

ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE
ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI DI
DIRITTO COMMERCIALE

CONVEGNO
“IL DIRITTO COMMERCIALE EUROPEO
DI FRONTE ALLA CRISI”

NICCOLÒ SALANITRO

CAPITALIZZAZIONE E CRISI ECONOMICA

1. Su un tema così complesso, qual è quello di una meditazione sul contributo di un diritto commerciale, in essere o in divenire, alla risoluzione di una crisi di sistema, può essere bene iniziare con alcune idee abbastanza correnti. E' tradizionale l'idea che la disciplina del diritto commerciale è rivolta al migliore funzionamento dell'attività di impresa. E' diffusa l'idea che tale disciplina sia la più adatta allo sviluppo dell'attività d'impresa, ed anche, o conseguentemente, allo sviluppo economico di una comunità di persone; ma in effetti nell'idea sono individuabili diversi filoni di pensiero o, se si preferisce, diversi criteri di realizzazione dell'idea: da quello che attribuisce particolare rilevanza alle regole di mercato; a quello, che ritiene tali regole spontanee, o ne auspica la spontaneità, perché derivanti da una valutazione (degli interessi) operata degli stessi protagonisti del mercato, ed a questo pertanto funzionale; a quello, che sottolinea l'insufficienza della spontaneità, e ritiene necessaria una regolamentazione esterna; a quello che considera necessario, almeno in alcuni settori del mercato, l'intervento pubblico. Criteri che storicamente si ritrovano in luoghi e tempi diversi; che possono essere, almeno alcuni di essi, combinati insieme; che possono avere un maggiore o minore successo a seconda dello sviluppo del sistema economico. Sul quale può anche influire il sistema politico.

Ciò posto, conviene tuttavia ancora premettere che in questa sede non si tratta di stabilire quali di tali idee e di tali criteri siano da ritenersi più congrui a condurre, tramite una disciplina

giuridica delle attività economiche, all'incremento della ricchezza collettiva, che è verosimilmente presupposto necessario per il conseguimento di un maggiore benessere, ma certamente non sufficiente: per la risoluzione di una crisi di sistema, infatti, nessuno può ritenere sufficiente un adeguamento (quale che sia ritenuto il più opportuno) solo della disciplina giuridica, e comunque non della sola disciplina commercialistica, essendo rilevanti anche le discipline fiscali, lavoristiche, ed altre ancora; e si può anche dubitare che possa concepirsi una disciplina commercialistica adeguata ai periodi di sviluppo ed altra più adeguata a quelli di crisi. Si tratta piuttosto di chiarire se

la disciplina giuridica dell'attività d'impresa, siccome si è venuta a caratterizzare negli ultimi settanta anni, si possa considerare adeguata alla regolazione di dette attività anche dopo l'emersione di una crisi di sistema; e se alcune di tali idee e di tali criteri hanno acquisito, od hanno perduto, rilevanza a seguito della stessa crisi.

2. Proprio prendendo l'avvio dalla disciplina commercialistica vigente nel nostro paese, si può ricordare che essa ha origine, dopo la soppressione dei codici di commercio, in un periodo di crisi politica ed economica: e si sarebbe tentati di aggiungere che essa, nelle sue caratterizzazioni fondamentali, difficilmente potrebbe ritenersi finalizzata a superare il periodo di crisi, perché di più ampio respiro, in quanto ambiva ad una regolamentazione efficiente di un mercato capitalistico, non rigidamente ancorato a principi concorrenziali, con spazi più o meno ampi non solo per imprese private, ma anche per imprese pubbliche (talvolta, anche con l'attribuzione di spazi esclusivi). Ma anche se tale valutazione possa essere condivisa sul piano generale della regolamentazione complessiva dell'esercizio delle attività economiche, si potrebbe pensare che la valutazione dovrebbe essere diversa per le modifiche relative al settore bancario, non derivanti dalla situazione bellica ma dalla precedente crisi economica dei paesi industriali: con l'esigenza di introdurre una disciplina settoriale, e tuttavia con effetti sull'intero sistema economico, per favorirne ed assicurarne la capitalizzazione.

Eppure anche la regolamentazione codicistica appare ausiliaria alla capitalizzazione delle imprese, perché essa ha attribuito un ruolo centrale, rispetto alla disciplina degli atti, alla disciplina delle attività d'impresa, tendendo a favorirne l'esercizio e lo sviluppo, con una particolare attenzione alle attività societarie, ed in particolare alle società di capitali, considerate le più idonee a consentire l'utilizzo di capitali ingenti, di soci e di terzi, ma con la responsabilità dei soci solitamente limitata agli apporti conferiti (limitazione del rischio personale a sua volta agevolativa della raccolta degli stessi capitali). Ed è sempre stata corrente l'idea che il ricorso alle procedure concorsuali dovrebbe costituire lo strumento per l'eliminazione dal mercato delle imprese più deboli o divenute obsolete, con l'obiettivo di rendere nuovamente disponibili i capitali in esse impegnati, a favore di imprese più efficienti o più innovative.

Disciplina codicistica e disciplina concorsuale sono rimaste per lunghi anni quasi inalterate, perché considerate corrispondenti alle esigenze di un mercato capitalistico, anche nella fase della sua apertura a mercati più ampi di quello nazionale. Pur non mancando chi avvertiva che anche se esse potevano apparire adeguate ai sistemi finanziari ed industriali del tempo, occorre tenere presenti le evoluzioni dei sistemi finanziari ed industriali ritenuti più progrediti, ispirati a principi concorrenziali, nella convinzione che anche il nostro sistema nel tempo si sarebbe evoluto in termini analoghi, richiedendo pertanto l'adozione di analoghe discipline, considerate maggiormente appropriate ad un capitalismo maturo. L'attenzione appariva soprattutto rivolta alle strutture e alle discipline societarie, con particolare riguardo al governo delle società di maggiori dimensioni; ed in questa prospettiva, venivano presi in considerazione pure i sistemi di protezione degli investimenti finanziari, con riguardo anche ai mercati borsistici. Non veniva presa in particolare considerazione, invece, la disciplina del settore bancario, oggetto di una valutazione abbastanza positiva.

Queste posizioni culturali hanno influito sulla disciplina nazionale soprattutto tramite l'introduzione della regolamentazione comunitaria. Con modifiche della disciplina societaria, nella quale si è attribuito maggiore rilievo alle determinazioni dell'autonomia privata; e soprattutto con

profonde modifiche della disciplina dei settori bancari e finanziari, fondamentali per la raccolta e la destinazione dei capitali alle attività d'impresa, nonché delle discipline concorsuali, per evitare la liquidazione di imprese in crisi, ma ancora efficienti, con salvaguardia dell'occupazione.

3. Seppure brevemente, alcune linee fondamentali delle modifiche del quadro normativo vanno segnalate.

La disciplina codicistica delle società, nella redazione originaria, era imperniata sull'idea che la sua applicazione avrebbe potuto solitamente assicurare l'efficienza dell'impresa, perché la gestione spettava stabilmente ai soci di controllo o ad amministratori da loro nominati, che, anche a causa della loro stabilità, avrebbero potuto acquisire la fiducia pure dei finanziatori: l'idea, insomma, era che le imprese efficienti sarebbero state in grado di ottenere i finanziamenti necessari per l'esercizio delle loro attività, compresi i finanziamenti esterni correlati ai capitali conferiti dai soci. Ma l'efficienza fondata sulla stabilità del controllo, e degli interessi ad essa sottesi, poteva costituire un valore in un mercato ristretto, di dimensioni nazionali, solo relativamente industrializzato, e con spazi di concorrenza ridotti.

La situazione muta in un mercato più ampio, sempre più industrializzato, con sviluppi innovativi nei settori tecnologici, ed ispirato al principio fondamentale della libertà di circolazione dei capitali, con spazi di concorrenza più estesi e tutelati. Anche qui, si persegue l'efficienza delle imprese: ma poiché difficilmente i risparmiatori avrebbero affidato i loro capitali ai soci di controllo, se non avessero ricevuto adeguate protezioni per i loro investimenti finanziari; e poiché la protezione, per essere efficace, avrebbe dovuto operare sia al momento dell'investimento sia successivamente, ecco l'esigenza di discipline volte ad assicurare la trasparenza dei dati fondamentali dell'impresa, per consentire ai risparmiatori un'informazione consapevole considerata essenziale per la scelta degli investimenti; volte a tutelare in modo più incisivo gli investitori anche nei confronti delle determinazioni dei soci di controllo e dell'operato degli amministratori; e ad

agevolarne le operazioni di disinvestimento. Da tali angolazioni, si ha una più netta emersione del fatto che le modifiche alla disciplina codicistica delle società azionarie vengono a costituire il punto d'incontro con le modifiche alla disciplina dei mercati finanziari, con l'introduzione di particolari regole che non corrispondono solo a valutazioni etiche (integrità dei mercati), ma anche a valutazioni di efficienza degli stessi mercati, in quanto agevolative della raccolta dei capitali e della prevalenza delle imprese migliori.

Ed appunto perché a prevalere dovrebbero essere le imprese migliori, il quadro normativo veniva completato: con l'introduzione di una disciplina generale della concorrenza, e quindi con la limitazione degli aiuti pubblici e con la repressione delle pratiche anticoncorrenziali, per perseguire una parità di trattamento tra le imprese e per incrementare la dinamicità dei mercati; con l'applicazione della disciplina della concorrenza anche al settore bancario, ma con regole patrimoniali e di vigilanza amministrativa volte ad assicurarne una particolare stabilità, per un uso corretto ed efficace della leva finanziaria; e con una forte attenzione normativa per la protezione dei consumatori, destinatari delle attività di impresa, accentuando il valore strumentale della disciplina di favore degli imprenditori commerciali.

Nel nostro paese, inoltre, a causa della elevata rilevanza economica di imprese piccole e medie, si sono avute modifiche normative anche per le imprese artigiane, e soprattutto un maggiore riconoscimento dell'autonomia statutaria nella regolamentazione di modelli sociali utilizzabili per l'esercizio di attività economiche di dimensioni ridotte.

4. In un mercato in cui perdono peso i finanziamenti pubblici, si accresce, per provvedere alla capitalizzazione occorrente per il funzionamento del sistema industriale, la centralità del sistema bancario e del sistema finanziario. A seguito delle riforme normative, sollecitate dalla disciplina comunitaria, nei due settori si sono poste regolamentazioni formalmente diverse, ma accomunate dall'esigenza di perseguire la solidità patrimoniale delle imprese autorizzate ad

operarvi, in relazione al contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni ed alle partecipazioni detenibili, affidando ad Autorità indipendenti la vigilanza sull'esercizio delle corrispondenti attività. Si tratta di mercati settoriali fortemente regolamentati, anche per quanto riguarda (in quello bancario) l'erogazione del credito, rapportato all'entità del patrimonio di vigilanza, e concesso – in una situazione concorrenziale tra le diverse banche, con tassi differenti anche per il diverso costo della raccolta – in base a particolari criteri di valutazioni – interne od esterne, ma comunque non meramente discrezionali – del merito creditizio delle imprese richiedenti (onde l'erogazione dei finanziamenti venga effettuata alle imprese migliori, non potendo i capitali disponibili nel sistema essere sufficienti per tutte le attività imprenditoriali); ed anche per quanto riguarda (in quello finanziario) il collocamento degli strumenti di investimento, con la prescrizione per gli intermediari di appositi obblighi di condotta, per la tutela degli investitori, che correttamente informati possano avere consapevolezza del rischio dell'investimento, e per la salvaguardia della fiducia in un sistema finanziario stabile, ben funzionante e competitivo (essendo competitivi tra loro anche i diversi mercati finanziari, tutti più o meno regolamentati). E mentre sul piano dell'effettività i due settori sono fortemente unificati dalla circostanza che nel nostro paese anche l'attività finanziaria è prevalentemente esercitata, in modo diretto e indiretto, da imprese bancarie (tant'è che il sistema complessivo è stato definito bancocentrico), la regolamentazione dell'attività finanziaria è normativamente completata, con riguardo alla emissione di strumenti partecipativi e di debito, dalla disciplina societaria volta ad assicurare la capacità patrimoniale degli emittenti; e più in generale, con riguardo alle offerte o alle emissioni delle diverse tipologie di strumenti, dalla prescrizione di regole illustrative delle loro caratteristiche particolari.

Peraltro, la differenza di disciplina tra le imprese bancarie e le imprese finanziarie tocca anche il loro potere di emettere propri titoli di debito: mentre per le prime, pur mancando l'esplicita indicazione di un apposito limite quantitativo, esso deriva dalla stessa disciplina bancaria che gli consente la raccolta di risparmio tra il pubblico, compresa quella effettuata mediante l'emissione di

obbligazioni, in una misura correlata a quella degli impieghi, per le seconde, alle quali è tipologicamente interdotta la raccolta del risparmio tra il pubblico, il limite quantitativo si ritrova nella disciplina generale di diritto societario (seppure con l'incremento conseguente alla maggiore misura del capitale sociale prescritta per la loro costituzione).

5. Malgrado tale regolamentazione complessiva, nel sistema si è avuta una prima crisi finanziaria a seguito del collocamento tra i risparmiatori, ad opera di intermediari abilitati, di titoli di debito emessi da uno Stato sovrano (la repubblica argentina) e da due gruppi societari (Cirio e Parmalat), tramite partecipate estere. Le sorti degli emittenti insolventi sono state diverse; ma qui si ritiene più rilevante ricordare un dato comune, e cioè che in nessuno dei casi hanno operato in modo efficace gli obblighi informativi degli intermediari: anzi, le obbligazioni emesse da Cirio sarebbero state collocate tra il pubblico dei risparmiatori da banche che non solo ne erano in possesso, ma che, verosimilmente consapevoli della crisi del gruppo, avrebbero proceduto al loro collocamento tra il pubblico dei risparmiatori per destinare il ricavato delle vendite alla copertura delle loro esposizioni debitorie.

Di qui, una prima soluzione regolamentare, di incerta efficacia, volta ad evitare rapporti, anche all'interno della singola banca, tra le diverse funzioni (c.d. muri cinesi), per impedire un anomalo utilizzo dei disinvestimenti bancari. Ma anche una regolamentazione più generale del possesso bancario di strumenti finanziari, distinguendo gli acquisti mobiliari destinati all'investimento e quelli destinati al commercio, disciplinandone le modalità di trasferimento da un comparto all'altro, con riflessi sulla loro valutazione in bilancio.

Per altro verso, il possesso di titoli di investimento consente alle banche di trasferirli agli investitori in contropartita diretta, senza svolgere una immediata attività di intermediazione, ma operando nella posizione di alienanti. Contropartita diretta sicuramente ammissibile, quando la banca procede all'acquisto preventivo degli strumenti finanziari nella prospettiva di una loro

successiva collocazione tra il pubblico, ma considerata ammissibile anche quando la banca ha proceduto al loro trasferimento dal comparto investimento al comparto commerciale: con l'avvertenza che, non ostante la mancanza di una immediata attività di intermediazione, devono essere egualmente osservati gli obblighi informativi prescritti dalla legge a carico degli intermediari finanziari. Con la diffusione di una giurisprudenza ricognitiva dell'obbligo del risarcimento dei danni, sovente commisurato al capitale investito e non rimborsato alla scadenza, a carico degli intermediari nelle fattispecie in cui è stata ravvisata la violazione degli obblighi informativi. Sul piano normativo, poi, è stata richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo (in mancanza, con la responsabilità dei danni arrecati) anche quando le banche rivendono ai consumatori prodotti finanziari acquisiti sulla base di un collocamento riservato; ed inoltre, quando trasferiscono al pubblico obbligazioni da esse sottoscritte ed emesse in eccedenza rispetto ai limiti di legge, è stata disposta una garanzia legale, a favore degli acquirenti che non siano investitori professionali, della solvibilità della società emittente.

6. Mentre le crisi conseguenti alle operazioni sopra indicate, pur avendo colpito una moltitudine di risparmiatori (nella loro veste di investitori), non hanno condotto ad una crisi di sistema, diversamente è accaduto nel 2007 a seguito della crisi finanziaria, di origine statunitense, causata dalle difficoltà di restituzione dei crediti immobiliari, concessi ad elevati interessi a mutuatari con modeste capacità di rimborso, cartolarizzati in strumenti considerati dalle agenzie di rating a basso rischio, e pertanto acquistati massicciamente dagli investitori (in specie, fondi di investimento e fondi pensione) ed anche da molte banche non statunitensi, a loro volta costrette, quando è emerso il (molto più) ridotto valore effettivo degli strumenti cartolarizzati, ad ingenti accantonamenti per fronteggiare le prevedibili gravi perdite patrimoniali; con la conseguente depressione anche dei mercati di borsa. Crisi finanziaria divenuta crisi di sistema, e sempre di portata globale, a partire dall'autunno del 2008, quando si manifestò lo stato di insolvenza di alcune

importanti società a seguito delle loro attività finanziarie (in particolare, la Lehman Brothers e la AIG, appartenente all'omonimo gruppo assicurativo). Anche qui, come nei casi indicati nel precedente paragrafo, il dato di partenza è l'emissione incontrollata di particolari strumenti finanziari, la loro acquisizione da parte degli intermediari professionali, il loro collocamento presso altri intermediari, la loro utilizzazione per l'emissione di altri strumenti finanziari da essi derivati, la diffusione di detti strumenti tra il pubblico, l'incapacità degli emittenti di adempiere gli obblighi assunti, l'incidenza dell'insolvenza sugli stessi emittenti ed intermediari. Situazioni che hanno vulnerato la fiducia dei risparmiatori, incidendo sulla capitalizzazione prima delle stesse banche e poi delle imprese produttive di beni e di altri servizi (la crisi finanziaria ha pertanto colpito il meccanismo di capitalizzazione del sistema industriale, impedendo o riducendo i finanziamenti alle imprese produttive, per cui essa si è venuta a trasformare in crisi anche economica, con conseguenti gravi riflessi pure sul piano occupazionale: crisi sociale). In tale quadro, non si è trattato solo di procedere ad interventi di natura economica, perché la crisi è stata anche occasione per riconsiderare la tenuta della disciplina giuridica nazionale (e, per la concordanza, di quella comunitaria) tradizionalmente ricondotta al diritto commerciale, ed anche della regolamentazione internazionale, o almeno di quella dei paesi di maggiore sviluppo finanziario ed industriale.

Intanto, appunto perché la crisi di fiducia ha investito anzitutto i mercati bancari e finanziari, con effetti negativi sulla raccolta dei capitali e sul funzionamento efficace del mercato interbancario, è toccato in genere alle banche centrali di finanziare, per fornirgli i mezzi liquidi occorrenti per gli impieghi, i rispettivi sistemi bancari (liquidità ridotta anche a seguito della perdita di valore di strumenti derivati di natura speculativa acquisiti in larga misura dalle banche). La situazione, anche su un piano più propriamente giuridico, era peraltro divenuta più complessa: non vi erano soltanto difficoltà per la raccolta a breve, ma anche per il collocamento di nuove emissioni di obbligazioni bancarie o di strumenti assimilati; a causa della restrizione del credito, e poi della crisi economica, si è avuto un aumento delle sofferenze e delle perdite sui crediti bancari; sul piano

dell'attività finanziaria, non è stato neppure più agevole il collocamento dei titoli posseduti dalle banche, divenuti di valore incerto. La depressione, naturalmente, per ragioni analoghe ha colpito anche i mercati finanziari, ponendo tra l'altro in crisi anche gli esiti delle c.d. operazioni di private equity, specie quando effettuate, con disponibilità sovente di origine bancaria, tramite l'utilizzo della leva finanziaria per l'acquisizione di quote di capitale delle imprese oggetto delle stesse operazioni. Con una conseguente riduzione delle capacità economiche e finanziarie dei consumatori: per la riduzione di valore del loro patrimonio, immobiliare e mobiliare; per la diminuzione dei redditi, almeno di quelli derivanti da attività imprenditoriali e professionali; per la perdita dei posti di lavoro. A sua volta, la riduzione delle capacità economiche e finanziarie ha condotto ad una riduzione dei consumi, e quindi, in mancanza di sviluppo delle esportazioni, della produzione di beni e servizi, sia da parte di imprese di grandi dimensioni, che di imprese di medie e piccole dimensioni.

7. In tale vicenda, il problema immediato che è stato avvertito ha riguardato la posizione delle imprese bancarie, considerate il centro della capitalizzazione del sistema. E' tradizionale l'interesse alla loro stabilità, con la predisposizione di sistemi di liquidazione delle banche in crisi attenti, anche attraverso la costituzione e l'utilizzo di appositi fondi di garanzia, a non pregiudicare le posizioni dei depositanti, per non incidere negativamente sul meccanismo di accumulazione dei capitali, necessario per la loro destinazione alle imprese produttive. Ma quando l'estensione della crisi avrebbe reso controproducente, per i suoi effetti sistemici, la liquidazione delle imprese bancarie, - almeno di quelle di grosse dimensioni, ma anche, a catena, di quelle di dimensioni minori, se il loro numero fosse stato elevato - si è dovuto fare ricorso, in varie forme, ad aiuti di Stato, contraddicendo uno dei postulati fondamentali alla base del principio della libertà di concorrenza.

La medesima problematica si è posta anche nel nostro paese. Negli anni precedenti la crisi, si era proceduto al conferimento delle aziende bancarie pubbliche a società azionarie partecipate dalle stesse fondazioni conferenti (di poi considerate, non ostante la loro origine, di natura privata); erano state agevolate operazioni di concentrazione tra le banche, alcune delle quali hanno raggiunto dimensioni di rilievo, sulla convinzione che dette concentrazioni fossero necessarie (da un lato) per incorporare, o inserire in gruppi più efficienti, imprese bancarie del centro e del meridione considerate particolarmente deboli, e (dall'altro lato) che esse fossero opportune per sostenere la concorrenza con le maggiori banche comunitarie. Non è facile dire se l'indubbia debolezza delle banche meridionali, e la loro politica di erogazione del credito, dipendesse anche dalla debolezza di un sistema industriale sovente sottocapitalizzato; e neppure è facile dire se le banche (o i gruppi bancari) emersi dalle operazioni concentrative siano effettivamente efficienti; si dubita anche dell'adeguatezza della loro capitalizzazione; ma è comunque certo che le dimensioni acquisite rendono improbabile, e comunque problematica, l'eventuale loro soggezione alle discipline liquidatorie previste dall'ordinamento. D'altronde, per sopperire alle difficoltà intervenute nell'erogazione del credito al sistema produttivo, e non essendo solitamente possibile, anche a causa della crisi, un agevole incremento del capitale delle banche, si è deciso di consentire al governo la sottoscrizione di titoli ibridi appositamente emessi dalle stesse banche, che con i capitali così ricevuti avrebbero dovuto finanziare le altre attività imprenditoriali; si è anche prevista la costituzione di particolari organismi amministrativi, di tipo burocratico, per osservare l'effettività dei finanziamenti: a parte quest'ultima previsione, certamente eterodossa ma soprattutto ambigua, si può ammettere che l'idea della sottoscrizione di titoli ibridi sia stata probabilmente tra le meno distorsive delle regole concorrenziali, anche se la sua efficacia è risultata piuttosto ridotta a causa, a quanto pare, dei costi dell'operazione, ritenuti eccessivi da diverse banche (non si sono ravvisate invece le condizioni per fare nuovamente ricorso alla normativa, anch'essa peraltro di dubbia legittimità per il suo asserito contrasto con il divieto degli aiuti di Stato, utilizzata negli anni

trascorsi per risanare le situazioni critiche di alcune banche nazionali tramite anticipazioni su titoli pubblici effettuate a tassi di favore dalla Banca centrale).

Forse è più importante sottolineare che, per agevolare e stimolare l'erogazione dei finanziamenti, anche nel nostro paese si è derogato all'applicazione delle vincolanti regole internazionali (Comitato di Basilea) introdotte qualche tempo prima per commisurare al patrimonio di vigilanza l'entità dei rischi bancari, in base a giudizi considerati rigorosi e troppo prudentiali sulla valutazione delle qualità creditizie dei clienti, ma verosimilmente più adatti a cicli economici espansivi; ed in una analoga prospettiva, si è riconsiderata anche l'applicazione nel periodo di alcuni principi contabili internazionali. Si è utilizzato un apposito fondo di garanzia per sostenere i finanziamenti delle piccole e medie imprese, le quali rivestono un ruolo fondamentale nell'economia del nostro paese; e si è inoltre programmata, per renderne meno problematica la ricapitalizzazione, l'istituzione di un fondo chiuso di investimento, gestito da una sgr costituita dalla Cassa depositi e prestiti e da alcuni enti creditizi di rilievo nazionale.

8. Specie a causa degli aiuti di Stato (alle banche, ma anche ad importanti settori industriali), si è sottolineato il rischio della disparità di trattamento tra le imprese, con pregiudizio del principio della libertà di concorrenza; si è anche detto che la crisi avrebbe dimostrato l'inefficienza di fondo di un mercato non regolamentato, affidato alla spontaneità dei comportamenti imprenditoriali volti a perseguire i propri interessi particolari. Con riguardo al primo rilievo, l'idea che dovrebbe essersi trattato di una deroga temporanea alle disposizioni filoconcorrenziali, derivata dall'eccezionalità e dalla gravità della situazione, può apparire resistita, od almeno infirmata, dalla constatazione che non è agevole il ricorso a procedure di liquidazione coatta per gruppi bancari, e fors'anche industriali, di intensa rilevanza nazionale. Con riguardo al secondo rilievo, piuttosto che ad un'alternativa tra mercato regolamentato e mercato non regolamentato, dovrebbe farsi riferimento ai diversi settori di mercato, convenendo sulla necessità di una regolamentazione particolare almeno

dei settori bancari e finanziari, tradizionalmente considerati fondamentali per la capitalizzazione del sistema economico.

Ma al di là delle misure contingenti, conviene domandarsi per quali ragioni la regolamentazione nazionale (in buona parte abbastanza coincidente con quella comunitaria) non abbia evitato la crisi finanziaria. Può darsi che tale regolamentazione abbia delle lacune; ma soprattutto è intuitivo che una regolamentazione nazionale dei due settori non è comunque sufficiente quando questi sono comunicanti con i mercati internazionali.

Con riferimento al settore bancario, si è già detto che i criteri di valutazione richiesti per la erogazione del credito sono apparsi poco adatti a sostenere un sistema produttivo in crisi; di qui l'intenzione, per una maggiore copertura dei rischi sia creditizi sia finanziari (ad es., da derivati), di accrescere il livello di capitalizzazione delle banche, o quanto meno di migliorarne la qualità pervenendo ad una diversa ponderazione degli attivi del patrimonio di vigilanza, attribuendo minor peso (o addirittura escludendoli dal computo) gli strumenti ibridi ed altri prodotti finanziari anche partecipativi che attualmente concorrono alla sua composizione; con l'introduzione di particolari indicatori di liquidità; con un contenimento della leva finanziaria; con una politica anticiclica degli accantonamenti volta ad attenuare la prociclicità della regolamentazione prudenziale del capitale, incrementando la loro misura durante i cicli di espansione per non ridurre eccessivamente il credito durante i cicli di crisi; con l'accentuazione, in un modello di valutazione del merito creditizio prevalentemente statistico-quantitativo, del potere della banca di modificare le conseguenti determinazioni con una espressa motivazione. Si intende anche prescrivere l'imposizione di ulteriori obblighi prudenziali, aggiuntivi rispetto a quelli delle altre banche, per quelle sovradimensionate, il cui stato di crisi potrebbe pregiudicare la stabilità del sistema.

E' soprattutto con riferimento al settore finanziario, ancora, che la regolamentazione nazionale va considerata in rapporto alla situazione dei mercati internazionali, non sempre adeguatamente regolati. A questo proposito, va ricordato che i nostri intermediari possono

negoziare anche valori mobiliari esteri, con caratteristiche atipiche, anche di natura speculativa, per i quali non è sempre agevole individuare i margini di solvibilità degli emittenti e determinarne correttamente il valore, almeno quando si tratta di strumenti finanziari non quotati nelle borse valori o in altri mercati regolamentati. Ciò vale, tra l'altro, per gli acquisti di strumenti finanziari il cui valore di mercato, derivante dal valore di strumenti sottostanti, non è agevolmente accertabile o controllabile; di strumenti esteri da immettere in fondi comuni; di quote di fondi esteri, specie se di natura speculativa.

Da questo angolo di visuale, si avverte l'inadeguatezza di una disciplina del mercato finanziario fondata su un sistema informativo, preoccupato giustamente di superare l'asimmetria conoscitiva tra intermediari ed investitori, ma che non sembra assicurare, malgrado i richiesti profili di professionalità, una puntuale capacità degli intermediari di acquisire le informazioni rilevanti, per cui non hanno la possibilità di trasmetterle agli investitori. Peraltro, poiché si ritiene che non si possa precludere agli intermediari di operare anche nei mercati esteri, dovrebbe darsi risalto alle valutazioni delle società di rating sulle quali gli intermediari potrebbero fare affidamento: ma i criteri alla base di quelle valutazioni, basate su modelli matematici, sono comunemente considerati alquanto opachi, e quindi non sempre affidabili (com'è stato confermato anche dalle vicende degli strumenti derivati dalla cartolarizzazione dei mutui immobiliari statunitensi). E non appare neppure risolutiva l'idea, tra l'altro non sorretta da un dato normativo sicuro, che le società di rating, con i loro giudizi rivolti al pubblico, assumano una responsabilità verso i terzi da contatto sociale. Si comprende pertanto perché è stata avviata una riforma anche della legislazione statunitense, diretta proprio ad assicurare una maggiore trasparenza dell'operato delle agenzie di valutazione del credito, con riferimento anche al mercato dei derivati, specie se seguitano ad essere negoziati fuori borsa; ed in questo progetto di riforma – oltre all'istituzione di un nuovo ente per la protezione dei diritti degli investitori finanziari, per il corretto utilizzo delle carte di credito, per un controllo dei finanziamenti immobiliari, per una maggiore regolamentazione dei fondi speculativi – si vuole

anche evitare che i grossi gruppi bancari e finanziari, a causa delle loro dimensioni e degli interessi coinvolti, seguitino ad essere, o a considerarsi, immuni dai rischi d'insolvenza: di qui, la previsione di più stringenti requisiti di capitale proprio; la formazione di un ingente fondo speciale per la loro liquidazione, fondo che dovrebbe essere costituito solo da soggetti privati e quindi senza contributi pubblici; la programmata istituzione di un comitato per la supervisione dei rischi sistemici. Misure – si confida – volte a rendere meno frequenti ulteriori incidenze negative sulla capitalizzazione del sistema e i rischi di nuove crisi globali, finanziarie ed economiche.

NICCOLO' SALANITRO