

06/11/2008

Società per azioni e mercato finanziario

Rapporto sulla ricerca triennale (Orvieto, 13, dicembre 2008)

Gustavo Visentini

*1.- Presentazione dei lavori e proposte per la prosecuzione; **II modello del mercato; I.- Teoria** 2.- Il mercato e le società liberali; 3.- Il mercato non è nella natura delle cose: è disposto da sofisticate discipline dove spesso il principio è affidato ai dettagli; 4.- E' il rischio finanziario che determina l'efficienza di mercato; 5. L'etica degli affari: la Sincerità; **II.- Le istituzioni private del commercio;** 6.- Le principali istituzioni; 7.- Proprietà: concorrenza e fallimento; 8.- Contratto; 9.- Relazione fiduciaria: conflitti d'interesse; contabilità ed informazione; rimedi fiduciari; 10.- Società per azioni: strumento di finanziamento; forma per organizzare l'impresa in istituzione; **III.- Le istituzioni statali per il mercato;** 11.- Lo Stato è componente essenziale: separazione dei poteri politico ed economico; 12.- La legislazione: il primato della legge; la certezza del diritto; 13.- Le competenze amministrative: vigilanze tutorie e prudenziali; **L'esperienza italiana;** 14.- L'economia mista: l'intervento amministrativo impiega strumenti finanziari per regolare il rischio d'impresa; 15.- L'attuale assetto istituzionale dell'economia italiana: è mancato l'adeguamento degli istituti commerciali al mercato; 16.- La recente legislazione; 17.- Punti qualificanti per un ipotetico intervento; 18.- Le carenze delle istituzioni legislativa e giurisprudenziale non consentono l'elaborazione di un diritto adeguato alla sofisticazione richiesta dal mercato; **Riflessioni sugli accadimenti in corso;** 19.- Richiamo dei fatti; 20.- La prospettiva della politica del diritto: perché non si è intervenuti prima? Il liberalismo non è la causa, ma la soluzione.*

* Hanno cortesemente contribuito alla ricerca triennale: Banca Antonveneta - Banca CR Firenze - Cassa di Risparmio di Orvieto - Fondazione Banco di Sicilia - Fondazione Cassa di Risparmio di Orvieto - Fondazione Montanari - Mediobanca

Premessa

1.- *Presentazione dei lavori e proposte per la prosecuzione.*- I lavori che presentiamo sono le discussioni e la ricognizione di alcuni temi della ricerca. La carenza più evidente che riscontriamo è la disciplina del lavoro, componente del diritto d'impresa, che al momento non ci si era impegnati ad affrontare. I temi sono discussi secondo una sistematica implicita, assimilata dalla tradizione culturale. Non potrebbe essere diversamente. L'elaborazione di un proprio sistema di concetti richiederebbe l'impianto teorico di analisi storiche e comparate, che i limiti di tempo e di mezzi non hanno reso disponibile. Peraltro il lavoro già svolto ha consentito di meglio capire i caratteri, i pregi ed i difetti, delle nostre istituzioni. Sicché in questa sede, richiamato il quadro teorico, affrontiamo per spunti l'analisi critica del diritto che riguarda la materia oggetto della ricerca triennale: le società azionarie e i mercati finanziari.

Il quadro teorico è ripreso dalle elaborazioni più recenti, nelle quali confluisce una robusta tradizione culturale, che rimonta ai primi approfondimenti sulla natura delle istituzioni del mercato, sulle teorie del capitalismo e sulle sue critiche. L'esposizione si rivela banale ricognizione di cose risapute, ma torna utile ricordare il modello, per ordinare i ripensamenti e gli aggiornamenti che le teorie e le filosofie vanno svolgendo alla luce della esperienza, tumultuosa in questo momento: gli accadimenti di questi giorni ripropongono, con tutta l'evidenza che esprimono i momenti di crisi, la verifica dell'idea liberale, delle teorie della deregolamentazione o dell'intervento dello Stato, nel confronto comparato e con le passate vicende. I documenti della ricerca consentono di formulare giudizi sull'attuale condizione delle nostre istituzioni e della legislazione. Ma non consentono ancora di avanzare conclusioni maturate nel corso di discussioni di approfondimento, proprio per le dimensioni organizzative della nostra ricerca. Perciò ora conviene limitarsi ad avanzare spunti per stimolare la discussione e le critiche, innanzitutto dei partecipanti all'incontro, nel proposito di continuare il dialogo con più robuste disponibilità. Certamente nel prosieguo dei lavori, se sarà data la possibilità, questi problemi dovranno essere profondamente rivisitati.

* * *

Nell'Istituto che si intende promuovere la ricerca fondamentale dovrà accompagnarsi alla ricerca applicata, come verifica e stimolo al ripensamento dei concetti e delle teorie. È un compito che può essere assunto soltanto nella stabilità di un'istituzione in grado di studiare le diverse filosofie; di elaborare la ricerca fondamentale; per poi fornire, con la ricerca applicata, le ipotesi alternative e gli schemi di soluzioni ai problemi che man mano si pongono; di sviluppare così un approfondito discorso, per interloquire con le componenti culturali ed operative della società, ed essere utile all'evoluzione delle cose. Gli studi dovranno integrare le conoscenze istituzionali e giuridiche con le

conoscenze dell'economia e della sociologia, del cui apporto non ci si è potuti avvalere in questo triennio se non limitatamente ed occasionalmente. Invero un Istituto che intenda affrontare compiutamente il dialogo con le esperienze in corso deve comprendere l'economia e il diritto, consentendo, nella specializzazione delle rispettive discipline, il costante raccordo culturale e tecnico, teorico ed empirico, per elaborare soluzioni che siano utili. Invece nell'esperienza italiana le conoscenze si sono frantumate in specializzazioni che affaticano a collaborare nella comprensione dei fenomeni, sì da incidere limitatamente sulle esperienze in corso. Inoltre si è determinata una profonda frattura tra l'elaborazione teorica che, ripiegata sul passato, all'operatore risulta scolastica, astratta se non astrusa; e la pratica, che non riflettuta teoricamente, si rivela casistica di breve periodo, sì da generare disordine anziché riforme.

* * *

Le ricerche sono motivate dall'idea che la qualità del diritto è componente dell'efficienza dell'economia, secondo indirizzi di recente rielaborazione nella Scuola *Rule of Law and Economics*. È la ragione indicata al Ceradi da Guido Carli quando ne ha promosso l'istituzione alla Luiss. Questo spiega l'articolazione della giornata del 13 dicembre: la mattina dedicata all'ascolto di tre autorevoli relazioni (Kaufmann: *Rule of Law and Economic Performance*; Voigt: *How (not) to Measure Institutions*; Pagano: *Politics-Business Interaction Paths*) discusse altrettanto autorevolmente (Lautenberg, Egidi); la tavola rotonda del pomeriggio, introdotta da Savona, è dedicata alle recenti vicende italiane, sugli spunti offerti dalla ricerca; nell'intervallo saranno sinteticamente presentate le conclusioni di ciascuna ricerca.

Il modello del mercato

I

Teoria

2.- *Il mercato e le società liberali.*- Il mercato come tecnica di organizzazione della produzione e del commercio è invenzione europea; nasce nell'Italia medievale, si è lentamente stabilito con il rafforzamento del ceto mercantile, che ha trasferito le proprie caratteristiche alla Città mercantile, sino ad imporsi negli Stati liberali del XIX sec. e divenire oggi fenomeno globale; ma non universalmente accettato, ricordiamo la sentenza di Putin: La maggiore disgrazia del XX sec. è la caduta dell'Unione sovietica; gli Usa devono convincersi che non vi è soltanto un ideale di società e di economia.

- *Le libertà mercantili generano le libertà politiche dello Stato liberale?*- È costante il riproporsi della questione se il mercato non imponga alla società l'organizzazione liberale, come accaduto

nell'Inghilterra ed in definitiva nell'Occidente; come, si dice, necessariamente accadrà alla Cina, se perseguirà lo sviluppo dell'economia nella integrazione mondiale.

La storia fornisce argomenti per rispondere affermativamente. Il mercato si è costituito sulle libertà e sulle responsabilità individuali. I meccanismi del mercato hanno fatto leva sull'interesse individuale, sull'egoismo; la ricchezza si è alimentata e diffusa, si è distribuita e ridistribuita, nella logica dello scambio remunerato di beni e servizi, secondo la capacità professionale del mercante, ed anche secondo la sua *buona stella*. Il mercato dunque si è organizzato su persone libere di decidere le proprie convenienze e responsabili delle proprie azioni; indipendenti nel profittare della fortuna e nel subire la sfortuna. Ma le libertà mercantili si sono sentite sicure, stabili, soltanto quando la proprietà ed il contratto, che ne sono il fondamento, sono state protette come diritti dell'uomo nella Costituzione politica, non più circoscritte al solo mercato. D'altro canto la diffusione del potere economico ha creato nella classe mercantile e professionale il desiderio di *contare* anche politicamente: il codice napoleonico ha esteso all'organizzazione politica le libertà mercantili, come aveva provveduto da tempo la *Common Law* in Inghilterra.

Le esperienze in corso, soprattutto nella Cina comunista ed in altri importanti Paesi, hanno stimolato la riflessione sulla compatibilità del capitalismo mercantile con la forma politica autoritaria. La storia ci dice che nelle stesse aristocrazie mercantili soltanto lentamente, e con difficoltà, la libertà politica del mercante è divenuta libertà politica del cittadino; che non raramente la libertà mercantile, promossa e sostenuta dall'autocrate come tecnica per lo sviluppo economico del Paese, ha scatenato il processo di trasformazione delle libertà mercantili in libertà politiche, contro lo stesso potere. Questo processo verso le libertà, anche politiche, sembra essere nella logica del mercato. Invero la separazione della società mercantile dalla politica risponde all'utilità degli schemi scolastici, ma ne ha i limiti nella comprensione dei fenomeni. Nella realtà delle cose la pretesa del mercante di disporre liberamente del suo commercio fa della legalità il principio che deve reggere la società nel suo complesso per impedire comunque alla *Ragione di Stato*, e alla speculazione del più forte, di comprometterne la certezza e la durata. È nell'esperienza, anche recente, la constatazione che il primato del diritto è condizione necessaria per l'esercizio delle libertà mercantili, e quindi per la durata dello sviluppo, altrimenti esposto non soltanto alle incertezze della politica, ma soffocato, nelle crisi di legalità, dalla corruzione, che è il riflesso della prevaricazione della truffa e dell'arbitrio sulle libertà mercantili.

Peraltro l'avvento delle società liberali, come il dominio del mercato, non sono affatto una necessità storica; non sono una vicenda naturale; tutt'altro! Lo sviluppo economico e sociale non sono senza interruzioni o ritorni. Ce lo insegnano, nel loro lontano passato, la fine delle città mercantili italiane, di Firenze, della Castiglia e della Spagna

a partire da Carlo V, così diversa dalle società commerciali dell'Inghilterra e dell'Olanda.

- *L'idea che fonda il mercato e la società liberale: il contraddittorio affina la razionalità della decisione* - L'idea che fonda il mercato, e così la società liberale, è che *le verità* sono trovate nel dialogo; cioè sono trovate nella dialettica delle differenze generate proprio dalla libertà dell'individuo di decidere; libertà di decidere commisurata sulla responsabilità personale per la decisione assunta.

Nel mercato è la concorrenza, nell'esercizio della libertà di commercio, che seleziona le iniziative vincenti; nella società è il confronto, nell'esercizio della libertà politica, che seleziona le politiche perseguite, secondo i meccanismi di aggregazione. L'individuo è dunque stimolato a darsi l'organizzazione e la cultura adeguata per rispondere alla concorrenza e al confronto: il mercato, la società liberale, stimolano l'inventiva e la preparazione professionale; diffondono la conoscenza; trovano nell'ignoranza l'ostacolo al loro regolare funzionamento.

L'idea trova riscontro nell'efficienza delle società liberali, e del mercato, nel risolvere i problemi di convivenza, e i problemi di produzione. L'efficienza si spiega nel sofisticato grado di razionalità delle decisioni. Per razionalità intendiamo le operazioni mentali che innanzitutto ci consentono di prendere cognizione dei nostri interessi e valori; quindi di ordinare le idee in modo che il tessuto dei concetti formuli nel pensiero un progetto in grado di operare per i fini che ci proponiamo: quando questo procedimento mentale sviluppa la dialettica per l'assunzione di decisioni comuni la razionalità impronta il pensiero per il comune progetto. Nel pluralismo di uomini liberi, e nella concorrenza di unità indipendenti nel decidere e nel rischiare, le procedure del confronto consentono l'apporto di più intelligenze alla formazione del pensiero comune. In questo senso la razionalità del mercato è nei contratti generati nell'esercizio del commercio.

- *Dallo Stato liberale allo Stato democratico: introdurre la democrazia nel mercato è confondere i rispettivi ruoli* - La società liberale vuole attivo il cittadino, perché vivamente cointeressato alla cosa comune; trova ostacolo nel disinteresse e nell'ignoranza. Ecco che lo Stato liberale dell'800 riconosce il voto per censo, quale criterio per stabilire nell'elettorato l'interesse alla cosa comune e la cultura necessaria alla razionalità delle decisioni: il suffragio universale rischia la deriva demagogica (ricordiamo Sonnino). Il passaggio alla democrazia liberale è la presa d'atto che anche il povero e l'ignorante possono partecipare razionalmente all'organizzazione politica, sociale ed economica del Paese attraverso le formazioni sociali cui si affidano (partiti, sindacati, ecc.).

Ma questo problema non riguarda il mercato, come tecnica di produzione, la cui efficienza è esclusivamente misurata nel criterio finanziario del profitto e della perdita. La democrazia è nel contesto politico in cui opera il commerciante, non nel decidere le operazioni commerciali; la democrazia non è nella organizzazione e nella gestione della società per azioni, strumento del capitale, che incontrerà i limiti e le condizioni legali, ad es. per la tutela dell'ambiente e del lavoro; la quale gestirà il suo interesse di profitto nei confronti ed in contrapposizione delle organizzazioni portatrici di altri interessi, come l'Amministrazione (ambiente) e i sindacati (lavoro). Inserire momenti di democrazia nelle tecniche di mercato determina confusione di ruoli e di responsabilità, come conferma l'esperienza germanica della cogestione. Perciò non ha senso dare la democrazia al mercato. Questo è tecnica di produzione, non procedura di combinazione di valori ed interessi: nel mercato l'interesse è fare soldi, la capacità è nella responsabilità di chi si arrischia; non ci sono valori da combinare, se non nello stabilire le regole che la politica fissa nella legge per l'operare del mercante nella società.

3.- Il mercato non è nella natura delle cose: è disposto da sofisticate discipline dove spesso il principio è affidato ai dettagli.- La mobilità economica e politica è la caratteristica che contraddistingue il mercato e la società liberale. Nel mercato la mobilità dei fattori produttivi riflette l'esercizio concorrente delle libertà mercantili e consente così i cambiamenti nella continuità. L'instabilità individuale è la fisiologia del mercato e della società liberale, nella stabilità delle istituzioni.

- Nelle società liberali la posizione sociale e la fortuna materiale della persona non dipendono dallo *status* familiare, ma dall'iniziativa individuale, in una concorrenza che può apparire esasperata ed impietosa; che così è stata denunciata. Ingiustamente. Nelle società liberali la solidarietà è un valore primario, ma assunto dalla collettività politica e da istituzioni private separatamente dal ruolo del mercato come tecnica della produzione economica. La separazione consente di organizzare il mercato come tecnica e di organizzare la solidarietà come valore, distinguendo, con i ruoli, la responsabilità delle persone incaricate della gestione delle rispettive iniziative. La separazione crea le condizioni di riconoscimento degli interessi e dei valori, della loro convergenza o divergenza, che nel pluralismo si affrontano e si ricompongono nell'evoluzione delle cose, come nel mercato la mobilità ricomponi i fattori produttivi. Nella separazione dei ruoli la solidarietà è meglio garantita dal rischio che nella confusione si annidi, con l'inefficienza, l'arbitrio, il privilegio e lo sfruttamento del debole. Si badi, è debolezza fisica, oppure debolezza di fronte all'astuzia per imbrogliare; debolezza nei confronti di corporazioni o confraternite; ma

non è detto che sia debolezza d'intelligenza e di capacità di promuovere ricchezza per la collettività.

- Il mercato non è nella natura delle cose; il mercato è disposto da sofisticate discipline dove spesso il principio è affidato ai dettagli -
La rivoluzione permanente, che introduce nel mercato e nella società la mobilità delle persone e dei capitali, urta i privilegi acquisiti, orientando chi si trova a disporre del potere a stabilire il monopolio del suo commercio e l'autocrazia della sua verità, dove la stabilità del dominio personale compensa le inefficienze collettive. Per vero la libertà di commercio, e così anche la libertà politica, non sono nella natura delle cose. Il principio che la libertà di ciascuno non trova altro limite che la pari libertà altrui non è affatto naturale. L'istinto dell'individuo alla vita sociale è per l'appropriazione dei benefici, sì da orientare al dominio della società, alla rapina secondo rapporti di forza, assicurandosi la stabilità nel tempo della supremazia acquisita nell'immobilismo delle stratificazioni sociali. Così è nella competizione economica. L'istinto non è per la concorrenza nella lealtà; bensì è per il monopolio; comunque per lo sleale sfruttamento dell'imperizia e della debolezza altrui.

Il mercato, le libertà mercantili, devono essere imposte e costantemente garantite come interesse politico comune, contro l'interesse economico individuale: sono libertà intensamente regolate dall'autorità sociale, nella consapevolezza, maturata dall'uomo civile, che la disciplina delle libertà individuali, le limitazioni che individualmente ci imponiamo, generano benessere collettivo. Sbaglia chi ritiene che la libertà del mercato sia assenza di regole; è davvero un'illusione che il mercato possa operare senza regole: la libertà deve essere disposta; deve essere imposta la conseguente mobilità dei fattori produttivi: del capitale, del lavoro, dell'imprenditore o dell'amministratore della società commerciale. L'assenza di regole conduce rapidamente al monopolio e all'autocrazia. Perciò il mercato, e la società liberale, sono una creazione della legge; si reggono sul *diritto*.

Oggi il mercato è la risultante di complesse e sofisticate discipline di diritto privato (le libertà) e di diritto pubblico (i limiti e le condizioni di esercizio), dove spesso i principi sono affidati a disposizioni apparentemente di dettaglio. Consideriamo il caso di operazione societaria (es. fusione) soggetta ad autorizzazione amministrativa; la procedura si rivelerà profondamente differente secondo che l'autorità accetti o rifiuti di dialogare prima che i termini dell'operazione siano resi formali in una deliberazione della società (o delle società) interessate; se l'autorità accetta di dialogare prima, nei fatti viene a partecipare all'iniziativa, imprimendo informalmente la propria influenza morale, senza peraltro assumere responsabilità, ed in qualche modo coprendo, quanto meno nei suoi confronti, la

responsabilità dell'amministratore delegato che instaura il dialogo. Sembra un dettaglio; davvero il diavolo sta nei dettagli! Il mercato richiede la formalità delle libertà e dei poteri, delle responsabilità, delle procedure di decisione, e richiede informazione diffusa, per consentire a ciascuno di regolarsi in un gioco a carte scoperte.

L'esperienza ci dice essere assai più complessa la disciplina del mercato, e delle società liberali, che la disciplina della pianificazione, delle società socialiste o comuniste; del centralismo statale; della stessa economia mista, cui appartiene la nostra società. L'intralcio che le forme e la trasparenza possono recare alla rapidità della decisione (è più facile decidere quando i destinatari della decisione sono all'oscuro, ovvero disinformati, delle conseguenze che ne possono subire) trova compenso nella qualità della decisione, se le procedure sono adeguate alla loro funzione.

4.- *E' il rischio finanziario che determina l'efficienza di mercato.*- Chiamiamo rischio d'impresa la sua dipendenza dal prezzo di mercato; è un rischio tanto più pressante quanto meglio la libertà dell'imprenditore di decidere si accompagna alla responsabilità di perdere l'investimento. In queste condizioni quella determinata impresa, e più in generale quella determinata attività, sarà svolta in quanto si regga sul mercato, cioè in quanto su di essa si esprima una domanda che consente ricavi sufficienti a coprire i costi e a generare un'eccedenza che stimoli gli investimenti.

L'efficiente allocazione delle risorse è regolata dal rischio che esprime il prezzo. La costruzione di un tunnel che rende più economico il tragitto riduce l'interesse della comunità a che i battelli attraversino il Reno (ovvero la Manica); l'investimento in nuovi battelli si rivelerà antieconomico per chi lo abbia deciso a ridosso dell'apertura del nuovo transito nel calcolo, smentito dai fatti, che comunque l'offerta del traforo risulterà più costosa, almeno per il tempo sufficiente all'ammortamento degli investimenti. La linea aerea Milano-Roma sarà ancora competitiva con la linea ferroviaria o dovrà essere soppressa, come Parigi-Londra, all'apertura del treno veloce? Il meccanismo del mercato funziona se il rischio resta a carico di chi decide; se solo il patrimonio di chi decide sopporta il rischio; se il patrimonio è costituito in unità indipendente ed autonoma, non in grado di coinvolgere nel suo rischio altri patrimoni, diluendone le conseguenze (es. nel gruppo di società); se chi decide non è in grado di trasferirlo, ad es. in seguito ad agevolazioni pubbliche (per il sostegno dell'occupazione, in un'attività condannata dalla domanda: es. tratta aerea Roma Milano) o di manipolarlo (ad es. ottenendo il rinvio del treno veloce, per la stessa tratta) o di decidere nell'affidamento che la crisi troverà rimedio in interventi straordinari che la natura dell'attività necessariamente imporrà alla *ragione politica* (questo effetto sul calcolo del rischio è indicato *moral hazard*). L'affievolimento del rischio incide sulla

mobilità dei capitali e così determina inefficienze che si riflettono in condizioni che favoriscono situazioni parassite; oppure che riflettono decisioni politiche fondate su altri criteri di giustizia differenti dal mercato.

Poiché la realtà delle cose è più complessa del modello astratto, l'intervento straordinario va assunto come componente ineliminabile del mercato, così che si accresce la sofisticazione delle discipline. Non sono straordinari, e non alterano le condizioni del mercato, gli interventi amministrativi per fini sociali o per agevolare l'esercizio del commercio che incidono sui costi o sui ricavi, ma nella parità, senza interferire nella gestione del rischio della singola unità: l'impresa *dipende* dal mercato (è ovviamente questione di misura). L'intervento straordinario, che invece riguarda singolarmente l'impresa nella gestione del suo rischio, va regolato in modo che la straordinarietà sia relegata all'eccezionale, e preventivata la possibilità, sì da non incidere fisiologicamente sulle componenti fondamentali del rischio (ne abbiamo un es. nella disciplina della concorrenza, art. 87 Trattato di Roma); altrimenti si cade nell'economia di assistenza; oppure nella prestazione di servizi pubblici.

Non è mercato il servizio sanitario nazionale perché chi decide è condizionato dall'ammontare delle somme assegnate per competenza dall'autorità. Lo stesso accade nelle associazioni private quando l'oggetto sociale è perseguito con i contributi degli associati, ad es. al circolo sportivo: sono gli associati, con la decisione annuale sull'ammontare dei contributi, che definiranno le dimensioni del circolo, e della stessa convenienza sulla sua permanenza, impegnando il gestore alla migliore utilizzazione dei contributi erogati. Perciò l'organizzazione del servizio sanitario richiede una disciplina amministrativa del tutto diversa dalle discipline delle attività affidate al mercato privato; e così è differente la disciplina degli enti privati *non profit*, la cui presenza è importante nella società USA; che vanno diffondendosi anche in Italia¹. Le due forme di produzione rispondono a diverse filosofie, tradotte in diverse scelte politiche, soggette a differenti regole. Nel servizio sanitario nazionale lo Stato assume l'interesse al servizio come proprio (giustizia *distributiva*); nelle produzioni affidate al mercato l'interesse dell'ordinamento è che l'attività sia esercitata soltanto in quanto al suo riguardo si esprima una adeguata domanda; è la società che, nella individualità dei consumatori, decide cosa interessa produrre, e come: l'esercizio dell'attività dipende dal libero scambio nel mercato (giustizia *commutativa*).

Vi sono attività il cui esercizio non si presta alla tecnica del mercato. È dalla crisi del '29 che ci si è chiesti se l'attività bancaria e

¹ V. le ricerche a cura di Mario Nuzzo nel sito.

Nello svolgimento sono richiamati gli studi derivati dalle ricerche particolari, che possono ritrovarsi nel sito Lusii-Ceradi.

finanziaria si presti al mercato, sì che le banche di deposito sono state regolate in ordinamento settoriale, come servizio pubblico. La deregolamentazione ripropone il problema nel corso delle recenti crisi. L'attività bancaria va regolata come servizio pubblico in concessione o affidata direttamente ad enti pubblici, come era configurata nella precedente legislazione bancaria del '33-39? Oppure va organizzata come mercato libero di organizzarsi nei limiti della comune legislazione, come in buona sostanza erano regolate le *investment banks* negli Usa? Oppure va sì organizzata come mercato (vigilanze strettamente prudenziali), ma secondo speciali regole, di bilancio, prudenziali, di operatività (sino a separare l'intermediazione a breve nella *narrow bank*) secondo concezioni che oggi si ripropongono?

5.- *L'etica degli affari: la Sincerità*².- L'etica è spesso indicata come il valore morale che, contrapposto al profitto di mercato, ne integra la disciplina, impegnando il commerciante a correggere le perversioni indotte dalla ricerca speculativa del denaro. Ma soltanto per i Paperon de' Paperoni il denaro è un fine, un valore per se stesso, da immagazzinare nel deposito. Per il mercante, per l'investitore e la famiglia che risparmia, per la società, il denaro non è un valore, ma è uno strumento per soddisfare, con l'impiego delle risorse disponibili, valori od interessi, sani o depravati, secondo l'estro individuale, e secondo i giudizi degli altri. Dobbiamo dunque distinguere il momento etico, come giudizio di valore, ed il mercato, come strumento per disporre dei mezzi per soddisfare interessi e valori. Il mercato è una tecnica, di per sé moralmente neutra; il cui valore etico, se lo vogliamo cogliere, è nell'efficace suo funzionamento, per consentire ai beneficiari, che sul profitto hanno fatto affidamento, di soddisfare i propri interessi e valori. L'amministratore di società commerciale che senta la pressione etica di non profittare del lavoro minorile in un paese terzo, comportamento che la legge nazionale non gli vieta, se l'impiego del lavoro minorile è nell'interesse del profitto, deve rassegnare le dimissioni se la coscienza gli impedisce la decisione di servirsene, non rinunciare a servirsene, in quanto il mandato dei soci, cui è vincolato anche moralmente, è di fare soldi, per distribuire dividendi, necessari al socio, ad es. per mantenere un figlio in condizioni di grave incapacità motoria. Il dilemma non è tra profitto e coscienza, ma, nella propria coscienza, tra il sentimento di repulsione per il lavoro minorile e il valore della fiducia dovuta ai soci per il rispetto della loro libertà di scegliere i loro valori. Perciò il dilemma etico non è tra un valore e il profitto; ma tra il valore, che viene assunto in un dato momento e presso una persona (o una data componente della società), e la libertà (a suo volta, valore) che il profitto dà al suo percettore di scegliere i valori da soddisfare.

² G.VISENTINI, *L'Etica degli affari*, Luiss University Press, 2006; *Il diritto risponde all'etica della tolleranza*, in sito Ceradi-Luiss.

- Le scelte politiche pongono problemi etici al legislatore. Nel legislatore comprendiamo non soltanto il legislatore formale, ma quanti partecipano all'elaborazione delle regole del mercato; dunque anche i commercianti nella loro capacità di promozione e di pressione. Per il legislatore l'alternativa tra etica e profitto è innanzitutto nella scelta politica se utilizzare la tecnica del profitto, che lascia ai percettori la decisione dei valori da soddisfare, o invece impiegare le risorse disponibili per soddisfare direttamente valori o interessi; se gestire la sanità o la scuola come bene pubblico da distribuire secondo le necessità di ciascuno per il servizio, oppure affidarne la produzione al mercato, secondo le disponibilità dei consumatori; per il padre di famiglia la scelta è se oggi comprare una nuova casa o investire per un futuro consumo. Scelto il mercato, l'etica si impone come scelta politica nel decidere la predisposizione di limiti e di divieti all'esercizio dell'impresa per la tutela di valori altrimenti compromessi: protezione del lavoro nell'impresa, garanzie sulla qualità delle merci destinate al consumo alimentare, preservazione dell'ambiente ecc. Per il commerciante l'etica si immedesima nel rispetto della legge e degli affidamenti contratti.

- *L'etica del legislatore nella disciplina degli affari* - Sotto altro profilo l'etica coinvolge gli affari; come sincerità; come quel valore che l'ipocrisia tradisce. È il valore che investe in particolare il legislatore, nel significato esteso sopra indicato.

Nella disciplina del commercio l'etica sta nel regolare il mercato in coerenza con il suo funzionamento: protezione delle libertà dalle frodi, concorrenza, fallimento; regolare la moneta, le condizioni macroeconomiche nella conservazione degli equilibri ecc. L'esperienza, anche di questi giorni, non rivela nella crisi l'immoralità delle banche che hanno profittato delle condizioni speculative che offrivano loro i mercati finanziari ed immobiliari, ne rivela eventualmente le illegalità perpetrate; ma rivela soprattutto l'immoralità che si è annidata nel momento della formazione delle regole e della gestione delle competenze amministrative.

Nel postulato, non ragionato, della deregolamentazione dell'economia, si è consentito alla speculazione di prosperare, con la piena consapevolezza che sembra tradire chi al riguardo ha parlato di "esuberanza irrazionale". Nei limiti della legalità l'operatore fa l'affare suo; immorale è il legislatore che non previene le deviazioni dalla logica del mercato, che subisce le pressioni interessate alla speculazione immediata, che la promuove nell'interesse politico di forzare sul breve termine una crescita economica che nel medio rivelerà, con la sua inconsistenza, danni provocati dalla rottura degli equilibri. L'Autorità che ha accettato, e le banche d'investimento che hanno proposto, la sospensione delle regole di capitalizzazione erano

sincere nel motivare la deregolamentazione con l'ormai superata ragione dell'esserci della regola?³ Il legislatore italiano, nel sopprimere per gli amministratori di spa il reato per avere partecipato al voto in situazione di conflitto d'interessi, è sincero nel dire sufficiente l'azione civile di danno quando contemporaneamente ne riduce l'azionabilità? La riduzione della portata delle revocatorie nella riforma del fallimento davvero risponde alla logica del mercato? Cioè alla morale che deve ispirare chi regola il mercato.

II

Le istituzioni private del commercio

6.- *Le principali istituzioni.*- Tradizionalmente individuiamo nella proprietà e nel contratto le componenti che fanno il mercato. Di recente le analisi delle scuole di *Law & Economics* si sono concentrate anche sull'efficienza delle istituzioni processuali (*enforcement*), che si rivela assai diversa secondo le giurisdizioni, e dalla quale in definitiva dipende la concreta protezione della proprietà e del contratto. L'efficienza del mercato è sì nella qualità del diritto, ma questa è affidata alla giurisdizione⁴.

Per la precisione il fondamento filosofico del mercato è nella proprietà privata, che, riconosciuta in astratto ugualmente a ciascun associato, è intesa come il diritto di acquisire, di servirsi e di disporre delle cose per contratto; diritto che la forza dello Stato garantisce nel processo giurisdizionale, non soltanto dalla violenza dello spoglio, ma soprattutto dalla malizia e dalla frode, in grado di inquinare il contenuto di libertà di volere.

Peraltro, sul fondamento filosofico della proprietà privata dei mezzi di produzione, la disciplina del mercato si articola, sviluppando il diritto privato comune in istituti specialmente adatti al commercio, che ci provengono dalla tradizione e variabili nel tempo. Nel diritto commerciale di oggi individuiamo: proprietà, contratto, concorrenza, fallimento, relazione fiduciaria, contabilità ed informazione, giurisdizione. Ne richiamo sinteticamente il senso nella coerenza del mercato.

7.- *Proprietà: concorrenza e fallimento.*- Con la *proprietà* il *Diritto* riconosce al mercante il potere di disporre dei flussi finanziari nelle decisioni di investimento e negli impieghi d'esercizio (*costi*). Concorrono a formare i flussi: gli apporti a capitale, l'indebitamento, i corrispettivi per la cessione di beni e le prestazioni di servizi (*ricavi*).

³ Citare F.T.

⁴La scheda di E.FAUSTINI, su *Law & Capitalism*, C.J.MILHAUPT and K.PISTOR, in sito Ceradi.

Gli apporti, i costi ed i ricavi sono *contrattati* con i risparmiatori e finanziatori, con i fornitori e i prestatori di lavoro, con i consumatori, nella libertà di ciascuno di scegliere la controparte; cioè nella *concorrenza* della domanda ed offerta, che genera il rischio del *fallimento*. Dunque è la concorrenza che legittima e regola il potere economico che la proprietà dà al commerciante, con influenza anche sull'organizzazione sociale e politica del Paese.

La concorrenza regola il potere capitalistico dell'imprenditore, nel senso che la sua consistenza (dimensione ed intensità) dipende dal rapporto costi-ricavi: cioè dalla capacità dell'imprenditore di ricostruire con i ricavi le disponibilità finanziarie impiegate nei costi; e così di rafforzarsi, se genera utili; oppure di affievolirsi, se subisce perdite; sino all'estinzione, con la liquidazione dell'impresa e con il *fallimento* per insolvenza. È il giudice, come autorità del mercato, che accerta l'insolvenza nell'interesse della concorrenza, per disporre la liquidazione nell'interesse del credito. La concorrenza seleziona l'efficienza delle imprese e elimina l'inefficiente; il fallimento, che è effetto della concorrenza, rende l'iniziativa commerciale dipendente dal mercato.

L'efficienza delle imprese è nella loro consistenza finanziaria. Può ben accadere che i nuovi impianti immessi nella cartiera siano massimamente efficienti, ma se le condizioni del mercato non consentivano l'investimento, l'iniziativa sarà fallimentare, con gli impianti che hanno perso valore in quanto congegnati per quella cartiera. Perciò il calcolo finanziario è la misura della funzionalità dell'impresa: il bilancio ne esaurisce la rappresentazione; il risultato finanziario esaurisce l'utilità del suo esistere (organizzazione *profit*). Appunto diciamo questo sistema economico *diretto dal mercato*. Invece il rendiconto dell'associazione sportiva (o dell'ente ospedaliero) informa gli associati (o il contribuente) sull'impiego delle risorse disposte annualmente, ma non rappresenta la funzionalità della gestione, che dipende dalla qualità dei servizi erogati. Appunto diciamo l'associazione (l'ospedale) *dipendente dagli associati* (dal contribuente) (organizzazione *non profit*).

8.- *Contratto*.- Lo strumento per l'esercizio del commercio è il *contratto*, che vede il commerciante parte necessaria. Il contratto è la libertà di negoziare l'assetto dei propri interessi, di stabilire il prezzo che formerà quello del mercato. La libertà è effettiva nei limiti in cui la volontà delle parti è protetta dall'errore e dalla frode; nei limiti in cui a ciascuna delle parti è garantita la fedele esecuzione del pattuito.

Quando la controparte è il pubblico dei consumatori, l'inidoneità del diritto comune dei contratti a garantire alla clientela la correttezza della trattativa, e a proteggerla dalla frode, nella conclusione e nell'esecuzione dell'operazione, ha stimolato lo sviluppo di tecniche giuridiche che vengono raccolte nel diritto per la tutela del

consumatore. Queste limitano l'autonomia contrattuale dell'imprenditore per riequilibrare la posizione del consumatore, singolarmente debole nella trattativa di acquisto e nelle pretese di adempimento: se i ricavi dell'impresa dipendono dalla clientela, come massa, il singolo cliente è debole, innanzitutto nella convenienza finanziaria a studiare l'operazione e ad esperire le difese⁵. Propriamente non sono limitazioni alle libertà private, che anzi intendono esaltare con il sottrarre il contraente debole all'imposizione unilaterale del contraente forte. Viceversa tra imprenditori la disciplina comune dei contratti può rivelare rigidità inutili, data la posizione sofisticata e la capacità finanziaria delle parti, sì che il diritto commerciale riconosce una libertà d'inventiva negoziale sconosciuta alle contrattazioni private, stimolo all'innovazione.

Le operazioni finanziarie e d'intermediazione finanziaria hanno una fisionomia distinta dalle operazioni dell'economia reale. La finanza crea una relazione di debito non sempre di immediata valutazione nel contenuto, mentre l'adempimento è affidato alla capacità dell'entità finanziaria, di complessa valutazione ed assai variabile nel tempo. La speciale disciplina delle operazioni finanziarie si impone sia per la stabilità del sistema sia per la protezione della clientela⁶.

La componente lavoro nel mercato, organizzata nel diritto del lavoro e studiata nell'economia e nella sociologia del lavoro, dovrà essere inclusa nel progettato Istituto di ricerca.

9.- *Relazione fiduciaria: conflitto d'interessi; contabilità ed informazione; rimedi fiduciari.*- Nel mercato è accaduto frequente l'affidamento alle decisioni e alle gestioni altrui. Questo accadimento va ricondotto al diritto delle relazioni fiduciarie, distinte secondo che il principale, cioè il titolare dell'interesse gestito, sia in grado di esercitare le sue prerogative e difese (mandato) oppure sia incapace o non abbia la sufficiente capacità (es. la gestione del genitore dei beni del minore). In questo secondo caso l'ordinamento organizza tutele sostitutive o integrative (es. giudice tutelare; vigilanze amministrative sulle fondazioni, su enti pubblici erogatori di servizi).

⁵ È questo il profilo di debolezza del consumatore (o del risparmiatore) che rende inutili (se non pericolose) le presunte protezioni consistenti in sottoscrizione di clausole o in informazioni sofisticate. Prendiamo il banale esempio del cliente che al *terminal* noleggia la vettura sottoscrivendo nel modulo specifiche clausole, c.d. vessatorie. Soltanto il cavilloso chiederebbe, prima di sottoscrivere, di sentire un esperto, con perdita di tempo e costi che renderebbero del tutto impossibile la pratica del noleggio.

⁶ Del tema si è occupata l'Università di Perugia (Tonelli), presso la quale è stato tenuto lo scorso giugno, nell'ambito della comune ricerca, un incontro di presentazione dei lavori, che ha individuato profili critici del nostro diritto, anche nell'attuazione della Mifid. I documenti sono nel sito Ceradi-Luiss.

Il mandato è operazione diffusa nei riguardi della clientela; le società commerciali sono una gestione per conto altrui; nella società per azioni il fenomeno fiduciario si articola in una sofisticata organizzazione, dalla cui presenza dipende non soltanto la qualità dell'istituto di diritto privato, ma la sua stessa fisionomia privata⁷.

- *Prevenzione dei conflitti d'interesse* - Nella vendita, nell'esecuzione di un'opera, l'interesse è deciso dal compratore o dal committente ed è soddisfatto dalla controparte che diligentemente consegna la cosa conforme al pattuito o esegue l'opera a regola d'arte. Invece nel mandato, e in generale nelle relazioni fiduciarie, il fiduciario gestisce un affare del fiduciante, che lo ha investito del potere di decidere del suo interesse nell'operazione che concluderà in esecuzione dell'incarico. Pertanto il fiduciario che decide nella concreta operazione quale interesse meglio risponda al presunto interesse che il fiduciante avrebbe fatto proprio, non soltanto deve essere diligente, ma innanzitutto deve essere leale (*onesto, obiettivo, imparziale, disinteressato*, come spiega il dizionario). È sleale se assume la decisione in situazione di conflitto d'interesse, per la presunzione di parzialità che crea l'interferenza dell'interesse proprio nel momento in cui decide dell'interesse fiduciario: es. è in conflitto l'amministratore che propone il rapporto di cambio nell'incorporazione di società che controlla. È una presunzione di parzialità; non è detto che il danno si verifichi; ma è presunzione che dovrebbe essere sufficiente a sospendere il mandato, per rimmetterlo ai soci o rassegnare la decisione agli amministratori non in conflitto. La cautela vieppiù s'impone se si tiene conto che il danno non necessariamente integra la perdita di patrimonio o il mancato guadagno risarcibile, bensì può stare in una politica aziendale non conveniente, e che soltanto il tempo rivelerà perdente rispetto altre possibili politiche (il danno può stare nell'imperizia del fiduciario, non rilevabile ai fini del calcolo del risarcimento; cioè nel *rischio d'impresa: c.d. business judgement*).

Perciò la rilevanza che riveste, per il buon funzionamento del mercato, data la diffusione delle relazioni fiduciarie, la disciplina di prevenzione dei conflitti d'interesse. Talvolta la prevenzione si traduce in un divieto secco. Peraltro il divieto legislativo di assumere l'incarico

⁷ Nell'esame conviene prescindere dalle sottili argomentazioni che i giuristi hanno impiegato nella dialettica di contenzioso, ormai riprese anche dalle dottrine, per affrontare il problema politico degli interessi coinvolti e delle scelte per la loro sostanziale protezione. Pensiamo all'argomentazione sulla natura di mandato della posizione degli amministratori (sono mandatari?), la nozione di conflitto d'interessi (deve trattarsi di interessi contrapposti o basta l'interferenza che crea parzialità nell'assumere la decisione?), sul danno (il conflitto c'è solo se è integrato il danno oppure se vi è pericolo di danno in quella concreta situazione? ecc.). Sono argomentazioni respinte da un'importante decisione (Cass.) che, nell'applicare la sanzione penale ad amministratore che aveva partecipato al voto in conflitto, ha guardato alla sostanza delle cose.

in situazione di conflitto deve essere relegato a casi estremi: non va soppresso l'incarico fiduciario come strumento di libero impiego, ma vanno regolate le situazioni di conflitto che generano gli incarichi fiduciari.

- *Rimedi fiduciari; Informazione* - In quanto relazione retta dal diritto privato, l'effettività del vincolo fiduciario, cioè la fedeltà della gestione all'interesse altrui, dipende dall'efficacia dei rimedi di cui dispone il fiduciante: il potere di revoca per inopportunità della gestione e l'azione di danno per abuso di gestione, per negligenza, slealtà e conflitto d'interessi. Il primo (la revoca) è il rimedio principale per asservire il fiduciario all'interesse del fiduciante; il secondo (risarcimento dei danni) è invece il rimedio residuale, in quanto non previene il danno, e comunque copre soltanto il danno giuridicamente risarcibile e non anche l'inopportunità della gestione per il mandante.

L'esercizio di questi rimedi presuppone di ricevere compiuta, significativa e comprensibile informazione sull'andamento degli affari: questo presupposto è a fondamento degli istituti della trasparenza e della contabilità.

L'esercizio dei rimedi richiede anche che gli interessati siano in grado di servirsene, tenuto conto dei costi che comunque comportano. Nel caso del risparmio diffuso è normale che il fiduciante non abbia investito per un ammontare sufficiente a giustificare il costo della elaborazione delle informazioni e delle difese. La relazione fiduciaria presenta analogie con le relazioni in cui il fiduciante è incapace. L'ordinamento, che non intende ricondurre il rapporto al diritto pubblico (es. vigilanze tutorie), dispone strumenti di diritto privato (es. rafforzamento del consiglio di amministrazione nei confronti dell'amministratore delegato; revisione dei conti) o di diritto amministrativo (vigilanze prudenziali) in grado di agevolare la decisione dei fiduciari, se congegnate in modo da essere davvero efficaci.⁸

Il sistema, il complessivo sistema, poggia sull'efficacia della giurisdizione, e degli strumenti amministrativi, per quanto di competenza. L'inefficacia dei rimedi svaluta il vincolo e in buona sostanza fa del fiduciario il titolare dell'interesse, che tuttavia gestisce senza assumere il rischio della gestione, che resta a carico del fiduciante (si è detto *proprietà senza rischio*). È situazione che si riscontra nel diritto delle società per azioni e dei mercati mobiliari, nei

⁸ Talvolta sono previste sanzioni penali (es. il codice del '42 prevedeva la sanzione penale per l'amministratore in conflitto che non si astenesse, nella considerazione che il socio non dispone della revoca e dell'azione di danno, ed individualmente la sua posizione può essere debole).

rapporti tra gestori, intermediari e clienti, tra amministratori e soci⁹. In assenza di vigilanze alternative ai rimedi di diritto privato, o nell'inefficacia anche di queste ultime, si prospetta quella condizione di crisi della legalità che si lamenta e che è all'origine di ricorrenti crisi del mercato. Conservare l'efficacia del vincolo fiduciario senza comprimere l'iniziativa del gestore, nell'interesse del gestito, è uno dei principali problemi di politica legislativa.

Talvolta se ne è tratta la conclusione che il fiduciante, il mercato, non è in grado di esercitare i rimedi, di essere protetto dagli strumenti di diritto privato, con la conseguenza di introdurre le vigilanze amministrative tutorie, e spostare in definitiva il rapporto fiduciario nella disciplina del diritto pubblico. Queste nel tempo rivelano inefficienze burocratiche nella rilevazione delle responsabilità, che anzi possono concorrere a coprire, creando poteri che non rispondono al mercato; e distorsioni nella distribuzione di privilegi; si confondono affari amministrazione e politica. Il quesito che si ripropone, se sia meglio il mercato - con i suoi rimedi di ordine privato, diffusi tra gli interessati, integrati da vigilanze amministrative prudenziali - oppure le vigilanze tutorie, va affrontato stabilendo che il mercato non è assenza di disciplina, ma è sofisticata disciplina, di diritto privato e di diritto amministrativo, orientata al mercato nella netta separazione di ruoli e di responsabilità.

10.- *Società per azioni: strumento di finanziamento; forma per organizzare l'impresa in istituzione.*- Le società; soprattutto la società per azioni ed in particolare la società quotata, è l'istituto che si è imposto come la forma giuridica per suddividere la proprietà del capitale negli apporti di più risparmiatori, così da riunirli in una comune impresa. Ma nel tempo, in Europa continentale, e così in Italia, per le condizioni del mercato mobiliare e per le vicende economiche e politiche, la società si è andata configurando come un ente istituzionale che dà forma all'impresa produttiva, sino a divenire persino fungibile con l'ente pubblico (es. le società per la gestione di servizi municipalizzati).

- *Strumento di finanziamento sul mercato mobiliare* - La società per azioni è adatta a diffondere tra i risparmiatori la proprietà dell'impresa per le regole che combina: - responsabilità limitata al capitale apportato; - assegnazione ai conferenti di titoli in serie (valori mobiliari), rappresentativi di frazioni uguali del capitale (le azioni); ne è spersonalizzato il socio (socio è l'azione), posizione resa così agevolmente trasferibile; - separazione della proprietà dei capitali

⁹ Con enfasi indicata come garanzia di *indipendenza*, ma da chi; dal mandante? Si percepisce l'influenza dell'idea che per il solo fatto di occupare la posizione si è capaci delle migliori decisioni

investiti, di pertinenza dei soci in assemblea, dalla gestione dell'investimento, affidato all'amministrazione, di solito concentrata nell'amministratore delegato.

Queste tecniche fanno della società lo strumento per finanziare l'iniziativa commerciale mediante gli apporti di risparmiatori interessati a ricevere i dividendi senza dover essere coinvolti nella gestione (*società a ristretta base*). La vocazione a ricevere finanziamenti è accresciuta con l'emissione di titoli di debito. Integrata nei mercati mobiliari, la società diviene lo strumento per la raccolta diretta del risparmio diffuso presso il largo pubblico (*società a larga base azionaria*).

Il successo nel tempo della società come strumento di raccolta di capitali famigliari è affidato alla qualità della disciplina del vincolo fiduciario, diversa nelle diverse giurisdizioni, soddisfacente in Italia nel codice, prima delle recenti modificazioni. Il successo come strumento di finanziamento sul mercato del risparmio dipende ancora dalla qualità del vincolo fiduciario, ma la disciplina ne resta complicata nell'obiettivo di astringere il gestore all'interesse di risparmiatori che, per il limitato ammontare investito non hanno convenienza ad esercitare i rimedi giuridici: il codice non si occupava di questo aspetto, che la riforma affronta assai parzialmente, e così la successiva legge indicata come *Tutela del risparmio*¹⁰. Il successo dipende inoltre dalla qualità delle discipline di borsa e del mercato finanziario, che nella tradizione italiana erano scarsamente curate, per l'indirizzo politico alla concentrazione della finanza nell'intermediazione bancaria; indirizzo che le riforme dell'ultimo periodo non hanno sostanzialmente mutato.

- *La dipendenza della gestione dal risparmio delle famiglie* - La gestione dell'impresa (il gestore) dipende dalle fonti del suo finanziamento. Nelle società famigliari i soci sono persone fisiche, in grado, per l'ammontare investito, di valutare la gestione e di decidere nuovi finanziamenti. In buona sostanza la società dipende dalle loro capacità finanziarie, quindi dipende dal mercato privato del risparmio. Secondo il modello di mercato, anche nelle maggiori imprese, che raccolgono risparmio diffuso, gli azionisti sono persone fisiche che, direttamente o per il tramite di fiduciari (es. fondi comuni), investono i risparmi in azioni od in obbligazioni: nella concorrenza tra banca e borsa. Invero la raccolta diretta presso il risparmio delle famiglie, in quanto lo consenta la dimensione del mercato mobiliare, è, per il finanziamento degli investimenti, meno onerosa dell'intermediazione bancaria. Pertanto, anche in queste società la gestione è ancora dipendente dal mercato: dal mercato privato del risparmio diffuso nelle borse valori.

¹⁰ V. PANZIRONI

- *Forma per organizzare l'impresa in istituzione* - Nella sua genesi la società (*company*) è un contratto tra mercanti: è una società di persone vestita della personalità giuridica; sì che, quando si pose il problema, non ne parve consentita la partecipazione in altre persone giuridiche. Per la cultura giuridica la capacità della società di partecipare in altre società non è stata un'acquisizione immediata, nè semplice. Ma il predominare della concezione della persona giuridica come soggetto reale (non fittizio, creazione meramente giuridica) consentì di spiegare in teoria il fenomeno che l'esperienza germanica diffondeva nel Continente: la società, come la persona fisica, ha la piena capacità di acquistare azioni non soltanto di altre società, ma anche le proprie, sino ad assumere il controllo dell'altra, ed anche di sé stessa, direttamente o mediante incrocio azionario.

Questa pratica non è senza influenza sulla natura della società poiché incide profondamente sulla sua funzione giuridica. Si riduce la presenza di azionisti persone fisiche; il controllo si concentra presso altre società, specialmente bancarie, per i capitali di cui dispongono, società spesso a loro volta controllate da altre società, non raramente consolidate da partecipazioni reciproche, coordinate da sindacati di voto (ricordiamo l'intreccio tra Bastogi ed Edison). Così si allenta, sino a divenire insignificante, il condizionamento dal risparmio diffuso. Anche per l'atrofizzarsi dei mercati mobiliari, il fenomeno si accompagna alla concentrazione sulla banca della funzione della allocazione finanziaria. Il finanziamento dell'impresa, e di conseguenza la gestione della società, finiscono con il dipendere da un ristretto numero di entità, fisiche e giuridiche, il cui apporto, già ridotto dall'incrocio azionario, è ulteriormente diluito nella combinazione del gruppo e delle società a catena.

La partecipazione in altra società e poi l'incrocio azionario, secondo le dimensioni della partecipazione e dell'incrocio, confondono, con i patrimoni, l'imputazione del rischio, che ormai è sopportato anche dalla società che partecipa; incidono sull'autonomia della società, le cui decisioni e la cui gestione sono influenzate dalla partecipazione, che nell'incrocio diviene reciproca influenza dei consigli di amministrazione. I patti di voto accentuano la concentrazione delle decisioni e la reciprocità dei condizionamenti, sino al punto di fare del patto la sede informale delle decisioni, usurpando l'assemblea, che dovrebbe restare la sede sostanziale dell'autorità, per il principio di legalità nell'organizzazione della persona giuridica. La crisi degli anni '20 in Italia coglie questo fenomeno nella sua rappresentazione estrema: le banche controllavano sé stesse attraverso il controllo delle società industriali che, a loro volta, detenevano partecipazioni nelle banche¹¹. È anche la situazione che in

¹¹ È la situazione che all'epoca aveva rappresentato VIVANTE, proponendo radicali riforme, che sono mancate.

parte si riproduce nel dopoguerra, situazione che nei momenti migliori abbiamo indicato nel *Salotto Buono* degli anni '60-'70.

La dottrina, presa coscienza dell'accadimento ormai diffuso tra le maggiori imprese, aveva parlato della società non più come contratto, bensì come istituzione (quasi fondazione, si è detto); non più come strumento di finanziamento dell'impresa, ma come forma di organizzazione dell'impresa produttiva, nella quale il gestore è sostanzialmente sottratto al condizionamento del mercato del risparmio, sino al prodursi di situazioni di dominio autoreferenziale.

La discussione si è portata sulla natura dell'interesse sociale. Per la teoria contrattuale l'interesse della società è il profitto per corrispondere il dividendo ai soci, relativamente al quale l'attività esercitata è il mezzo, sì che l'oggetto può (deve) essere mutato se lo richiedono le condizioni della domanda espressa dal mercato; per la teoria istituzionale l'interesse primario è il perseguimento dell'oggetto: far navigare i battelli sul Reno (Ratheneau), mentre il profitto, meglio l'equilibrio di bilancio, è la condizione di economicità: siamo vicini alla configurazione dell'ente pubblico economico, con la differenza che gli incaricati della gestione dell'ente pubblico sono responsabili secondo vincoli di diritto pubblico, mentre la teoria della società come istituzione non spiega a chi risponda l'amministratore, se non vagamente al mercato.

La concentrazione degli assetti proprietari influenza il grado di concorrenza sul mercato, sino a creare situazioni di cartello. Non per altro, quando negli anni '50 Ascarelli propose di disciplinare la concorrenza, avviò il progetto con disposizioni di divieto delle partecipazioni reciproche e di contenimento delle partecipazioni in società, dei gruppi, dei patti di voto.

- *La cooperazione* - L'importanza di questo settore, in generale e nella finanza (banche popolari), richiede un impegno che ci si propone di avviare con la ripresa della ricerca, se le condizioni lo consentiranno.

III

Le istituzioni statali per il mercato

11. *Lo Stato è componente essenziale del mercato: separazione del potere politico ed economico.*- Lo Stato è componente del mercato: nell'esperienza storica non è dato mercato senza Stato; nelle antiche repubbliche mercantili i mercanti s'immedesimavano con lo Stato, includendo negli statuti cittadini gli istituti commerciali. Lo Stato moderno orienta e sostiene il commercio come componente della sua forza nelle relazioni internazionali; persegue politiche di autarchia o di

liberalizzazione degli scambi, secondo la vocazione e il grado di industrializzazione del Paese.

- *La funzione dello Stato è essenziale anche nell'integrazione europea* - Nel Trattato di Roma gli Stati sono integrati sui fondamenti della libera circolazione di persone, merci e servizi, capitali. L'assunzione da parte delle Autorità UE della regolamentazione della concorrenza sviluppa il mercato comune, nel quale le competenze degli Stati membri, tutt'altro che trascurabili, concorrono con l'abilità delle imprese nazionali al loro successo.

Nel mercato globale la qualità dell'intervento degli Stati (Governo, legge, amministrazione) resta componente essenziale nella concorrenza mondiale e comunitaria delle imprese. Se è dunque corretto il rilievo che nell'integrazione europea e nel mercato globale gli Stati hanno perduto sovranità nei riguardi delle imprese e del commercio, non è vero che il compito dello Stato sia divenuto trascurabile: le imprese nazionali non solo dipendono dalle strutture giuridiche e dalle infrastrutture materiali nazionali; dipendono anche dalla capacità negoziale dello Stato di elaborare indirizzi politici nelle sedi comunitarie e internazionali; dipendono infine dalla politica nazionale per le importanti competenze residue. La competenza UE integra, non assorbe la sovranità statale. È un vecchio detto *fa ordine in casa tua per meglio affrontare il mondo*, ed i poteri e le responsabilità per fare ordine in casa nostra sono di tale importanza da giustificare la serietà di impegno pratico e teorico nella definizione delle politiche nazionali e nella elaborazione delle istituzioni e del diritto italiano.

- *L'imparzialità dello Stato: separazione dei poteri politico ed economico* - È necessario che lo Stato, nelle competenze della formulazione delle regole e della gestione amministrativa, sia protetto dal naturale istinto del mercante di sfruttare il potere politico ed amministrativo ai suoi fini; di crearsi privilegi verso i concorrenti e verso i consumatori; di ottenere la copertura delle inefficienze secondo l'adagio: profitti privati e perdite sociali; il mercato nella buona congiuntura e lo statalismo nella gestione della crisi. Oppure, per altro verso e congiuntamente, la libertà del mercato va protetta dalla altrettanto naturale tendenza del potere statale ad imporsi sul mercato per amministrarne il rischio, nella illusione, sotto la pressione degli avvenimenti, di padroneggiare l'andamento dell'economia: il mercato è un contropotere ribelle nei tempi e nei risultati all'imposizione di obiettivi pianificati e gestiti con meccanismi di gerarchia. Queste sono influenze e deviazioni inevitabili nell'esperienza; esse vanno realisticamente assunte e regolate secondo procedure istituzionali che ne impongano la trasparenza, la rilevazione dei costi, e così il contenimento fisiologico nella dialettica sociale e politica degli interessi.

È il tema del rapporto tra potere politico e potere economico, della loro separazione per garantirne il contenimento nel reciproco bilanciamento e per la rilevazione distinta delle responsabilità. Se nella congiuntura le procedure sono percepite come intoppi all'urgenza dell'azione, nell'esperienza sono gli strumenti che assicurano, con la qualità e la stabilità, l'efficienza del sistema economico. Le procedure costringono alla riflessione, coordinano le intelligenze e gli interessi, necessariamente conflittuali nel pluralismo, per decisioni intrinsecamente aleatorie nel disporre del futuro. Ma l'adeguatezza, la pertinenza e l'aggiornamento delle procedure sono condizioni, la cui soddisfazione dipende assai dalla tradizione culturale e istituzionale del Paese; dipende dalle persone o, come si dice, dalla classe dirigente.

12.- *La legislazione.*- Con il principio di legalità l'Illuminismo ha proposto due fondamentali valori: - Il primato della legge; - La certezza del diritto. La legalità esalta l'autonomia e le libertà private, sia nei reciproci rapporti, sia circoscrivendo la discrezionalità dei poteri amministrativi; consente ai meccanismi di mercato di operare automaticamente ed imparzialmente nella gestione dei rischi; predispone alla separazione del potere economico dal potere amministrativo.

- Il *primato della legge* implica la separazione del potere legislativo dal potere esecutivo; cioè la separazione dell'ordine politico dall'ordine amministrativo. Si vuole riservare la scelta politica ad istituzioni, che nella concezione liberale sono dipendenti dalla sovranità popolare (da noi il Parlamento con la partecipazione del Governo). Per altro verso è l'esecutivo che detiene il monopolio dell'impiego della forza nei riguardi dei privati: ma la detiene alle dipendenze della legge, sotto il controllo della giurisdizione. Si vuole astringere l'esecutivo alle scelte codificate nella legge: il provvedimento amministrativo deve rispondere ad un contenuto discrezionale che sia specificazione al caso concreto di una norma, cioè di una regola predeterminata. Così è separata la gestione della politica dalla gestione dell'amministrazione: il potere politico è libero, ma non può tradursi in atti che incidono giuridicamente su interessi privati se non attraverso la legge o l'amministrazione, in questo caso assoggettandosi alla legge. Perciò è garantita l'autonomia dei privati: cioè è garantita la netta separazione dei privati, per un verso dal potere politico, che non ha diretta competenza nei loro confronti; per altro verso dal potere amministrativo, dipendente dalla legge, assoggettato alla giurisdizione.

La separazione di competenze si riflette nella distinzione del diritto privato dal diritto amministrativo e dal potere politico: il regime liberale sviluppa il diritto privato. Il privato è libero nei limiti della legge, che configura il suo potere come diritto soggettivo; il pubblico è vincolato ai fini sociali stabiliti dalla legge, che configura il potere

amministrativo come discrezionale, soggetto al controllo giurisdizionale; l'elaborazione politica si traduce in atti tipici (legge), sì che la Ragion di Stato è controllata dal diritto (dal giudice).

- La *certezza* del diritto è nella predisposizione normativa, cioè generale e astratta, delle regole di comportamento; ne è corollario l'indipendenza della giurisdizione nella soluzione dei conflitti generati dall'applicazione della norma al caso concreto: è la garanzia che l'impiego della forza nella soluzione dei conflitti, anche con l'esecutivo, è nella sentenza, il cui contenuto dipende dalla valutazione dei fatti secondo diritto, nella convinzione del magistrato indipendente, indipendenza intesa sia come posizione istituzionale sia, e ne è conseguenza, come indifferenza (imparzialità) per gli effetti che potrà avere la sentenza.

La certezza del diritto non implica necessariamente il primato della legge nella formulazione del diritto, ma postula la predeterminazione della regola: il destinatario deve conoscere le condizioni della sua libertà. È un valore che va preservato anche nell'attività regolamentare. Quando la regola è formulata dall'esecutivo, la competenza normativa va formalmente distinta dalla competenza amministrativa di decidere in concreto; soltanto così opera la riserva di legge (di norma) e la soggezione alla giurisdizione del potere amministrativo.

13.- *Le competenze amministrative: vigilanze tutorie e prudenziali.*- Dai manuali scolastici possiamo rilevare l'elenco della tradizionali tipologie degli interventi amministrativi sul mercato: - prestazione di servizi alle imprese (es. camere di commercio); - protezione di determinati interessi (es. autorizzazioni allo scarico in acque); - modalità di svolgimento di determinate attività (es. ispezioni sanitarie; controlli sui prodotti); - disciplina della distribuzione delle attività sul territorio (es. licenze taxi); - vigilanza sull'impresa; - riserva di attività da esercitare direttamente (in passato produzione tabacchi) o per concessione (strade); - intervento diretto dello Stato nella produzione di beni e servizi in concorrenza (es. pp.ss.); - direzione e coordinamento, programmazione dell'economia o di settori d'impresa. Man mano che l'intervento pubblico si intensifica si riducono di efficacia i meccanismi del mercato, sino alla pratica configurazione della produzione in servizio pubblico o alla sua regolamentazione in ordinamento amministrativo settoriale.

- Le vigilanze sono strumento amministrativo tradizionale e frequente (es. credito, assicurazione). Nell'esperienza, specie italiana, non vi è chiara percezione della diversa loro tipologia. La distinzione che spesso sentiamo tra vigilanze tutorie e vigilanze prudenziali

dipende dalla diversa natura dell'interesse affidato alla rispettiva competenza; ne derivano importanti conseguenze per l'operatività del mercato. Mentre le vigilanze tutorie riducono l'operatività dei meccanismi di mercato, secondo l'intensità della loro competenza; viceversa le vigilanze prudenziali accentuano l'operatività dei meccanismi di mercato, e non raramente sono necessarie alla funzionalità stessa dei mercati.

La vigilanza *tutoria* ha la responsabilità non soltanto della correttezza della gestione dell'impresa, ma anche della rispondenza della gestione alla funzione, alle utilità o alle finalità (secondo l'intensità del controllo) per le quali è istituita e consentita. In passato la vigilanza sulle assicurazioni rispondeva alla funzionalità tecnica dell'impresa; la vigilanza sul credito rispondeva non soltanto della funzionalità tecnica dell'impresa, ma anche all'orientamento dell'impresa, in aderenza alla direzione e coordinamento dell'attività bancaria secondo propositi di generale politica economica. Nella regolamentazione la vigilanza tutoria è assistita da incisivi poteri in sede di costituzione, formulazione degli statuti, cessazione dell'impresa, anche per irregolarità; l'impresa è sottratta alle ordinarie procedure di crisi; nella prassi la vigilanza tutoria si rivela in poteri informali riassunti nella c.d. persuasione morale, presenti anche nelle nomine degli esponenti dell'impresa: sono vigilanze in cui nella gestione amministrativa è intenso il contenuto politico. In buona sostanza le vigilanze che chiamiamo tutorie realizzano una forma decentrata di gestione pubblica del servizio, condizione ben colta da chi in passato aveva chiamato il fenomeno *ordinamento settoriale* (M.S. Giannini).

La vigilanza *prudenziale* non risponde dell'efficienza e dell'eventuale crisi dell'impresa, ma esclusivamente del rispetto delle regole prudenziali predeterminate: la predeterminazione della regola, il cui rispetto è affidato al riscontro della vigilanza, ne contiene la competenza ai profili prudenziali, ciò che richiede la netta separazione tra competenza regolamentare e competenza amministrativa di riscontro. È prudenziale, ad es. la vigilanza sulla sufficienza e qualità dell'informazione a disposizione dei risparmiatori: compito della vigilanza è esclusivamente l'informazione, che l'autorità può imporre di diffondere anche se dalla pubblicazione possono derivare inconvenienti per la società, come la diffusione delle difficoltà incontrate nell'adempimento di un contratto, con seri rischi sulla stabilità dell'impresa; oppure se l'informazione può agevolare le prove, inducendo i risparmiatori a promuovere azioni di danno, che per l'ammontare possono compromettere le condizioni patrimoniali della società.

Per il principio della riserva al Governo della responsabilità politica dell'attività amministrativa, le vigilanze sono dipendenti dall'Autorità governativa. Peraltro, mentre per le tutorie la dipendenza riguarda il merito delle vigilanze, di cui il Governo risponde al

Parlamento e dinanzi all'opinione pubblica; invece per le prudenziali la dipendenza può esaurirsi nel controllo della loro funzionalità, in quanto la vigilanza si risolve in una prestazione tecnica di riscontro, come nel caso dell'ente predisposto al controllo dell'inquinamento dell'atmosfera. Così possono essere organizzate le vigilanze prudenziali sul funzionamento dei mercati finanziari e sull'informazione fornita dagli emittenti. Soltanto queste vigilanze si prestano ad essere gestite in agenzie amministrative indipendenti, senza compromettere l'unità d'indirizzo del governo, con il creare separate competenze essenzialmente governative.

L'esperienza italiana

14.- *L'economia mista.*- La nostra tradizione non ha condiviso l'idea della netta separazione del privato e del pubblico, influenzata dai fatti e dalle idee dello scorso secolo. È rimasta convinzione diffusa che i meccanismi liberali non sono adeguati ad affrontare i problemi sociali della congiuntura economica. A sostenere questa convinzione hanno influenzato le ideologie; ma più concretamente: gli interessi delle stesse imprese in difficoltà (“profitti individuali e perdite sociali”); problemi di occupazione; la maggiore facilità nel contingente a gestire le crisi con strumenti amministrativi anziché di mercato; il rafforzamento burocratico che favorisce la c.d. politicizzazione del sistema. Sono condizioni che si spiegano per Paesi, come l'Italia, che hanno subito le crisi di due guerre e le necessità delle ricostruzioni.

È con la legislazione del primo dopoguerra che i principi di economia liberale sono sconvolti, come all'epoca è stato immediatamente avvertito; l'intervento straordinario si è protratto in seguito alla crisi degli anni '20. Nel secondo periodo del fascismo l'intervento pubblico si è rivelato la forma di organizzazione di un'economia statale, aderente all'ideologia totalitaria, per la quale anche l'impresa privata è organo della Nazione¹², con un netto rifiuto delle idee liberali; come d'altro canto esprimevano le ideologie comuniste e socialiste, la cui influenza si è protratta nel tempo. La ripresa liberale del dopo guerra trova comunque imponente la presenza dello Stato nell'economia, come programmatore, come imprenditore, come finanziatore (banche pubbliche, enti finanziari), per le stesse necessità imposte dalla ricostruzione dell'economia. Invero per la ricostruzione e promozione dello sviluppo l'economia mista è stata esperienza necessaria e positiva; peraltro l'esperienza si è protratta oltre le necessità e con il tempo si è radicata al punto da sembrare irreversibile; si è configurata secondo quel modello che poi gli studiosi e la pratica hanno delineato nell'economia mista. Nonostante la costruzione teorica (a partire da Caffè) il fenomeno è rimasto

¹² ZANOBINI, *Il diritto corporativo*, Milano 1942.

fondamentalmente empirico, ha assunto differenti denominazioni: economia amministrata, in Francia; economia sociale, in Germania ecc.

Per chi non ha aderito all'utopia della rivoluzione comunista, l'ideologia della terza strada ha favorito pratiche confuse, più in Italia che in Francia, per la maggiore robustezza delle istituzioni, per il rigore, minore dispersione e coerenza con i fatti, della sua cultura giuridica e politica. I quattro pilastri dello Stato sociale (*protezione sociale; *diritto del lavoro e negoziazione collettiva; *servizi pubblici; *politiche economiche di sostegno: bilancio, monetaria, commerciale, regolamentazione amministrativa, specie per la banca e la finanza) sono compatibili con lo Stato liberale. La Politica, secondo la combinazione delle forze in gioco, determinerà le dimensioni e l'intensità dello Stato sociale; sceglierà se sottrarre quella determinata produzione al mercato; o se introdurre limiti per fini sociali alla produzione secondo tecnica di mercato¹³. Anche il mercato, in senso ampio, è componente dello Stato sociale; ma lo è secondo regole che non devono confondere le istituzioni pubbliche e le istituzioni private; il diritto pubblico ed il diritto privato; l'interesse pubblico assunto formalmente dallo Stato con l'interesse privato lasciato alla disponibilità e responsabilità dei privati. Invece l'economia mista vorrebbe essere il superamento della distinzione, con la composizione, anche giuridica, dell'interesse dei privati con l'interesse sociale: anche l'impresa privata è giuridicamente, non soltanto politicamente, astretta all'interesse sociale.

Conviene soffermarsi, per evitare l'equivoco di inquadrare l'economia mista come economia di mercato regolata. Così non è. Si tratta di due modelli contrapposti: *state-led system* v. *market-led system*¹⁴. Anche il mercato deve essere regolato per esistere, ma secondo principi che ne rendono profondamente differenti le regole. Conviene attardarsi sull'argomento perché la nostra attuale economia è rimasta seriamente improntata al sistema misto, con l'aggravante che alla deregolamentazione amministrativa non si è sostituita una adeguata disciplina delle operazioni private e dei poteri privati; così che nella deregolamentazione si è finito con il rendere privata anche l'autorità.

- *L'intervento amministrativo impiega strumenti finanziari per regolare il rischio d'impresa* - Il carattere misto dell'economia si rivela nella tipologia dell'intervento dello Stato, che dispone di strumenti finanziari per gestire il rischio d'impresa, allentando il vincolo del

¹³ Non soltanto le politiche di redistribuzione o di concentrazione della ricchezza condizionano le scelte; anche tecnicamente il servizio pubblico può rivelarsi meno costoso (es. sanità in Europa è meno costosa degli Usa) oppure nuove condizioni tecniche rendono obsoleto il monopolio del servizio pubblico (es. telecomunicazioni e trasporto aereo, che il mercato ha consentito di ridurre drasticamente i prezzi, ma non vero nel passato)

¹⁴ Non c'entra Keynes con l'economia mista.

mercato, non come accadimento straordinario ma in via fisiologica. Qui sta la differenza¹⁵.

Gli strumenti vanno dalle semplici agevolazioni creditizie a interventi ben più penetranti e discrezionali: utilizzo dei fondi di dotazione degli enti di gestione; indirizzo del credito a medio termine, la cui erogazione è concentrata in specifici enti finanziari (IMI, sez. speciali, Mediobanca ecc.); garanzia dello Stato; partecipazione in società; finanziamenti di ristrutturazione, per la ricerca ecc.; Gepi; amministrazioni straordinarie; operazioni di salvataggio con meccanismi informali, ma su stimolo amministrativo e politico, ecc. Le maggiori imprese, rientrano o no nel sistema delle partecipazioni statali, trovavano nell'intervento pubblico una componente in grado di amministrare il rischio d'impresa, per ridurre il vincolo di mercato, sì da indirizzarne l'attività. In queste condizioni l'impresa non è diretta esclusivamente dal mercato, la cui funzione si riduce nel fornire indicatori per l'intervento pubblico: l'economia si configura dipendente dallo Stato, anziché dal mercato. Gli interventi non necessariamente sono formali, secondo procedure che ne mettano in rilievo la consistenza, il costo per il contribuente, ecc. Prendiamo, ad es., in passato il caso dell'Iri o dell'Efim. L'intervento dell'ente di gestione è deciso dal suo consiglio o dal comitato come operazione d'investimento privata; può rispondere a criteri di mercato; ma spesso rispondeva a valutazioni politiche sull'opportunità di conservare l'azienda; di investire in determinate zone per promuovere l'industria, e, perché no, a favoritismi ecc., tutte ragioni diverse dal mercato. I costi sono assunti nei c.d. oneri impropri, finanziati dalle disponibilità dell'ente di gestione, dal suo indebitamento a tasso agevolato con garanzia statale; finanziati infine, soprattutto negli anni più recenti, con l'aumento dei fondi di dotazione, a carico del bilancio dello Stato. In questo modo l'intervento pubblico è componente del governo dell'impresa (della società)¹⁶.

- *L'economia mista ha riguardato in particolare le maggiori imprese, quasi separando l'aggregato delle maggiori imprese dalle familiari* - L'economia mista che si è stabilita con gli anni ha riguardato l'aggregato delle maggiori imprese, quelle per le quali gli apporti finanziari dei soci non sono sufficienti a riunire un patrimonio adeguato alla stabilità e allo sviluppo dell'impresa. Il mancato sviluppo dei mercati mobiliari per il finanziamento azionario ed obbligazionario ha determinato la dipendenza di queste imprese dall'intermediazione di istituti finanziari specializzati, che riconosciamo nell'Iri e negli altri enti di gestione, per le società controllate dallo Stato; soprattutto in

¹⁵ Negli USA la *Reconstruction Financial Corporation (RFC)*, creata da Roosevelt con fini analoghi all'Iri, venne successivamente liquidata con la ripresa dell'economia.

¹⁶ G.VISENTINI

Mediobanca, per le società rimaste in mano privata (es. Fiat, Pirelli)¹⁷. Gli enti di gestione, per il comparto delle pp.ss., e Mediobanca, per il comparto privato, fornivano non soltanto il capitale di rischio ma anche il finanziamento mediante il collocamento delle obbligazioni, la cui emissione diretta sul mercato da parte delle imprese era discriminata non soltanto per le difficoltà del collocamento, ma soprattutto per il regime fiscale, congegnato in modo da favorire la concentrazione dell'intermediazione sugli enti finanziari. Si sono formati due insiemi, l'uno facente capo agli enti di gestione, l'altro a Mediobanca. Quest'ultimo insieme, organizzato sull'Istituto di credito mediante partecipazioni di minoranza e sindacati di voto, si è venuto configurando nel tempo come sistema, la cui presenza è chiaramente percettibile anche oggi, nella centralità di Mediobanca (e Generali) negli assetti proprietari di gruppi bancari e di grandi imprese.

Questa configurazione della finanza, concentrata sull'intermediazione bancaria non soltanto per il credito a breve, riservato alle aziende di credito (sostanzialmente di natura pubblica), ma anche e soprattutto per il finanziamento degli investimenti, ha accentuato la separazione delle maggiori imprese dalle imprese famigliari. Queste ultime, dipendenti dai capitali privati dei soci, si sono progressivamente sviluppate alle dipendenze del mercato sino a rappresentare una importante componente dell'industria italiana, oggi dominante. Peraltro, per le caratteristiche del sistema finanziario, hanno trovato difficoltà alla loro crescita dalla mancanza del mercato mobiliare.

È un luogo comune che la famiglia titolare dell'impresa ne ha ostacolato lo sviluppo nel timore di perderne il controllo; forse è più verosimile che l'ostacolo fosse nella mancanza del mercato. Lo sviluppo finanziario dell'impresa familiare poteva procedere soltanto con l'inquadramento nell'ente di gestione o con la partecipazione degli istituti finanziari di mediotermine, che in effetti negli anni si sono moltiplicati, conservando la centralità dell'intermediazione bancaria, ma senza ripetere il successo di Mediobanca¹⁸.

¹⁷ Mediobanca era partecipata dalle tre banche d'interesse nazionale sotto controllo pubblico, quindi sostanzialmente pubblica.

¹⁸ MATTIOLI si pose il problema di come le imprese nel primo periodo del dopoguerra dovessero finanziare gli investimenti fissi. La legge bancaria aveva risolto il problema del credito d'esercizio, affidandolo alle banche, ma non aveva risolto il problema del finanziamento degli investimenti di capitale, se non caso per caso, con l'Iri o con l'Imi, cioè con risorse dipendenti dal settore pubblico, che in qualche modo rendevano pubblica l'economia: "Partendo da queste osservazioni e constatazioni...si proponeva la costituzione di un ente specializzato per i c.d. finanziamenti a medio termine: ente che avrebbe dovuto raccogliere fondi a medio termine e preparare gradatamente lo stabilirsi di un rapporto diretto tra il mercato del risparmio e le imprese finanziate. A tal fine il nuovo ente avrebbe dovuto concedere finanziamenti con scadenza massima di 5 anni ad aziende in grado di provvedere entro il quinquennio al rimborso del debito con la ripresa della propria attività produttiva, o ad aziende che entro il periodo di 5 anni, avvalendosi dei finanziamenti ottenuti,

- *Inconvenienti dell'economia mista* - L'economia mista è esperienza che presenta seri inconvenienti quando da intervento congiunturale si radica in fisiologico.

* L'intervento dello Stato sulla gestione del rischio riduce la responsabilità dell'imprenditore, senza che si riesca a sostituirle una responsabilità di ordine amministrativo; perciò si affievolisce l'attenzione del gestore al rischio, sia nel senso di svilire lo spirito di iniziativa; sia nel senso opposto di stimolare l'azzardo nell'assunzione dei rischi (*Moral Hazard*), che, nei casi di insuccessi, l'imprenditore cercherà di gestire per vie amministrative. Ad es. l'intervento finanziario dell'Iri (o della Gepi) a sostegno di un'impresa in difficoltà allevia il rischio di insolvenza, consente di scantonare il fallimento e con ciò copre le responsabilità dell'imprenditore sia di politica aziendale che di natura strettamente giuridica; senza che sia possibile rilevare una responsabilità dell'ente di gestione nel caso che l'intervento sia ingiustificato, a meno di grave negligenza o di dolo nell'assunzione della decisione, ed anche in questi casi con serie difficoltà di prova.

* L'intervento finanziario dello Stato, motivato da ragioni d'interesse pubblico, già di per sé altera la concorrenza sul mercato. Peraltro è la stessa disponibilità dell'intervento, come strumento di politica economica, che richiede, nel sistema dell'economia mista, di contenere la concorrenza: la concorrenza necessariamente genera crisi; le crisi sono malviste in quanto accrescono i costi dell'intervento pubblico. Perciò si spiega l'orientamento del sistema dell'economia mista a contenere la concorrenza per contenere le crisi.

* La disponibilità della finanza come strumento privilegiato d'intervento orienta alla concentrazione del sistema sull'intermediazione bancaria, a scapito della raccolta diretta di borsa. La separazione della azienda a breve dagli istituti di credito consente di concentrare su questi gli interventi per indirizzare l'economia, come accaduto in Italia.

* E' tendenza dell'economia mista sostituire la regola del fallimento, che dispone la liquidazione nell'interesse della concorrenza del mercato, con forme di gestione amministrativa delle crisi, che ne consentono la manipolazione nell'interesse della conservazione dell'unità produttiva.

potessero assestarsi in modo di essere in grado di far ricorso al mercato...<A nessuno di voi sarà sfuggito che questa impostazione tocca un delicatissimo settore: quello dei rapporti tra economia privata ed economia pubblica>” (si trattava di uscire dallo statalismo ereditato dal fascismo per privatizzare l'economia; *delicatissimo*, in quanto tratta dei confini tra potere politico e autonomia privata), Relaz. Al cons. amm. Comit. 25 gen. 1946, in RODANO, *Il credito all'economia*, Milano 1983, pp. 160-168; cfr G.VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Cedam 2006.

* E' conseguenza delle caratteristiche elencate, ma in buona sostanza ne è l'obiettivo, la scarsa, o comunque minore, mobilità dei fattori produttivi (tra i quali il lavoro, anche ai livelli superiori di dirigenza), fattori che l'intervento pubblico indirizza ed accompagna. Perciò la tendenziale burocratizzazione dell'economia.

* Il legislatore incontra difficoltà, se non la pratica impossibilità, a regolare l'economia mista secondo il principio dello Stato di diritto. Lo stabilire procedure che diano all'intervento regole di rilevazione analitica del costo, di informazione, di motivazione sulle ragioni dell'intervento e sulla congruità dei mezzi ai fini; procedure che ne modulino la discrezionalità per rendere concreta la possibilità per gli interessati di chiederne il controllo giudiziario, vorrebbe dire costringere gli strumenti dell'economia mista all'inefficacia. L'amministrazione dell'economia mista deve essere duttile, per questo si serve di strumenti giuridici privati (società, contratti), di cui peraltro manca la sostanza, cioè la natura privata dell'interesse che cura l'Autorità; per questo lo strumento privilegiato è la persuasione morale nella disposizione e previsione degli interventi, cioè le trattative e gli accordi informali.

Di riflesso alle difficoltà del controllo di legalità, la discrezionalità si riversa in inefficienze, parassitismo, affarismo e facilmente cade nella confusione degli interessi politici ed economici (si potrebbe dire *Political Hazard*). Davvero per il legislatore, e per le amministrazioni e gli interessati, si è rivelato compito assai difficile salvaguardare l'etica degli affari nella disciplina dell'economia mista, dove l'intervento amministrativo è difficilmente assoggettabile ai controlli di uguaglianza e di legalità dell'azione amministrativa. L'organizzazione che troviamo nella nostra passata esperienza risponde alla logica di conservare alle dipendenze del Governo il momento politico, per concentrare in enti pubblici (es. Iri) il momento amministrativo, distinguendo con ciò la loro azione soggetta al diritto privato. Questa separazione è venuta meno con l'abolizione degli enti di gestione. La Francia conosceva una regolamentazione amministrativa più affinata rispetto alla nostra.

* Va infine sottolineato che l'operatività dell'economia mista, in quanto si esercita con strumenti amministrativi, è necessariamente circoscritta al territorio dello Stato che la pratica; poiché gli strumenti d'intervento sono finanziari, sono questi che richiedono il regime di autarchia. Ma è proprio la finanza che è stata svincolata dal territorio degli Stati, aprendola all'esperienza globale, nella quale la direzione amministrativa dell'economia si può rivelare costosa, inefficiente e distorsiva.

15.- *L'attuale assetto istituzionale dell'economia italiana: è mancato l'adeguamento degli istituti commerciali al mercato.*- A partire dagli anni '90, in vista dell'adesione italiana alla moneta unica,

in adempimento di impegni comunitari, si è avviata una abbondante legislazione, confluita nei testi unici delle banche e della finanza, poi nella riforma delle società di capitali e del fallimento; accompagnata da leggi che dispongono la riduzione al settore privato di numerose imprese già enti pubblici o facenti capo agli enti di gestione delle pp.ss. La legislazione non risponde all'obiettivo che si proponeva il Governo, stando ai lavori preparatori, di affrontare l'Europa e l'economia globale adeguando il diritto della finanza e delle maggiori imprese all'economia di mercato. Pur nel contesto della UE e dell'economia globale, l'economia italiana per le maggiori imprese, finanziarie e industriali rimane orientata secondo i criteri dell'economia mista, peraltro senza il formale riferimento all'Autorità governativa. D'altro canto la sovranità che il Trattato di Roma conserva agli Stati lascia loro il compito di scegliere la propria via alla globalizzazione, restando di loro competenza ricercare l'efficienza nella concorrenza che il Trattato non ancora impone compiutamente ed in tutti i settori. Ripercorrendo le vicende si rafforza l'impressione di iniziative affrettate, soltanto apparentemente rispondenti alla strategia di radicale abbandono dell'economia mista in favore dell'economia di mercato; si ha anche l'impressione che quegli adattamenti e accomodamenti alla situazione italiana hanno finito con il far prevalere l'istinto alla conservazione, ma in modo disordinato. E' constatazione comune che in questo nuovo contesto le imprese ricondotte al privato non hanno riacquisito efficienza; anzi si è protratta ed anche aggravata la crisi del settore in concorrenza; il settore finanziario ha trovato redditività a costi superiori rispetto al mercato globale, profittando delle condizioni di oligopolio ancora sufficientemente protetto.¹⁹

16.- *La recente legislazione.*- Sui problemi i documenti della Ricerca sono sviluppati; ne riprendiamo sinteticamente le conclusioni.²⁰

a) Nel regime di economia mista le protezioni del risparmio sono principalmente affidate all'intervento pubblico o parapubblico di enti e alle vigilanze amministrative, con funzioni tutorie, dove il diritto privato svolge un ruolo sussidiario, sì che nel tempo i rimedi, che in principio predispongono, sono venuti atrofizzandosi. Ad es. si faceva osservare che la stessa presenza dell'istituto di credito nella compagine sociale assicurava il mercato della correttezza delle gestioni (e spesso questo effettivamente accadeva). Invece la disciplina del mercato è

¹⁹ L'argomento è ormai maturo per una approfondita ricerca, sul piano giuridico e dei risultati economici, che può dare utili indicazioni per meglio comprendere l'attuale assetto e per suggerire interventi, se necessari; comunque per essere meglio in grado di seguire e controllare le istanze che quotidianamente si ripropongono. Ci si è limitati a ripercorrere la formazione e l'evoluzione degli assetti proprietari del settore finanziario e delle maggiori imprese collegate, nella rassegna curata da S. BATTAGLIA, riprodotta nel sito Ceradi.

²⁰ G.VISENTINI-V.PANZIRONI, *I problemi dell'attuale disciplina delle società per azioni*, in *Ec. It.* n° 2 del 2007.

affidata al diritto privato (e alla giurisdizione ordinaria), mentre è il diritto amministrativo (e la giurisdizione amministrativa) che hanno il ruolo di integrare le protezioni (per es. diffondendo informazione e garantendone l'attendibilità). Perciò nel mercato la protezione del risparmio dipende dallo sviluppo e dalla qualità del diritto privato; dalla qualità del governo della società per azioni e delle protezioni del risparmio diffuso; dalla qualità delle difese giudiziarie, che diffondono i rimedi tra gli interessati; dalla qualità della giurisdizione privata. Possiamo dire che quella protezione che l'intervento dello Stato nell'economia mista concentra nelle amministrazioni, facendone tutori degli interessi diffusi, nel mercato sono a disposizione degli stessi titolari dell'interesse, sì che il controllo ne viene diffuso, affidato alla convenienza di ciascuno che decide la propria tutela. Perciò la trasformazione dell'economia mista in economia di mercato non si esaurisce nella privatizzazione di aziende e nella deregolamentazione delle autorità tutorie, bensì richiede un vasto e profondo ripensamento degli strumenti del diritto privato e delle regolamentazioni amministrative che li integrano. Invece negli anni '90 la privatizzazione è stata intesa come trasferimento dell'impresa in mani privati, o persino adozione di forme private, pur senza nel contempo creare le condizioni della disciplina del mercato, ne è risultato un vuoto normativo: l'imprenditore non risponde come pubblico (ente pubblico economico o società inquadrata nelle pp.ss. Istituto finanziario) e difficilmente risponde come privato, per l'insufficienza del diritto privato.

È vero che apparentemente la difesa del risparmio nella nuova legislazione è sì estesa (accrescendo i costi per lo Stato e gli utenti), ma si è rivelata disciplina praticamente inutile, in quanto inefficiente nelle tutele giudiziarie: difficoltà di prova, costi dell'azione, disorganizzazione del processo, cui non sono stati destinati mezzi necessari alle nuove incombenze. Aveva ragione chi in passato, nell'esaminare i progetti delle privatizzazioni e di riforma dei mercati mobiliari, temeva che si creassero delle bardature che, per l'inefficienza delle sanzioni giudiziarie, si sarebbero rivelate costi parassitari. Ovviamente non è un problema soltanto italiano (si pensi alla vicenda delle società di *rating*), ma da noi è ben più intenso e diffuso.

Si aggiunga che la recente riforma delle società ha drasticamente ridotto le protezioni dei risparmiatori sia nella qualità del governo sia nelle difese giudiziarie. La gestione è impersonata nell'amministratore esecutivo, sottratto ad efficaci controlli di opportunità, di legalità, ed in definitiva di contabilità²¹. L'orientamento

²¹Il regime penale delle società in seguito alle recenti riforme risulta disordinato, difficile da intenderne la logica. Sul punto si dovrà avviare apposito approfondimento. Valutazioni personali nello studio "Principi di diritto commerciale" (p.); è stato praticamente depenalizzato il falso di bilancio; è opinione diffusa che il sistema dualistico di amministrazione della spa è analogo al sistema germanico, se si esclude la cogestione (cosa non indifferente, poiché è la ragione del dualistico in quell'ordinamento). Peraltro nel diritto tedesco l'assemblea può ritirare la fiducia all'amministratore nominato dal consiglio di sorveglianza; il consiglio di gestione

di favore per i gruppi, che si coglie nel regolamento dei patti di voto, delle partecipazioni reciproche, della speciale azione di responsabilità per direzione e controllo (orientamento che ostacola il mercato), ha costretto alla pratica eliminazione della regola del conflitto d'interessi a protezione dei soci estranei agli interessi di gruppo. Infatti la concentrazione delle gestioni nei gruppi, attraverso i patti di voto e le partecipazioni incrociate, non riesce ad operare in presenza della disciplina del conflitto che offre il diritto comune: perciò si è derogato al diritto comune, mentre il mercato richiede il rafforzamento delle prevenzioni del diritto comune.

b) Il mercato mobiliare non si è sviluppato nella direzione che già richiedeva Mattioli come condizione per lo sviluppo delle aziende secondo la fisiologia dell'economia di mercato: nella banca universale l'intermediazione bancaria è rimasta centrale, in tutte le sue forme. La borsa si è prestata alle tradizionali operazioni parassitarie di quotazione nei buoni momenti per uscire quando i prezzi crollano.

c) A presidio del mercato (informazione, concorrenza) sono state costituite autorità indipendenti dal Governo, perché dipendenti dal mercato: il loro compito starebbe nell'integrare ed agevolare i rimedi a disposizione dei risparmiatori e dei consumatori; esse stesse esposte alle responsabilità di mercato. Come autorità del mercato l'interesse a loro affidato si esaurisce nell'agevolare le difese in mano ai privati (fornendo informazione, agevolando nella ricognizione delle prove ecc.), ai quali soltanto spetta decidere se difendersi dalle frodi e come affrontare il rischio delle crisi. L'insufficienza dei rimedi privati consentiti dalla nostra legislazione di riflesso riduce la loro dipendenza dal mercato. D'altro canto lo stesso legislatore, con l'attribuire al giudice amministrativo la competenza per le loro decisioni (eccetto il risarcimento dei danni), crea l'ambiguità, sembrando riconoscerle come autorità motivate da ragioni di politica amministrativa anziché neutre, al servizio immediato di interessi privati²². Nell'esperienza il loro comportamento trova analogia nella Vigilanza bancaria, piuttosto che nella amministrazione pubblica del diritto privato (catasto, private, tenuta di registri ecc.), sì da farne il luogo per comporre amabilmente le

amministra la società, e non può rilasciare deleghe o concentrare l'effettiva gestione ad un amministratore. Possono apparire dettagli, ma sono regole che ne fanno sue organi profondamente differenti.

²² In Francia, nella passata disciplina della concorrenza, "les décisions étaient prises par le ministre chargé de l'économie, sous le contrôle du conseil d'état. La partie plus importante du droit de la concurrence échappait finalement à l'ordre judiciaire pour emprunter les traits du droit administratif (régime dit de l'économie administrée). Au contraire le nouveau régime intègre la matière dans une perspective de privatisation, jugée seule conforme à une politique libérale. Le Conseil de la concurrence possède désormais des attributions juridictionnelles, et les exerce sous le contrôle des tribunaux judiciaires (c.appel, Cass), qui sont les juges naturels de la vie des entreprises commerciales », RIPERT-ROBLOT, *Droit commercial*, I, 16°, p.313. *titiveness in Italian financial market : past reform and the present stata of affairs*. Wiht a note by P.SEBASTIANUTTI, in sito Ceradi-Luiss.

situazioni, per persuasione morale anziché giuridica, con il conseguente regresso del diritto, e viceversa l'estensione della amministrazione dei rapporti.

d) La concentrazione delle banche in pochi gruppi, la loro integrazione nelle reciproche partecipazioni e nei sindacati di voto, la presenza negli assetti proprietari delle fondazioni di estrazione bancaria, la disponibilità, diretta od indiretta, delle azioni delle stesse banche, detenute dai fondi e dalle gestioni, la pratica evanescenza del conflitto d'interesse come regola delle operazioni, impedisce lo sviluppo della concorrenza, diffonde il rischio tra le unità produttive; ed anche rafforza la spersonalizzazione del gestore dal mercato del risparmio della sua unità produttiva: in buona sostanza la sua nomina non dipende dal mercato ma soprattutto dalla reciprocità nel sistema integrato. Il contenimento della concorrenza consente ricavi da oligopolio (come spiegato in numerose ricerche, tra cui l'ufficio studi di Mediobanca), i quali generano eccedenze che la banca universale può impiegare in operazioni che il mercato le avrebbe costretto di rifiutare²³.

e) Nei fatti le persone che concentrano il governo delle società si sono venute costituendo in autorità, che nelle forme private è in grado di esercitare influenza *politica*, nel senso sociologico della parola. Invero le decisioni non restano circoscritte alla singola unità (impresa), ma, nell'assetto dei gruppi dei collegamenti e dei patti, determinano direttamente conseguenze sul sistema; influenze scarsamente contenute dal rischio di mercato, sottratte a formali responsabilità amministrative. Con la banca universale si sono accentrati nella banca l'intermediazione finanziaria di rischio e di debito, e la partecipazione con il voto alla gestione delle maggiori società (funzione di holding), estendendo l'influenza (come vediamo in recenti vicende di nomine, Generali, Telecom).²⁴

- Queste vicende le dobbiamo imputare allo scarso sentimento etico dei protagonisti o del legislatore, che ha delineato istituzioni che creano le condizioni della ridotta efficacia dello stato di diritto? Se seguiamo le vicende che hanno portato alla legislazione finanziaria e societaria rileviamo lo scarso approfondimento politico dei temi, gestiti prevalentemente in sedi che si dicono tecniche, ma che in definitiva sono corporative: tendenza favorita dal moltiplicarsi delle Autorità, tendenti a divenire competenti per settore, anziché per funzione.

²³ G. VISENTINI, *Compe*

²⁴ Ricontriamo il permanere della Vigilanza nella competenza della B.d.I.; in altri ordinamenti è stata concentrata in apposita autorità, che riferisce al Governo. Da un lato l'indipendenza della B.d.I. come autorità monetaria del sistema della moneta unica determina nella vigilanza ingiustificata indipendenza; dall'altro ne indebolisce la portata, poiché la Vigilanza richiede l'autorità del Governo, per il suo contenuto politico, sia pure mediato dalla presenza tecnica dell'agenzia incaricata.

17.- *Punti qualificanti per un ipotetico intervento.*-
Immaginiamo, come esercizio di scuola, un intervento che intenda cogliere con priorità i punti essenziali per avviare l'economia alla dipendenza del mercato. Ci si pone prima della crisi in corso, che peraltro non altera lo schema, se si intende risolverla nell'idea di mercato; non di economia mista.

- La ricostruzione della funzionalità del processo civile esige soprattutto risorse per rinnovare mezzi, persone, e quindi avviare la prassi secondo le caratteristiche del processo orale e concentrato, in buona sostanza rispondente alla nostra legge, le cui modificazioni ed adeguamenti possono essere individuate in un secondo momento.

- La competenza nei riguardi delle Vigilanze prudenziali va ricondotta alla giurisdizione ordinaria, proprio per renderle vigilanze prudenziali. Vanno ridotte e rese competenti per funzioni.

- S'impone il riordinamento della produzione normativa di fonte amministrativa, per renderla aderente al principio di legalità.

- Va riaffermata l'operatività in principio delle regole del diritto comune che soprasiedono alle situazioni di conflitto d'interesse nello svolgimento delle relazioni fiduciarie di ordine privato, come principio che inquadra le regole particolari di settore (ad es. quelle dettate dalla Mifid e quelle della legge per la tutela del risparmio). Soprattutto in tema di società, e di società quotate, l'attuale disciplina è redatta in modo da sostituire al principio comune regole particolari, di divieto o di procedura, in buona sostanza eludibili, ed insufficienti, se non sostenute dal principio.

- L'amministrazione della società per azioni va ricostruita sul modello c.d. classico, con l'eliminazione dei sistemi duale e monistico. Il classico è così elastico da soddisfare alle diverse esigenze, delle società a ristretta base o delle società quotate. Ricordiamo. L'amministrazione può essere affidata: ad un amministratore; ad un collegio; questi può delegare l'operatività ad un componente, a più componenti stabilendo il contenuto della delega, ad un comitato ristretto. La pratica portata del sistema c.d. dualistico, introdotto nella riforma, si risolve: - sottrae all'assemblea l'approvazione del bilancio; - elimina il vincolo fiduciario dell'amministrazione con l'assemblea mediante la sottrazione all'assemblea della nomina e della revoca dell'amministrazione, dell'approvazione del bilancio; - eliminazione del collegio sindacale, sostituito dal consiglio di vigilanza, con ridotte competenze e in buona sostanza meno indipendente, essendogli affidata la nomina dei vigilati. In definitiva il sistema dualistico riduce il potere dei soci nel monitoraggio della gestione. Il sistema monistico non ha praticamente trovato applicazione.

- Il consiglio di amministrazione deve nuovamente essere competente (e responsabile) per la vigilanza sull'esercizio delle

deleghe, secondo la precedente legge e la giurisprudenza; questa sulla base del principio andava evolvendo, con il rafforzare la competenza, esigendo che il consiglio, quando opportuno, si dia l'organizzazione necessaria a rendere effettivo non soltanto la competenza di vigilanza, ma le competenze proprie, non delegabili. Nelle società con azionariato diffuso il consiglio assume il compito di vigilanza che esercita per conto dell'assemblea, consentendo la permanente operatività del vincolo fiduciario.

- Ai soci individualmente vanno restituiti, ed accresciuti, i diritti, in particolare l'impugnazione delle deliberazioni, che rappresenta l'integrazione del voto: che senso ha il voto se non ho il potere d'impugnare la deliberazione alla quale ho partecipato? Le limitazioni all'impugnazione sono limitazioni del voto (forse incostituzionali, come ostacoli ad avvalersi della tutela giurisdizionale). I diritti dei soci non hanno nulla a che vedere con i diritti naturali dell'uomo; i diritti del socio, come l'articolazione dell'organizzazione societaria (delle competenze e delle responsabilità) è strumentale ad accrescere l'efficienza del mercato.

18- Le carenze delle istituzioni legislativa e giurisdizionale non consentono l'elaborazione di un diritto adeguato alla sofisticazione richiesta dal mercato.-

a) *La legge.*- Abbiamo detto che la legge stabilisce e indirizza, con generalità ed astrattezza, l'evoluzione del diritto come sistema organico. Pertanto la sua qualità dipende dalla idoneità del procedimento legislativo a consentire all'opinione pubblica, attraverso le discussioni parlamentari, di maturarne il contenuto politico. Perciò la redazione dei testi richiede precisa e chiara evidenza delle scelte politiche, adeguatezza nella composizione del pensiero e nella espressione linguistica. Anche le leggi meno complesse devono essere storicamente spiegate, e motivate nel contesto cui sono destinate ad operare; figuriamoci la legislazione di vasti sistemi da racchiudere in codici, quali famiglia, società, fallimento. L'improvvisazione fa perdere il controllo del diritto, rende difficile la comprensione dell'intervento agli stessi parlamentari, ed impedisce all'opinione pubblica la maturazione politica dei contenuti, accrescendo i rischi di deviazioni verso soluzioni contingenti di privilegio. Intesa nei paesi di *common law* come intervento sul corpo del diritto tradizionale, ci spieghiamo la maggiore cura nella funzione legislativa: gli studi più importanti sulla formazione delle leggi ci vengono proprio dai paesi di *common law*, ad iniziare da Bentham. Nei paesi di diritto codificato la legge è stata intesa piuttosto come atto di volontà libera dalle tradizioni e dal sistema del diritto, la cui espressione non richiede spiegazioni; ma non per questo nei paesi a noi vicini è trascurato il procedimento legislativo.

Noi invece soffriamo di un procedimento degradato per vizi inerenti alla sua organizzazione e al suo svolgimento. L'eccessivo

numero di parlamentari ne diluisce l'impegno e la responsabilità politica; il recente sistema elettorale fa del parlamentare un anonimo per il suo elettore. Mancano istituti che garantiscano quella qualità tecnica del disegno di legge che permette lo sviluppo della discussione pubblica sul senso politico delle scelte. Nel fraintendimento che la redazione del disegno di legge è politica anche nell'impiego delle parole, della grammatica e nella formulazione del discorso, il Governo ed il Parlamento non hanno uffici indipendenti deputati istituzionalmente a dare parere pubblico sulla comprensibilità dei testi, sul loro coordinamento e sistemazione con il diritto vigente, sul senso delle scelte politiche nel confronto con le istituzioni tradizionali: sulla stessa idoneità dei testi a divenire diritto. Accade talvolta che l'approvazione del disegno in Consiglio dei ministri non sia ancora nella versione definitiva. Ormai le relazioni ai disegni di legge sono praticamente inutili: limitiamoci a confrontare la relazione al codice civile del 1942 o la relazione al disegno di riforma delle società del 1968, con le relazioni che hanno accompagnato di recente le riforme delle società e del fallimento. Le leggi di delega sono piuttosto un elenco di propositi, che la precisa formulazione dell'intervento: confrontiamo la delega per la riforma tributaria del 1971, con le recenti deleghe tributarie²⁵. La formulazione di emendamenti in sede di approvazione delle leggi non costringe al deposito del testo con congruo anticipo, accompagnato da relazione esplicativa, soggetta al parere di organo tecnico che possa spiegarne il contenuto, la portata e la congruità nella sede. È divenuta quasi prassi attendere le ultime letture della finanziaria annuale per inserirvi emendamenti della più diversa natura, in modo da agevolarne l'approvazione, stante il rischio che con l'emendamento cada l'intera legge finanziaria: in questo modo agli stessi parlamentari riesce incomprensibile il senso delle proposte, che soltanto il ristretto numero degli interessati possono valutare²⁶.

La regolamentazione secondaria è ormai sovrabbondante, di competenza non soltanto governativa e ministeriale, ma anche delle sempre più numerose autorità indipendenti; ed è regolamentazione non meramente esecutiva della legge; le autorità sono abilitate per materia, praticamente senza vincoli di legge, per l'assenza di principi direttivi. È una regolamentazione della massima importanza, che trasforma in fonte amministrativa la disciplina dell'autonomia privata, nonostante la riserva relativa di legge: per il codice civile le parti sono libere di concludere il contratto, nei limiti delle leggi, sicché è la legge che

²⁵ La proposizione: "semplificare il procedimento di costituzione (spa), nel rispetto del principio di certezza e di tutela dei terzi, indicando il contenuto minimo obbligatorio dell'atto costitutivo", non delinea la soluzione tecnica, che è il contenuto politico, sicché sottrae alla procedura parlamentare la scelta, e di conseguenza sottrae la politica alla discussione ed alla verifica pubblica.

²⁶ Ricordo ad es. che l'intervento sulle società detto Draghi trae origine da un insignificante emendamento alla legge finanziaria: eppure è stato un intervento politicamente assai rilevante, cfr. G.VISENTINI, in Riv.Soc.

dovrebbe predeterminare specificamente il limite concretamente introdotto dal regolamento amministrativo; per di più è un potere che le autorità esercitano senza divisione delle competenze: normativa, giudiziale, esecutiva. Anche la forma delle circolari può non raramente assumere effettiva forza di legge. La coscienza di questa problematica è così diffusa che mi affido all'esperienza e all'intelligenza dei miei interlocutori per cogliere immediatamente come invece in altri Paesi si cerchi di dare regola per controllare il sistema delle fonti ed arginare il fenomeno a difesa del potere legislativo, cioè della sovranità popolare; anche per il principio di imparzialità del diritto. Inutile dire che questo disordine genera privilegi, distorsioni, ipocrisie: quante norme transitorie sono servite a sistemare casi specifici, non dichiarati? Quante leggi abbiamo che predicano una cosa che nel contempo contraddicono nel dispositivo?²⁷

b) *La giurisdizione.*- Per l'esistenza del diritto non è sufficiente la formale istituzione del processo. Nel processo civile le parti, assistite dagli avvocati, si attendono che la sentenza risolva il conflitto secondo la convinzione che il giudice si è fatto in seguito alla piena cognizione dei fatti e del diritto, nel contraddittorio.

Come dobbiamo intendere la qualità della sentenza? Ricostruiamo la situazione nelle condizioni di funzionalità. Se il caso viene portato al giudizio della corte è perché le questioni di fatto e di diritto del conflitto non sono risolubili secondo la prassi, la giurisprudenza e la dottrina consolidata: sono in definitiva questioni nuove; se così non fosse sarà la stessa corte che rapidamente darà la sentenza con motivazione tale da rendere inutile, ed ingiustificato (ad es. ai fini delle spese) l'appello. La particolarità dei fatti e le novità delle questioni in diritto devono trovare una corte in grado di approfondire, con il contraddittorio scritto ed orale, la cognizione della causa, al punto da rendere possibile al giudice di cogliere le sottigliezze della lite: nel conflitto su questioni nuove le apparenze possono

²⁷ Mi viene in mente la recente legge detta di tutela del risparmio, che appare così severa nel disporre la revisione contabile delle società estere appartenenti al gruppo, mentre questa disciplina è servita a controbattere la tesi avanzata nel caso Parmalat, per la quale il revisore è tenuto a non dare la revisione se non convinto dalla capogruppo della consistenza patrimoniale di una società controllata, non soggetta alla revisione, ma certamente nella disponibilità della capogruppo nel documentare il valore dato in bilancio per una posta significativa (ad es. 20%): in pratica la nuova legge ha dato ragione a chi sosteneva che mancava la disciplina, quindi il revisore non era responsabile. Non sono dettagli tecnici, perché controllare la formazione del diritto significa ridurre il rischio della prevalenza di interessi particolari: sistema corporativo.

“Si assiste alla produzione di leggi *omnibus*, disordinate nei contenuti e nelle scelte di orientamento del sistema, o a leggi provvedimento, che intervengono direttamente su singoli rapporti giuridici, di diritto civile o amministrativo, per travolgerli in nome della *sovranità del legislatore*”, C:Cass., *Relazione 2007*, 25 gen. 08, p. 15.

ingannare e sfociare in conclusioni superficiali. È evidente che questa cognizione da parte del giudice richiede quella dedizione al caso che può occupare, per i conflitti più elementari, almeno una giornata; ma indubbiamente serve spesso qualche giorno, discutendo ed approfondendo con collaboratori, che appunto aiutino a cogliere, al di là delle apparenze, le particolarità e le sottigliezze. L'avvocato coscienzioso per studiare la causa del cliente ha bisogno di giornate di lavoro con i collaboratori; il bisogno non è diverso per il giudice. Salvo incidenti, l'approfondimento richiede la concentrazione in poche udienze ravvicinate. Quando l'avvocato deve riprendere dopo anni la causa, ad es. in Cassazione, è costretto ad iniziare nuovamente il lavoro, disperdendo le fatiche già affrontate. Soltanto a queste condizioni lo svolgimento della causa permette al giudicante quella profondità di cognizione da consentire di motivare la sentenza con la qualità che rende inutile l'appello, o che comunque concentra l'impugnazione su questioni non pretestuose, facilitando il compito del secondo giudice: la qualità del primo giudizio ridurrà i casi di impugnazione a quelli davvero utili, facilitando alla corte l'individuazione dei casi inutili o pretestuosi, per i quali è sufficiente una rapida cognizione ed una stringata motivazione. Compito primario della Cassazione è assicurare l'uniformità nella interpretazione del diritto, per raggiungere l'attendibile certezza delle norme; se il compito è ben assolto il numero dei ricorsi si riduce. Non è necessario richiamarsi ad esperienze straniere; anche da noi in passato riscontriamo un analogo andamento del processo, che oggi ritroviamo nella Corte costituzionale, e talvolta nel processo ordinario, quando il caso è sotto l'attenzione dell'opinione pubblica o quando il giudice si appropria della causa, dominando gli stessi avvocati. In definitiva la qualità del processo e della sentenza riduce il contenzioso importante, e relega ai giudici inferiori (di pace) le questioni minori che sviluppa la società nella quotidianità. Non è l'italiano che per razza è litigioso; sono le condizioni del processo che generano inutile conflittualità.

Ahimè! Il nostro giudice è solitario, assimila il caso senza l'ausilio di collaboratori; la distanza delle udienze, il numero delle cause della mattinata, l'affollamento degli avvocati, la massa delle carte, trascina la causa nel formalismo del rito, convogliando la vicenda alle conclusioni discusse oralmente su brevi note di sintesi: la lunga traversia del corso passato è sostanzialmente perdita di tempo. In queste condizioni la bravura della difesa è nell'efficacia degli argomenti d'effetto; argomenti sottili e ricercati non trovano il tempo e le condizioni per essere dovutamente compresi, e possono passare per elucubrazioni. Nella dialettica processuale vince la seduzione sull'argomentazione; si apre lo spazio per le furbizie processuali. Seguiamo il corso del processo; per darsi ragione della delineata configurazione è sufficiente rilevare l'uso delle difese di stendere personalmente il verbale delle udienze che si ripetono nel rinvio, senza la partecipazione della corte, la cui presenza è formale; non raramente le perizie divengono un modo per servirsi di ausiliari nell'approfondire

la causa; la causa può durare in primo grado qualche anno, con il ripetersi di udienze distanziate di mesi, il cui susseguirsi dipende più che dalle necessità della cognizione, dal ritmo delle formali scadenze del rito; quando giungiamo alla conclusione troviamo una persona che forse si è fatta una generica idea della vicenda, che difficilmente ha avuto modo e tempo di scendere alla piena cognizione, che ha comunque acquisito dagli scritti accompagnati talvolta da scambi di parole nelle udienze più significative; è evidente che la discussione dell'ultima udienza, quando si svolge, può essere la determinante, ma in questo contesto emergono gli argomenti ad effetto; argomenti troppo sofisticati richiederebbero di nuovo tempo e quello studio che è mancato. Nel processo domina la casualità; la giustizia si rivela piuttosto in soluzioni di equità legate al caso che in decisioni in diritto, inquinato dall'incertezza. Sono le condizioni che generano il numeroso contenzioso e le ripetute impugnazioni, nel tentare la *fortuna*; il conflitto si risolve per successive approssimazioni, che coinvolgono i diversi gradi, con spreco di costi; con grave danno per il Diritto. Soltanto una procedura concentrata ed orale risponde alla qualità del diritto, che non dipende dal codice di procedura ma dalla organizzazione degli uffici, avvocati ecc.

c) *La funzione di Governo.*- Il Governo è fondamentale per ottenere che la sintesi delle espressioni politiche della comunità sia ubicata in un potere d'iniziativa responsabile nei riguardi della sovranità popolare (nella nostra Costituzione attraverso la fiducia del Parlamento, la cui maggioranza è così coinvolta nella funzione governativa). Perciò la dipendenza del pubblico dalle istituzioni politiche, fondate sulla sovranità popolare; la concentrazione sulle istituzioni politiche della funzione di governo. Attraverso l'iniziativa legislativa il governo è responsabile della qualità dell'ordine giuridico, del valore etico del diritto. È il modello che ispira la Costituzione, compromesso dalla crisi della funzione di governo, decisamente aggravata negli anni per l'instabilità delle leggi elettorali, gestite strumentalmente, per il dissolversi del sistema dei partiti, componenti essenziali, per l'inquinarsi delle prassi di corretta gestione dei comportamenti di maggioranza e minoranza. Il degrado della funzione di Governo nella sintesi politica, apre un vuoto che facilmente occupano interessi corporativi, tra i quali si disperdono le sedi di decisioni politiche, nella moltiplicazione incoerente. Si dissolve la responsabilità politica nei confronti di un elettore che può solo imputare genericamente e demagogicamente alla classe politica l'insoddisfazione per l'esperienza politica che non riesce a capire e controllare²⁸. Il diritto degrada.

Riflessioni sugli accadimenti in corso

²⁸ Alle modificazioni o sovvertimenti costituzionali si dovrebbe pervenire dopo che nei fatti si è verificata l'inconsistenza di altri rimedi; legge elettorale, regolamenti parlamentari ecc. anche qui la tecnica è determinante.

Ricostruiamo i fatti dalla stampa specializzata e dagli interventi pubblicati; ne riprendo in sintesi l'esposizione che accompagna la ricerca²⁹ per riordinare le riflessioni che ad oggi sono state formulate sulle responsabilità di quanto accaduto, sugli indirizzi seguiti nella regolamentazione e nell'amministrazione dei mercati finanziari, sulle *filosofie*. L'importanza determinante delle ideologie è sottolineata dalla recente audizione di Greenspan nelle risposte alle domande di Henry Waxman, chairman of the *House of Representatives oversight committee*: *"In his testimony, Greenspan rejected the notion that he was personally responsible for what he called a once-in-a-century credit tsunami. He also defended the use of derivatives in general, but he admitted to Waxman that he had been partially wrong in not having tried to regulate the market for credit default swaps. Pressed by Waxman, Greenspan conceded flaw in his own philosophy that unfettered free markets sit at the root of a superior economy. <I made a mistake in presuming that the self-interests of organization, specifically banks and others, where such as that they were best capable of protecting their own shareholders and their equity in the firm>. Waxman pushed the former Fed chief to clarify his explanation <In other words, you found that your view of the world, your ideology, was not right, it was not working> Waxman said. <Absolutely, precisely> Greenspan replied <You know, that's precisely the reason I was shocked, because I have been going for 40 years or more with very considerable evidence that it was working very exceptionally well>" (H.T. oct.24, 08).*

19.- *Richiamo ai fatti.*- Nonostante le analisi abbiano consentito di risalire nel cogliere sintomi ed indici dell'avvicinarsi della crisi, l'avvio è datato all'agosto 2007, quando BNP-Paribas congela temporaneamente tre fondi per 2,2 miliardi di dollari, causa l'illiquidità di segmenti di mercato che di fatto impedivano la corretta valutazione del patrimonio gestito. Lo sviluppo della crisi porta all'intervento complesso e sistematico dello scorso ottobre, che al momento prendiamo come termine, in attesa di verificarne gli effetti, ed il seguito.

La crisi era generata, e continua ad essere sostenuta, dalla drastica caduta del prezzo degli immobili da abitazione e dal contemporaneo aumento dei tassi d'interesse sui mutui accesi dalle famiglie per l'acquisto, che così si sono trovate in difficoltà nel rispettare le scadenze. I prezzi delle case avevano raggiunto livelli irragionevoli, rispetto al loro costo di produzione, a causa di una domanda stimolata dall'occasione di un investimento, ormai divenuto speculativo, occasione offerta dai bassi tassi d'interesse e dalla prospettiva a breve di rivendita dell'immobile al maggiore prezzo che

²⁹ Maria Vittoria ANDREOTTI, *Rassegna ragionata della crisi finanziaria in corso, attraverso la stampa*, sito Ceradi-Luiss

avrebbe consentito di spuntare il mercato in ascesa (*asset inflation*). Nell'ultimo periodo si accentuò la speculazione per la concessione di mutui senza verifica sulla capacità del rimborso (*subprime*), nell'affidamento che comunque la rivendita dell'immobile avrebbe consentito un prezzo per il rimborso, e probabilmente per un guadagno: il collocamento dei mutui con l'intermediazione di promotori compensati sul volume collocato non soltanto ha enfatizzato il fenomeno, ma ha in più casi promosso la collusione tra le parti, dove ormai l'affare immobiliare era praticamente assente (sono promosse azioni giudiziarie).

I mutui, ceduti dal primo finanziatore (l'operatore dei mutui ipotecari) per ricostruire la liquidità che consentisse altre operazioni, sono stati ammassati dall'acquirente, per essere cartolarizzati, in modo da mobilitarli sul mercato per il loro rifinanziamento. I mutui sono stati ammassati combinando quelli a tasso elevato, perché ad alto rischio (*subprime*), con quelli ordinari, in modo da assicurare al sottoscrittore dello strumento finanziario un tasso medio più elevato del mercato. Il prodotto finanziario così strutturato ha trovato ampia diffusione sul mercato degli investitori istituzionali di tutto il mondo, che non hanno tenuto conto che il maggiore interesse corrispondeva a maggior rischio. Al momento della crisi si è rivelato impossibile determinare il prezzo del prodotto finanziario, in quanto non calcolabile il rischio di insolvenza in esso contenuto, con la conseguente illiquidità del prodotto e la sua drastica svalutazione nei bilanci del detentore, non essendo in grado il mercato di dare il prezzo; situazione aggravata dall'assenza di mercato organizzato per questi prodotti. La cartolarizzazione dei crediti ha sì consentito la diffusione frazionata dei rischi sul mercato; ma ne ha anche spersonalizzato l'assunzione, deresponsabilizzando il creditore nell'esercizio dei finanziamenti: non si sa più dov'è il rischio, che quindi non è gestito; quando le insolvenze da occasionali pervadono il mercato, il frazionamento dei rischi è la sciagura che colpisce in massa. Questa intermediazione è stata denunciata come un sistema bancario di fatto, che si è sviluppato nell'ombra del sistema formale, con l'impiego di società veicolo non incluse nei bilanci dell'intermediario regolato, che pur ne conservava in ultima analisi il rischio.

L'inquinamento si è trasferito ai prodotti finanziari e assicurativi derivati, diffondendo le perdite e accrescendo l'illiquidità dei mercati. L'aumento dei tassi e le difficoltà delle famiglie hanno creato insolvenze in altri comparti del credito al consumo (es. carte di credito), anch'essi assistiti dal meccanismo di finanziamento della cartolarizzazione, accrescendo le perdite. A loro volta i derivati, da operazioni commerciali di copertura dei rischi, sono divenuti un affare d'investimento, dalle valutazioni estremamente volatili. Per le banche d'investimento e per gli altri operatori maggiormente impegnati in questa forma di intermediazione, alle perdite patrimoniali si è aggiunta l'illiquidità degli attivi; quindi anche la riduzione dei ricavi per il venire

meno di una attività che negli ultimi anni era particolarmente redditizia. Gli intermediari, per fare fronte alle perdite e ricercare liquidità sono stati costretti a vendere altri asset, deprimendo i mercati delle azioni e delle obbligazioni, con ulteriori perdite.

Il fenomeno si è propagato al sistema finanziario, e incide sull'economia reale per la riduzione dei consumi. La domanda di beni di consumo sul mercato americano non tanto è stata alimentata dalla crescita dei salari (nella media assai ridotta) quanto dai guadagni di borsa e dalla speculazione immobiliare (il tasso di risparmio che era del 10% negli anni '80 è sceso al 2%; l'indebitamento delle famiglie è del 98 % del PNL (GDP) più del doppio di 25 anni prima). L'estinguersi di queste fonti riduce la domanda (per la prima volta da anni la riduzione è del 3% per i beni di consumo e del 18% per i beni durevoli).

La crisi, generata negli Usa, si è diffusa nell'economia globale. Anche per l'area dell'euro le crisi sono conseguenza degli accadimenti nel sistema finanziario Usa. Le condizioni che hanno determinato la crisi si sono venute formando circa nei due anni antecedenti; nel senso che prima si poteva pensare ad interventi correttivi.

Si è passati da interventi settoriali ed episodici, all'intervento sistematico, di ciascun Stato, concertato dalle autorità europee e americane. Le componenti dell'intervento sono: * garanzia sui depositi bancari; * garanzia sui finanziamenti interbancari; * ricapitalizzazione delle banche mediante apporti pubblici, secondo modalità diverse per ciascun Paese, tese a garantire: da un lato il recupero dell'investimento con priorità sugli azionisti, a partire dal momento di risanamento dell'impresa; dall'altro lato la qualità e l'indipendenza dei responsabili della gestione e nuove appropriate modalità dei loro compensi, tenuto conto che i sistemi in vigore non soltanto consentono erogazioni spropositate, ma anche secondo meccanismi che hanno stimolato la speculazione; * coordinata riduzione del tasso della Banca centrale; * allargamento dei prodotti finanziari a fronte dei finanziamenti delle Banche centrali, comprendendo anche i c.d. prodotti *tossici*; * revisione delle regole contabili che impongono la valutazione in bilancio secondo il prezzo corrente sul mercato. Si è proposto, ma non attuato, l'obiettivo di consentire ai mutuatari di ristrutturare il loro debito in modo da renderne sopportabile l'onere. Si prospettano interventi fiscali, sulle imposte e sulla spesa pubblica, per ricostruire la capacità di consumo delle famiglie. L'insieme degli interventi comporta un'elevata esposizione per i bilanci degli Stati, nella prospettiva peraltro che le perdite possano ridursi, se non rivelarsi nulle con la ripresa delle condizioni di funzionamento ordinario del sistema finanziario.

20.- *Nella prospettiva della politica del diritto: perché non si è intervenuti prima? Il liberalismo non è la causa ma la soluzione* - Gli eventi si sono svolti secondo regole che riconduciamo al diritto dei mercati finanziari, la cui formazione risale agli anni della Grande Crisi.

Non soltanto negli Usa, l'impianto è in leggi che lasciano ampio spazio alla regolamentazione amministrativa e all'intervento di autorità di vigilanza, secondo competenze differenziate ma complementari. Queste dipendono in ultima analisi dal Governo, responsabile della qualità della legislazione, di cui detiene l'iniziativa nei riguardi del Parlamento, e la responsabilità della funzionalità e orientamento dell'Amministrazione.

Non sono irrilevanti le differenze delle singole giurisdizioni, in quanto nel tempo si sono radicati negli Usa e nell'Europa continentale (ma anche nella tradizione G.B.) due sistemi. Il primo risponde al modello di mercato, intensamente regolato. Il secondo al modello che riconduciamo all'economia mista. Infatti soltanto nel secondo l'autorità dispone di poteri d'intervento che consentono, anche informalmente, la gestione del rischio finanziario dei singoli operatori³⁰. Procediamo dalla legislazione Usa, nel cui contesto si è generata la crisi.

Negli Stati Uniti negli anni dalla presidenza Reagan è divenuto prevalente l'orientamento politico alla riduzione della regolamentazione del sistema, con alcune importanti modificazioni di legge, ma soprattutto manifesto negli interventi di amministrazione affidati alle Autorità bancarie e del mercato. La crisi è maturata in questo contesto, nel quale si pone la domanda se fosse evitabile; se le autorità disponevano degli strumenti per contenere ed impedire il formarsi della speculazione immobiliare e le deviazioni speculative della finanza; comunque del perché non sono stati promossi, se ritenuti necessari, interventi legislativi adeguati.

* * *

Perché non si è intervenuti?

- Non risulta convincente la difesa che la natura della crisi non consentiva di capirla, sì che ha sorpreso. Non si tratta di crisi cicliche, ed inevitabili, di natura così originale da non poter essere capita e quindi prevenuta. Secondo le analisi più convincenti è una crisi a suo modo banale, rivelandosi in una bolla speculativa generata dalla facilità del credito, indirizzato così alla speculazione; nell'eccessivo indebitamento delle famiglie. Le novità individuate nelle tecniche informatiche, nella cartolarizzazione degli attivi e quindi nella loro immissione nel mercato, nelle innovazioni finanziarie dei derivati, non

³⁰ Specialmente in Italia la crisi bancaria degli anni '90 è stata affrontata secondo le tecniche dell'economia mista, in un indirizzo decisamente di autarchia degli assetti proprietari, come il tempo ha messo in evidenza (fusioni ed incorporazioni su direzione dell'autorità, ristrutturazioni mediante interventi fiscali e finanziari disposti dal decreto c.d. Amato, impiego dell'agevolazione c.d. Sindona, parziale collocamento sul mercato mobiliare secondo condizioni che guardavano più alle prospettive che alla reale situazione delle aziende).

alterano la configurazione complessiva del fenomeno speculativo³¹. L'andamento dei mercati mobiliari era stato dalla stessa autorità chiamato *irrazionale* sin dal 1996 (*irrational exuberance*); l'andamento dei prezzi e dei mutui immobiliari era riconosciuto *folle*; *armi di distruzione di massa* venivano individuate nei derivati. Le anomalie ed esuberanze erano accertate; ciononostante non si è intervenuti.

L'ideologia ha influenzato i comportamenti, ma i comportamenti sono contraddittori con le premesse di principio.

La c.d. deregolamentazione trova ragione in una prima idea. Con il tempo interventi forse anche giustificati si sono conservati ed anzi intensificati, secondo obiettivi che attualmente sono superati; ci troviamo una sovrabbondante regolamentazione inutile e costosa, ostacolo all'efficienza del mercato (es. trasporto aereo, telecomunicazioni ecc.). La stessa idea ispira la riqualificazione della spesa pubblica, per ridurne il peso mediante trasferimento di servizi pubblici al mercato, capace di produzioni più efficaci; la riduzione della spesa rende possibile una radicale revisione del sistema fiscale, che immobilizza capitali e fattori produttivi, e soffoca l'iniziativa. È necessario un ripensamento che restituisca l'efficienza all'economia nel suo complesso. E' l'idea che ha ispirato le politiche che riconduciamo alla Reganomics (Reaganism and Thatcherism); o piuttosto a quanto di quell'idea è stato messo in pratica.

L'altra idea, che ha soprattutto influenzato la regolamentazione della finanza, è che i costi per la stabilità delle imprese (es. separazione delle attività) e per la protezione del risparmio (es. contenimento degli abusi di mercato, *insider*, azioni di classe) sono così elevati, se si intende perseguire gli obiettivi di stabilità e di protezione, da soffocare il mercato. Apprestare una regolamentazione che sia in grado di dare stabilità al sistema mediante la stabilità delle singole unità; di dare al risparmio diffuso, nelle transazioni di massa, protezioni giuridiche analoghe a quelle che il diritto comune offre alle transazioni tra due parti private, sono obiettivi praticamente impossibili senza distruggere il mercato; secondo questa idea i costi dell'instabilità e degli abusi potranno essere assorbiti dalla funzionalità del mercato, che se efficiente eliminerà, da un canto gli operatori non in grado di controllare i rischi, dall'altro gli operatori che abusano, a vantaggio degli operatori che meglio garantiscono il pubblico: sarà il pubblico a selezionare l'operatore che dà qualità alla transazione.

³¹ Negli anni passati le nostre borse conoscevano svariati tipi di contratti, tra i quali i contratti a premio e differenziali. Per questi si discuteva se fossero gioco e scommessa, e quindi non validi. Si disse che in quanto conclusi in borsa erano contratti commerciali validi; ma si precisò in quanto conclusi tra commercianti; la dottrina si orientò per dire che il differenziale non è scommessa in quanto è soltanto alla conclusione che si versa la differenza in virtù dell'operare della compensazione legale.

Questa seconda idea ha suggerito le politiche di deregolamentazione della finanza. Peraltro questa politica non è coerente, ed è compromessa, dalla accentuata concentrazione degli operatori, alla quale abbiamo assistito proprio in questi anni, che ha creato situazioni di oligopolio e di dominio di pochi operatori: le banche d'investimento ridotte praticamente a cinque, le società di *rating* a tre, le società di revisione contabile a tre; così la continua crescita delle banche commerciali, delle borse ecc. Questo accadimento riduce drasticamente la concorrenza e dunque l'efficacia del mercato nella selezione delle iniziative, i cui comportamenti tendono ad uniformarsi. Soprattutto questa vicenda concentra i rischi ad un grado tale da rendere la crisi di una unità generatrice della crisi del sistema. Se nella deregolamentazione si comprende la libertà di concentrazione, non si capisce come il mercato possa trovare spontaneamente l'equilibrio in presenza di unità che per le dimensioni acquistate non possono fallire senza compromettere lo stesso funzionamento del mercato: il fallimento è il primario criterio di selezione che appresta la tecnica del mercato; l'affidamento di non poter praticamente fallire, data la dimensione, riduce l'efficacia di questa fondamentale componente del mercato. La contraddizione è talmente evidente da rivelare nell'ideologia della libertà radicale del mercato finanziario una motivazione d'effetto, non una convinta politica, come gli accadimenti recenti rivelano nell'urgenza degli interventi di salvataggio.

L'*esuberanza irrazionale* ha consentito di promuovere sul momento un andamento favorevole dell'economia, anche in assenza delle condizioni fondamentali che ne consentissero uno sviluppo equilibrato nel tempo³². Va seriamente approfondita l'ipotesi che si sia manipolato il mercato³³; ne vanno studiate le ragioni, gli interessi in gioco, la dinamica del loro influire, in vista dei nuovi assetti che si vorrebbero dare alla finanza.

* * *

Nelle prime riflessioni sull'influenza che quanto accaduto potrà avere sulle idee per le riforme, si è detto che *il liberalismo non è la causa della crisi, ma la soluzione della crisi del capitalismo mondiale*. In effetti, dopo che la finanza è stata ricondotta al privato e si sono create le condizioni della sua globalizzazione, nella successiva deregolamentazione la finanza si è sviluppata sotto il dominio dalla speculazione, tradendo la funzione di strumento dell'economia reale; tentazione nella quale facilmente cade l'operatore finanziario

³²“Mr Greenspan accepted that the crisis had *found a flaw* in his thinking but said the kind of heavy regulation that could have prevented the crisis would have damaged US growth. He described the past two decades as a *period of euphoria* that encouraged participants in the financial markets to misprice securities”, F.T. oct. 24, 08.

³³ V. P. KRUGMAN, *The Conscience of a Liberal*, 2008.

(Kindleberger). Nell'esperienza dei mercati l'affarismo è fisiologico come è ineliminabile la speculazione, che anzi possono essere di stimolo, purché la costrizione delle regole conservi l'operatività dei vincoli fondamentali di mercato. Non raramente le crisi sono generate proprio dall'insufficienza della regolamentazione di mercato; così era accaduto nella vicenda Enron, con riguardo al mercato dell'energia; così è accaduto oggi. Perciò la soluzione è ricondurre la finanza al mercato: vincoli patrimoniali prudenziali, di bilancio, di trasparenza, di concorrenza; probabilmente una maggiore indipendenza delle Vigilanze nel loro compito di valutare le conseguenze dei comportamenti nel medio periodo, per correggere la naturale tendenza dell'operatore a profittare del momento, stimolato al breve termine dagli stessi concorrenti. L'alternativa, in particolare per l'Europa, è il ritorno al servizio pubblico, mediante la segmentazione delle attività e la ripartizione territoriale. In Italia, se gli interventi promossi per la gestione del rischio d'impresa da straordinari si radicano, la scelta non è tra economia regolata o non regolata, ma tra economia mista ed economia di mercato, e per entrambi i casi si pone il problema dell'adeguatezza delle regole al rispettivo funzionamento, per sfuggire l'arbitrio di un'economia selvaggia. Dobbiamo riconoscere che le procedure per affrontare le crisi di oggi sono state nel mondo più coerenti alle esigenze del mercato e della legalità. I vincoli di bilancio hanno costretto a svalutazioni che potevano essere manipolate se i vincoli fossero stati intesi con minore rigidità; quando è esplosa la crisi dell'azienda è intervenuto il legislatore: la crisi si vede ed è stata analiticamente seguita. Le procedure dei salvataggi delle crisi dei banchi meridionali oppure della Banca di Lodi, ed altri casi forse che non conosciamo ufficialmente, ci dicono l'opacità nella nostra esperienza.