Delibera CONSOB n. 11522 del 1 luglio 1998, portante indicazioni informative sui rischi degli investimenti in strumenti finanziari
6. Mancata specificazione, nei contratti di sottoscrizione delle obbligazioni, delle due note obbligatorie di cui all'Art. 13, comma 4, della Delibera CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999
7. Incompletezza del documento di sottoscrizione in ordine ai dettati normativi, e proditoria esclusione, tramite accettazione di una serie di dichiarazioni liberatorie, della

consegna della documentazione relativa ai rischi degli investimenti e dei prospetti informativi, in genere non citati nei moduli di sottoscrizione

8. Azzardo morale dell'intermediario nelle clausole liberatorie, che recitano in generale:

Nel caso l'investimento si riferisca ad obbligazioni dei cosiddetti "Paesi Emergenti": dichiaro/dichiariamo di essere a conoscenza che detto investimento potrebbe comportare:

- a) l'eventualità di non essere facilmente liquidabile, anche a seguito di provvedimenti restrittivi emanati dalle Autorità Governative del Paese emittente;
- b) la carenza di appropriate informazioni che ne rendano possibile l'agevole accertamento del valore corrente;
- c) oscillazioni di corso, anche sensibili, tali da non poter fornire alcuna certezza che l'attuale valore possa restare inalterato nel tempo.

Come si vede, non si cita espressamente la possibilità che il capitale possa non venire rimborsato, ma più genericamente la possibilità che l'investimento possa essere "non facilmente liquidabile".

Conflitti di interesse del gestore e tutela del risparmiatore. Il ruolo degli independent directors. Modello americano e modello italiano a confronto.

Raffaele Lener¹

1. I conflitti di interesse dei gestori di fondi comuni nell'esperienza nordamericana.

L'esperienza maturata negli Stati Uniti in venticinque anni di applicazione dell'ERISA (Employee Retirement Income Security Act, 1974) [Cfr., in generale, R. LENER, **Cogestione e fondi comuni di investimento**, in *Dir. banc.*, 1994, I, p. 59 ss.] è molto istruttiva in punto di conflitti di interesse dei gestori di fondi pensione.

L'attenzione va incentrata verso la gestione dei fondi pensione costituiti ai sensi dell'ERISA, perché la loro diffusione è tale che gli "ERISA-related pensions" possiedono circa un terzo delle azioni quotate negli Stati Uniti. [Cfr. ROE, *The modern corporation and private pensions*, in *41 UCLA L. Rev.* 75, 1993, p. 114].

Nella legge del 1974 troviamo, invero, enunciati principi che appaiono molto "forti" ai fini che ci occupano. L'ERISA contiene infatti la c.d. *Exclusive benefit Rule*, [ERISA §404(a)(1)(A)(i), 29 USCS § 1104 (a)(1)(A)(i)], secondo la quale il gestore deve agire "nel solo interesse dei partecipanti e (...) per l'unico obiettivo di (...) procurare un beneficio ai partecipanti e ai loro beneficiari", nonché la *Noninurement Rule*, [ERISA §403(c)(1), 29 USCS §1103 (c)(1)] ai sensi della quale "il patrimonio del fondo non dovrà mai essere utilizzato a vantaggio del datore di lavoro, ma dovrà essere gestito con la finalità esclusiva di procurare un beneficio ai partecipanti e ai loro beneficiari". [Queste due regole sono in realtà un "riadattamento" del "duty of loyalty" contenuto nel *Restatement (Second) of Trusts* del 1959 (cfr. §170(1), nonché §174, *prudent administration*, §227, *prudent investing*, §228, *diversification*). Per una critica di questo adattamento dei principi del *trust* alla disciplina dei fondi pensione v. FISCHER e LANGBEIN, *ERISA's fundamental contradiction: the exclusive benefit rule*, in *55 U. Chi. L. Rev.* 1105, 1988, §I].

Di fatto, però, una volta impedito alle *Unions* di controllare i fondi pensione, con il *Taft-Hartley Act* del 1947 [*Labor Management Relations (Taft-Hartley) Act*, 1947] sulla base della motivazione che "non è nell'interesse della nazione che i sindacati

¹ Università di roma Tor Vergata

controllino questi fondi, grandi, non regolati e non tassati”, [Cfr. **H.R.REP. no.245, 80th Congr., 1st Sess. 29-30 (1947)**].il legislatore americano non è poi intervenuto per proibire al *management* delle società – datori di lavoro di controllarli.

L’ERISA, infatti, consente che il *trustee*-gestore del fondo sia un dipendente, un agente o comunque un rappresentante del datore di lavoro. [ERISA, §408(c)(3)]. E se è vero che si potrebbe scegliere un gestore indipendente, è però anche vero che nella prassi ciò non avviene quasi mai e che le fonti istitutive del fondo pensione di norma *non* scelgono *neutral fiduciaries* [FISCHEL e LANGBEIN, *op.cit.*, §V].

Conseguenza di tutto ciò è che i gestori dei fondi pensione sono piuttosto passivi nella conduzione dell’attività di investimento. Raramente esercitano i diritti sociali connessi alle azioni contenute nei portafogli dei fondi. Mai agiscono in opposizione al *management* delle società di cui detengono azioni, timorosi che i fondi pensione di quelle società possano, per ritorsione, far lo stesso contro il *management* della società che li ha nominati. Si osserva comunemente che i fondi pensione sono sempre “pro-management”.

Questa paradossale situazione di, per dir così, fisiologico conflitto di interessi ha avuto clamorosi momenti di emersione quando i fondi pensione si sono apertamente schierati contro cambiamenti di controllo delle società partecipate conseguenti ad offerte pubbliche di acquisto ostili, come nel noto caso *Donovan v. Bierwirth* [**Donovan v. Bierwirth, 680 F2d 263 (2d Cir. 1982)**] o nell’altrettanto noto *Danaher Corp. v. Chicago Pneumatic Tool Co.* [635 F. Supp. 246 (S D NY 1986)]. **Questo caso concerneva un ESOP (Employee Stock Ownership Plan)**].

Al tempo stesso si nota, accanto a questa “passività” dei gestori, una gestione dei fondi pensione certamente non brillante, con una generale tendenza dei gestori a imitarsi, tanto per l’esistenza di limitazioni molto severe agli investimenti contenute nell’ERISA (regole di diversificazione di portafoglio, regole di liquidità, regole *anti-netting*), quanto per l’imposizione di standard di diligenza media (*prudent expert standard rules*) [Cfr. **ERISA, §404 (a)(1)(B)**]. che finiscono per spaventare i gestori i quali, ben consapevoli della loro scarsa indipendenza, temono di incorrere in responsabilità per *mala gestio* e finiscono per uniformarsi alle condotte degli altri, che sono altrettanto non-indipendenti.

Un panorama abbastanza preoccupante.

2. E’ utile avere amministratori indipendenti nel consiglio?

Una ipotesi di lavoro cui oggi si sta pensando anche nel nostro paese per limitare, se non evitare completamente, il rischio di siffatti conflitti di interesse è la nomina di amministratori *indipendenti* nei consigli di amministrazione, tanto delle società di gestione, quanto dei fondi pensione.

Negli Stati Uniti per *outside independent director* si intende, in termini generali, l'amministratore che non fa parte del *management*, un soggetto cioè che non sia un *officer*, ossia un dipendente della società. In Italia la figura corrisponde, con qualche approssimazione, al membro del consiglio non munito di deleghe di gestione e privo di relazioni rilevanti con la società o con gli amministratori esecutivi. Nell'esperienza nordamericana è uno degli strumenti di *corporate governance* pensati per attenuare il rischio di una gestione inefficiente delle società caratterizzate da una scarsa supervisione degli azionisti, quali le *public companies* o le *investment companies*.

Si ritiene che la presenza nel consiglio di amministrazione di una *maggioranza* di amministratori esterni possa assicurare soprattutto la prevenzione dei conflitti di interessi tra gli amministratori esecutivi e la società gestita.

La fiducia nella figura dell'amministratore esterno deriva non soltanto dalla circostanza che tale soggetto non è legato da un rapporto continuativo con la società, ma anche da un suo particolare "status" professionale.

Nella scelta degli amministratori esterni, pertanto, si attribuisce un'importanza fondamentale ai requisiti di onorabilità e professionalità, che dovrebbero fare di questa figura un "expert in decision control", [FAMA e JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, 26 *J. Law & Econ.*, 1983, p. 315, i quali parlano di "reputation capital"] il quale gode di una particolare reputazione nell'ambiente in cui opera e, pertanto, di incentivi sufficienti ad assicurare un corretto svolgimento delle mansioni affidategli.

In senso contrario si è osservato che l'amministratore esterno non è in grado di garantire un'efficiente supervisione dell'operato del *management* (o degli amministratori esecutivi, nel caso italiano) proprio perché non ha un contatto costante con la gestione corrente e, pertanto, si trova in una situazione di "svantaggio informativo" [CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, p. 108; EISENBERG, *The Structure of the Corporation. A Legal Analysis*, Boston, 1976, p. 172].

Si osserva, inoltre, che l'amministratore indipendente, anche quando correttamente informato, spesso non dispone della necessaria competenza, che deriva dal costante

coinvolgimento nell'attività propriamente manageriale [Cfr. LIN, *The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Monitor*, 90 *Northwest. Univ. L.R.*, 1996, p. 916]. È il caso, ad esempio, dell'amministratore indipendente selezionato tra studiosi o consulenti del settore.

Per contro, nel caso in cui l'amministratore indipendente disponga di una "cultura manageriale", ciò può ripercuotersi negativamente sulla stessa "indipendenza". Si è osservato, infatti, che numerosi *independent directors* svolgono funzioni manageriali in altre società e, pertanto, esercitano l'attività di supervisione così come vorrebbero che fosse svolta da parte degli *independent directors* delle società da essi gestite, ossia in termini tendenzialmente "passivi"[GILSON e KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stanf. L.R.*, 1991, 863, a p. 875].

Infine, l'amministratore indipendente non avrebbe – si è detto - sufficienti incentivi di natura economica a svolgere correttamente le mansioni affidategli, in quanto la sua retribuzione è in genere stabilita in base alle sedute del *board* cui partecipa durante l'anno.

Nonostante le osservazioni critiche, numerose disposizioni di legge e decisioni giurisprudenziali, in America, attribuiscono importanza decisiva alla presenza dell'*outside director* nel *board*.

Le norme di diritto societario, ad esempio, richiedono spesso l'approvazione da parte di *outside directors* delle operazioni in conflitto di interessi e in generale delle operazioni tra amministratori e società, anche al fine di esonerare da responsabilità gli amministratori stessi [Cfr. la *section 144* del *Delaware General Corporation Code*, **che richiede l'approvazione da parte della maggioranza degli *independent directors* delle operazioni in conflitto di interessi**].

Principio analogo è applicato dalla giurisprudenza per valutare la correttezza delle scelte degli amministratori nel caso di manovre difensive contro offerte di acquisizione ostili, nelle quali è evidente il rischio di conflitti di interesse tra amministratori e società [Cfr. **Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.**, 493 A. 2d 946, *Del.* 1985, **che è il leading case sulla liceità delle manovre difensive, e che ha affermato che al fine di valutare se il *board* ha fornito elementi sufficienti per considerare l'offerta pregiudizievole per gli azionisti, un peso decisivo assume l'eventuale approvazione delle misure difensive da parte di un *board* composto in prevalenza da *outside independent directors***].

3. Come agiscono gli *independent directors* nelle *investment companies* americane.

La presenza di "*disinterested persons*" nel consiglio di amministrazione è prevista per le società di gestione dall'*Investment Companies Act* del 1940, in misura pari ad almeno il 40% dei membri del consiglio [15 U.S.C. 80a-10(a) (1994)].

Di recente la *Securities Exchange Commission* ha modificato il regolamento di attuazione dell'*Investment Companies Act*, prevedendo che le *investment companies*, che godono di determinate esenzioni dal regolamento medesimo, debbano avere nel proprio consiglio di amministrazione una maggioranza di amministratori indipendenti [17 C.F.R. 270 (2001), così come emendata in data 2 gennaio 2001].

Il regolamento prevede, inoltre, che gli *independent directors* debbano avere potere decisionale nella selezione dei candidati a coprire la carica di *independent directors*.

Altra previsione importante del regolamento in oggetto riguarda la figura del "consulente legale indipendente" (*independent counsel*). La SEC ha stabilito che gli amministratori indipendenti non sono tenuti a richiedere consulenze esterne per valutare la scelte di gestione. Tuttavia, ove intendano avvalersene, devono ricorrere a consulenti che possano essere definiti indipendenti rispetto alla società.

Siffatta regola è stata abbastanza criticata, in quanto si è osservato che negli ambienti professionali è pressoché impossibile trovare una *law firm* di prestigio che non abbia svolto consulenza per una delle maggiori *investment companies*. La norma, pertanto, avrebbe l'effetto di penalizzare i consulenti di maggiore competenza (si pensi, a titolo di esempio, che può essere sufficiente che un partner dello studio abbia svolto attività di consulenza per far venir meno l'indipendenza dello studio nel suo insieme) [Cfr. *Mutual Fund Regulation in the Next Millennium. Symposium Panels. I. Fund Governance*, in *New York Law School Law Review*, 2001, p. 431 ss.].

In parallelo con la riforma attuata dalla SEC, è stata avviata un'attività di autoregolamentazione da parte di associazioni di categoria, volta a redigere un codice di condotta, la cui adozione da parte delle *investment companies* è peraltro solo suggerita. Va detto, tuttavia, che la SEC tende ad attribuire notevole importanza al rispetto di questi codici, soprattutto in sede di ispezione: gli amministratori sono infatti tenuti a fornire valide spiegazioni nel caso in cui non si siano attenuti alle norme del codice di condotta.

Particolare importanza, infine, riveste il *Report of the Advisory Group on Best Practices for Fund Directors*, del 24 giugno 1999, redatto dall'*Investment Company Institute*, la più rappresentativa associazione professionale dei gestori di patrimoni collettivi.

Il codice ha confermato l'importanza della figura dell'*independent director*, adottando una serie di "raccomandazioni" volte ad accrescere il peso degli amministratori indipendenti e ad assicurare un'effettiva supervisione sull'operato del *management*.

Le raccomandazioni di maggiore interesse - che in parte recepiscono l'orientamento della SEC - riguardano: (i) la presenza nel *board* di un numero di *independent directors* pari ad almeno i due terzi dei componenti del consiglio; (ii) l'attribuzione agli *independent directors* del potere di selezione dei candidati a ricoprire, a loro volta, la carica di *independent director*; (iii) il ricorso a consulenti esterni indipendenti per valutare scelte che richiedano una particolare competenza tecnica o legale; (iv) l'opportunità di un investimento personale da parte degli *independent directors* nei fondi gestiti.

4. Un modello italiano di "independent directors".

L'Associazione di categoria dei gestori italiani ha approvato, nel febbraio del 2001, un "Protocollo di autonomia per le società di gestione del risparmio", apertamente ispirato alla richiamata esperienza nordamericana. In esso al ruolo dell'amministratore indipendente nelle società di gestione del risparmio (SGR) è attribuita particolare importanza

Anche l'Assogestioni enfatizza l'"opportunità" che ciascun amministratore indipendente sia titolare di un investimento personale di ammontare non meramente simbolico in fondi comuni gestiti dalla SGR, alle condizioni mediamente applicate alla clientela.

La raccomandazione di cui sopra è spiegata - richiamando l'analoga norma di condotta presente nel codice statunitense - con l'opportunità di consentire all'amministratore indipendente di avere una diretta percezione dei risultati della gestione sui soggetti che ne dovrebbero beneficiare.

Può aggiungersi che l'investimento personale da parte dell'amministratore indipendente, naturalmente se non meramente simbolico, può rappresentare anche una risposta a una delle obiezioni sopra segnalate in merito alla mancanza di incentivi economici che

assicurino una costante dedizione dell'amministratore indipendente alla supervisione sulla gestione della società. In tal senso si è espressa parte della dottrina statunitense, che ha osservato come un "amministratore-azionista" sia dotato di maggiori incentivi a vigilare sulla corretta gestione, in quanto risente delle conseguenze negative di una gestione inefficiente [MORCK, *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, *J. Fin. Econ.*, 1988, p. 307 ss.].

In secondo luogo il Protocollo attribuisce agli amministratori indipendenti il potere/dovere di verificare la corretta applicazione di principi e procedure riguardanti l'esercizio dei diritti amministrativi inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei patrimoni gestiti e di formulare proposte al riguardo.

La norma assume particolare interesse in considerazione del recente dibattito sul possibile ruolo degli investitori istituzionali nel governo societario. Si è osservato, al riguardo, che le norme del testo unico del mercato finanziario del 1998, in materia di intermediari, sembrano considerare l'esercizio dei diritti amministrativi da parte dei gestori come certamente rientrante nei doveri fiduciari nei confronti degli investitori [Cfr. R. LENER, *I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti*, in *L'assemblea degli azionisti e le nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, p. 161 ss., con riferimento all'art. 40, co. 2, TUF].

Anche in questo caso, l'auspicio di un ruolo attivo dei gestori nel governo delle società quotate trova significativo riscontro nella riflessione condotta negli anni recenti da parte della dottrina statunitense. Si è detto in precedenza che la fiducia nei confronti degli investitori istituzionali può essere in parte malriposta, in quanto i gestori di patrimoni spesso non garantiscono sufficiente indipendenza dal *management* delle società partecipate.

Per tal ragione si è ritenuta di particolare importanza la presenza nei consigli di amministrazione delle società di gestione di soggetti "esterni" all'ambiente manageriale, i quali, se in numero cospicuo, potrebbero assumere un peso decisivo nello stabilire le strategie da seguire nelle assemblee delle società partecipate.

Naturalmente, anche in questo caso valgono i rilievi sopra formulati circa l'effettiva "indipendenza" dell'amministratore esterno.

Nel Protocollo dell'Assogestioni si prevedono anche "consulenti esterni" degli amministratori, di cui si dice che devono essere "privi di ogni significativa relazione con la società e/o le società controllanti e/o le società ad essa collegate ovvero con gli

amministratori indipendenti”. A tal fine si richiama espressamente l'analoga raccomandazione contenuta nel codice di *best practices* redatto dall'*Investment Company Institute* statunitense.

Come si è osservato, la scelta di affidarsi a consulenti indipendenti può costituire indubbiamente una soluzione alle obiezioni riguardanti la competenza degli amministratori indipendenti e, soprattutto, la possibilità di dedicare costante attenzione alle scelte tecniche sottoposte loro dagli amministratori esecutivi (o dal *management*).

Uno dei principali limiti del ricorso all'amministratore indipendente, come testimonia l'esperienza statunitense, è però rappresentato dal fatto che a questo soggetto si attribuisce un peso decisivo nell'approvazione di operazioni particolarmente delicate e rischiose - quali, a esempio, quelle aventi come controparte la stessa società - anche al fine di esonerare da responsabilità (o quanto meno attenuarne l'entità) gli amministratori esecutivi. Questi ultimi, peraltro, hanno la possibilità di “difendersi” selezionando le informazioni da fornire e, talora, scegliendo quale, tra possibili scelte alternative, sottoporre all'esame dell'amministratore indipendente **[La situazione è stata descritta icasticamente come un caso di "superior power of the governed". Cfr. LORSCH e MACIVER, *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, 1989, p. 10]**.

Nonostante queste perplessità, sembra vada sottolineato come il ricorso a un consulente esterno possa svolgere un ruolo importante non soltanto nella valutazione delle singole operazioni, ma altresì nella valutazione dell'adeguatezza delle informazioni ricevute e degli aspetti da considerare in merito alle singole scelte da approvare **[Cfr. il citato panel su *Mutual Fund Regulation*, *New York Law School Law Rev.*, 2001, a p. 447]**.

5. I “rischi” dell’indipendenza dell’amministratore indipendente.

Nella relazione all'articolato dell'Assogestioni si sottolinea correttamente che l'efficacia del ricorso alla figura degli *independent directors* non risiede tanto nella soluzione in sé, quanto nel "rigore con cui vengono tracciati i caratteri della loro indipendenza".

L'esame dell'esperienza statunitense sembra confermare la correttezza del rilievo; essa evidenzia, peraltro, una possibile difficoltà nel conciliare "indipendenza" e "professionalità", nel senso che l'amministratore davvero privo di legami significativi con la società e, più in generale, con l'ambiente manageriale, non sempre è in grado di assicurare una costante dedizione alle mansioni affidategli, sia per ragioni di carattere

lato sensu "culturale", sia per la sua estraneità rispetto alla gestione corrente della società.

Ulteriore possibile ostacolo al corretto ed efficace svolgimento dell'attività di supervisione è individuabile nel rischio di incorrere in responsabilità per *mala gestio*, che potrebbe suggerire – come nei fondi pensione regolati dall'ERISA - una condotta prudente e tendenzialmente "passiva" da parte degli amministratori indipendenti. A questo fine è stata di recente promossa dall'ICI una copertura assicurativa *ad hoc* per gli *independent directors* statunitensi [**La polizza è stata proposta dall'ICI Mutual Insurance Company nell'aprile del 1999**].

Lo sforzo è quello di creare una categoria di professionisti in grado di assicurare competenza e imparzialità. Sotto questo profilo sembra meriti apprezzamento anche il recente tentativo negli Stati Uniti di promuovere una specifica associazione di categoria, con finalità di formazione e di tutela degli interessi di tali soggetti, anche in termini di assistenza giudiziaria nel caso di azioni di responsabilità intentate dagli investitori o, come talvolta accade, dallo stesso *management* [**Cfr. HOWARD, *A National Association for Independent Directors of Investment Companies: A Supplement to Current SEC Proposals*, in *New York Law School Law Review*, 2001, p. 535 ss**].