



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MACERATA
FACOLTA' DI SCIENZE POLITICHE ED ECONOMIA
LABORATORIO "FAUSTO VICARELLI"
PER LO STUDIO DEL RAPPORTO FRA BANCA ED INDUSTRIA

Lezione Vicarelli 2000

Prof. Mario Draghi – “Evoluzione nella finanza europea”

Mercoledì 15 novembre 2000, ore 11.30 – Facoltà di Scienze Politiche

TESTO PROVVISORIO TRATTO DALLA REGISTRAZIONE DELLA LEZIONE DEL PROF. MARIO DRAGHI

Grazie per le care parole di presentazione.

Vorrei premettere alla lezione un brevissimo ricordo di Fausto Vicarelli.

Fausto Vicarelli è stato uno dei miei professori più importanti, è stato un amico e questo mi è venuto in mente quando preparavo le note per questa lezione. Molte delle cose che dirò sono state oggetto di riflessione da parte di Fausto Vicarelli, sono cose in un certo senso vecchie da un punto di vista teorico e questo è un punto a suo merito. Vorrei anche ringraziare il Laboratorio *Fausto Vicarelli* per questo invito. Per più di un motivo sono contento di essere qui oggi: occasioni come queste, in un mondo dove le cose succedono molto rapidamente, sono occasioni per fare esercizi di prospettiva, cioè per capire esattamente quello che è più importante, quello che è meno importante e per fissare le idee sulla sequenza storica e sulla dimensione degli eventi. Gli eventi di cui parlo sono eventi che non esiterei a definire straordinari per la dimensione e per la rapidità con cui sono accaduti. Parlerò di cose che hanno a che fare con il mercato del capitale e faccio una premessa di carattere generale. E' una convinzione antica degli economisti, per esempio è stato oggetto, come ricordava prima la prof.ssa Venanzi, di riflessioni da parte del prof. Vicarelli, che la crescita e la dimensione del mercato dei capitali abbiano un effetto sullo sviluppo di un paese. Questo per almeno due motivi: primo, la dimensione e la crescita del mercato dei capitali ampliano le possibilità di finanziamento delle imprese; secondo, il mercato dei capitali e l'ampiezza del sistema

degli intermediari portano con sé la possibilità di diversificare il rischio. Quindi, investimenti che sono di per sé rischiosi, per esempio investimenti in innovazione e in alta tecnologia, hanno facilmente finanziamento se il mercato dei mercati è ampio e dinamico. Basti pensare alla differenza tra la disponibilità di capitali che la *hi-tech economy* ha avuto negli Stati Uniti e le disponibilità che ha avuto fino a poco tempo fa in Europa. La consapevolezza di questo fatto, come dicevo, non è cosa recente, ma dal momento cognitivo all'azione passa molto tempo per l'Europa.

La deregolamentazione finanziaria degli anni '70 e '80 negli Stati Uniti e nel Regno Unito libera risorse, fa esplodere i mercati finanziari. Questi sviluppi toccano l'Europa continentale, ma fanno fatica ad affermarsi per le rigidità presenti nei vari paesi membri dell'Unione europea. Ed è soltanto quando i governi acquisiscono consapevolezza di queste rigidità e si rendono conto del confronto devastante tra la situazione dell'Europa continentale e quella del Regno Unito e degli Stati Uniti sul piano dell'occupazione, della produttività, dell'innovazione e degli investimenti, che iniziano a decidere. Vediamo brevemente la sequenza istituzionale di queste decisioni.

Nel '92 si completa il mercato unico che rende l'area europea una grande area commerciale, e non è un caso che ciò avvenga simultaneamente alla firma del trattato di Maastricht. Il trattato di Maastricht getta le basi per l'Unione monetaria europea, getta le basi per un'area che dovrebbe divenire non soltanto un'area commerciale, ma anche un'area finanziaria integrata. L'area è un'area monetaria ottimale? No. Le condizioni che la rendono ottimale non c'erano allora e non ci sono neppure oggi. La prima di queste condizioni è la mobilità dei fattori di produzione, cioè del capitale e del lavoro. Da allora, però, c'è stato movimento e c'è stato progresso.

Dal '92 per diversi anni succede molto poco. I paesi dell'Europa continentale sono presi dalle crisi di cambio – la crisi del '92, la crisi del '93, il nostro passaggio ai cambi flessibili – e dalla necessità di far quadrare i conti pubblici. Maastricht richiede che le finanze pubbliche vengano consolidate, richiede un bilancio in pareggio e quindi tutti gli sforzi, la creatività e anche lo sforzo politico vengono indirizzati verso quell'obiettivo. Quindi si fa molto poco sul piano dell'integrazione finanziaria.

Nel '98, in occasione di un Consiglio dei Ministri finanziari, il cancelliere dello scacchiere inglese Gordon Brown lancia la sua agenda che da quel momento viene chiamata l'agenda di York perché quello era il posto dove l'ECOFIN si tenne. In questa agenda elencava una lista di misure da prendere, di processi da avviare, per rendere l'Europa competitiva, per accrescere l'occupazione e per creare posti di lavoro.

Al primo posto la necessità di creare un mercato dei capitali integrato. Da allora si è discusso molto su questo tema e si è giunti alla deliberazione del Consiglio europeo di Lisbona di quest'anno, dove i capi di stato e di governo, con notevole perentorietà, dichiarano che entro il 2005 deve esistere un mercato unico dei capitali.

Ora, i capi di stato e di governo sono certamente persone normalmente forti, con forti personalità, però la perentorietà di questa dichiarazione in un certo senso sorprende e a ben vedere è motivata da almeno due considerazioni.

La prima riguarda le richieste dei cittadini d'Europa. I cittadini d'Europa "vogliono" un mercato dei capitali integrato. Due esempi in proposito.

Se guardiamo alla disponibilità di capitale di rischio per le piccole e medie imprese, in Europa è circa un quinto di quella degli Stati Uniti. E questo è dovuto a varie barriere di tipo istituzionale che separano gli ordinamenti finanziari dei vari paesi. Per quanto riguarda le grandi imprese, l'assenza di integrazione comporta un costo del capitale molto più alto in Europa di quanto non sia negli Stati Uniti.

Un altro esempio riguarda i fondi pensione. In Europa i fondi pensione subiscono una serie di restrizioni agli investimenti che non hanno eguali né nel Regno Unito, né negli Stati Uniti. Sembra trattarsi di una questione di natura puramente finanziaria. In realtà, ha un effetto abbastanza visibile sui risparmi e sui comportamenti dei cittadini. Qualche dato: nel periodo '94-'98 il rendimento reale medio dei fondi pensione è stato del 10,5% negli Stati Uniti e del 6% in Europa, a causa di queste restrizioni che hanno, a ben vedere, un'origine nazionalista. Per dare un'idea dell'importanza di questo fatto, pensate che un individuo che investe in un fondo pensione, per avere dopo 40 anni di lavoro un beneficio pari al 35% del proprio salario, se il tasso di rendimento sul suo piano pensione è del 6%, dovrà contribuire con il 5% del proprio salario. Ma i contributi a carico del proprio stipendio salgono al 20% se il rendimento del suo piano pensione è del 2%.

Quindi, non ci vuole molto perché la consapevolezza della necessità di un mercato dei capitali integrato arrivi a tutti i cittadini d'Europa. Sono aspetti che toccano in profondità i comportamenti e le strategie di risparmio.

Qualche altra considerazione invece sul motivo per cui l'integrazione è considerata questione di assoluta urgenza da parte dei capi di stato e di governo. Assistiamo, in questo periodo, ad un mutamento di prospettiva. Le scelte di investimento sono divenute indifferenti rispetto al paese di origine in cui opera l'impresa.

Ma si evidenzia una crescente discrasia tra il comportamento dei mercati e degli individui e il comportamento dei legislatori e dei governi.

In origine le strategie di investimento erano basate sul paese, cioè si tendeva naturalmente ad investire in imprese appartenenti allo stesso paese. Oggi il focus si è spostato dal paese al segmento industriale.

Il rischio di cambio è sparito con l'avvento dell'euro, che ha eliminato una barriera all'integrazione dei mercati. L'altro effetto dell'avvento dell'euro è che l'incremento nella trasparenza dei prezzi porta ad una rapida individuazione dei concorrenti strutturalmente più deboli, quelli che sono riusciti a sopravvivere proprio grazie alla protezione offerta dal rischio di cambio. Questi concorrenti diventano presto obiettivi di acquisizione, oppure abbandonano il mercato.

Lo sviluppo di un mercato paneuropeo del debito offre un bacino di finanziamenti cui si può ricorrere per effettuare acquisizioni anche di grandi dimensioni. Non solo. Con le acquisizioni nel campo delle telecomunicazioni si è sviluppato un mercato che prima non esisteva in Europa, il mercato dei titoli obbligazionari ad alti tassi di rendimento, o altrimenti detto dei *junk bonds*. Lo sviluppo del processo di armonizzazione dei regimi fiscali e normativi (traguardo ancora abbastanza lontano) renderà queste acquisizioni ancora più facili. Un'ulteriore spinta verrà anche dallo sviluppo di una cultura orientata all'investimento e alla creazione di valore.

Qualche dato su questi sviluppi. Vi dò rapidamente alcuni dati sui segmenti del mercato finanziario: sulle acquisizioni, sulle banche e sul mercato obbligazionario.

Sulle acquisizioni: l'Europa occidentale è stata nel '99 l'area più attiva in operazioni di M&A (*Merger and Acquisition*) generando il 73% delle operazioni in termini di valore con 580 miliardi di dollari contro i 320 del '98, quindi con un incremento dell'80%. L'area europea ha attirato il 45% degli investimenti globali. Il valore delle fusioni e acquisizioni transfrontaliere, cioè di un paese nei confronti dell'altro, rilevato nel '99, ha raggiunto gli 800 miliardi di dollari con una crescita del 47% rispetto al '98. Il maggiore investitore mondiale in operazioni transfrontaliere è ancora una volta l'area dell'euro. La dimensione di questi fenomeni non è così evidente, non è cioè totalmente visibile l'esplosione che l'area dell'euro in termini di mercati finanziari ha avuto negli ultimi due anni.

Nelle attività di M&A, primo tra i paesi dell'euro è il Regno Unito, ultimo l'Italia, che parte però da basi sostanzialmente diverse dagli altri paesi e che, comunque, in termini di tendenza, ha avuto un ruolo attivo: le acquisizioni transnazionali di aziende italiane sono passate da 6 miliardi di dollari nel '90 a 24 nel '99. Gli investimenti dell'Italia all'estero sono cresciuti nello stesso periodo di circa il 300%.

I settori più vivaci in Italia sono il settore delle telecomunicazioni, meccanico e bancario. La situazione si è ulteriormente evoluta nel corso di quest'anno. Nei primi sei mesi dell'anno (periodo in cui le fusioni e le acquisizioni sono aumentate del 60% in valore sullo stesso periodo dell'anno precedente), il numero complessivo delle operazioni riguardanti l'Italia è stato di 400 contro 330 dei sei mesi del '99.

Quali i motivi di questa esplosione di M&A in Europa e in Italia?

Primo: ricerca di maggiori dimensioni per competere globalmente. Molte grandi imprese ritengono oggi indispensabile avere parte della loro operatività negli Stati Uniti. Secondo: creazione di valore. Qui bisogna sottolineare che, contrariamente a quanto possa sembrare, maggiore dimensione e creazione di valore non sono concetti che vanno sempre insieme. In alcuni casi la creazione di valore è essenzialmente creazione di valore per i manager che, con dei piani di *stock options*, promuovono le fusioni e accrescono la dimensione, ma spesso non accrescono il valore del combinato. Il caso del *breakup* di AT&T in società quotate è un esempio di questo tipo. Anche nel comparto banche emerge una tendenza alla concentrazione, ma le operazioni transfrontaliere sono molto inferiori. La tendenza del sistema bancario è diversa. Ricordiamoci che l'azienda bancaria è una azienda che usa molto personale, ha margini di profitto che dipendono dalla conoscenza del cliente; quindi, la presenza di leggi sul lavoro, di ordinamenti giuridici che regolano il mercato del lavoro diversi nei vari paesi, la necessità di conoscere il paese dove si opera, fanno sì che le sinergie di costo derivanti da fusioni di aziende bancarie di paesi diversi siano relativamente limitate, almeno per il momento.

Questo in un certo senso va contro un modo di pensare abbastanza comune che le banche debbano assolutamente fare fusioni internazionali per avere successo. Naturalmente varia da caso a caso, ma il *pattern* più diffuso è questo: la banca prima cerca di acquisire altre società in modo da allargare la gamma dei propri prodotti (per esempio acquisendo società di assicurazioni), poi si allarga all'interno del suo paese e solo come terza fase acquista un'altra banca negli altri paesi. Infatti, è possibile riscontrare che la maggior parte delle fusioni internazionali europee che si sono verificate sono precedute da fusioni nazionali.

Un altro esempio di integrazione è quello che riguarda il mercato obbligazionario. Anche il mercato obbligazionario privato è esploso in Europa. Qualche dato. Le emissioni di obbligazioni in Europa, da parte di imprese europee, passano da 50 miliardi di dollari del '97 a 181 nel '99. Il mercato obbligazionario privato europeo comincia ad avere una dimensione simile a quella del mercato americano.

La borsa: tutto ciò naturalmente non può non avere effetti sulla borsa italiana. La capitalizzazione di borsa delle società italiane è passata dall'11% del PIL nel '92 al 75% del 2000. Dipende dai prezzi e da numerosi altri parametri. E' però un fatto che questo dato è nella media europea, cioè la media continentale escluso il Regno Unito. E, cifre altrettanto indicative di questa esplosione sono quelle che si hanno in termini di valore degli scambi, di controvalore medio giornaliero e di valore assoluto della capitalizzazione.

Poi c'è il terzo segmento, il segmento dei mercati, di cui vorrei parlare brevemente. Che è successo ai mercati di borsa nel frattempo?

I mercati di borsa in Europa sono oramai quasi tutti società private. Quindi, di fronte ad un forte processo di concentrazione industriale, ad una crescita straordinaria dei mercati obbligazionari e ad un processo di concentrazione meno forte, ma comunque marcato, degli intermediari bancari, cosa succede alle società mercato? Vediamo prima quello che è successo negli Stati Uniti, perché ci dà un'idea della probabile, possibile tendenza europea. L'esperienza americana ci mostra uno scenario che nel '900 annoverava un centinaio di borse, oggi due: la borsa di New York e il Nasdaq. Negli ultimi due anni, tuttavia, si è manifestato un fenomeno che sembra qualificare questa situazione di forte concentrazione. Sono nati ed operano con successo una trentina di ATS (alternative trading systems) che fanno uso delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione che si sono affermate negli ultimi 5 anni e permettono di operare con un numero di clienti in forte crescita. Gli ATS sono il domani, ma non sono in opposizione al mercato di New York e al Nasdaq. Sono complementari ai due mercati, che fungono nei loro confronti da stanza di compensazione. Quindi, il problema dell'industria dei mercati di oltreoceano è quello di governare queste spinte centrifughe, cercando di appropriarsi di soluzioni che vengono dai sistemi di scambio minori. In Europa invece, siamo un passo indietro: va ancora trovata una dimensione adeguata per le società mercato, che in Europa sono circa una trentina. L'integrazione tra mercati viene cercata a livello orizzontale, ma anche a livello verticale, perché le industrie di mercato sono più di una. La prima è quella del *listing*, cioè dell'autorizzazione a quotarsi; la seconda è il *trading*, cioè l'autorizzazione a che il titolo venga negoziato; poi c'è la compensazione; la liquidazione, la custodia e la gestione accentrata dei titoli e, infine, la fornitura di servizi telematici per svolgere queste operazioni. Quindi ci sono due processi, uno di integrazione verticale e un altro di integrazione orizzontale transnazionale. Ora, il tipo di accordi che le varie piazze, le varie società mercato hanno trovato in Europa, è

molto vario. Vanno da accordi commerciali ad accordi di partnership, ma due sono i progetti che si sono affermati, anzi, a ben vedere, uno sta affermandosi e l'altro per il momento, invece, è fermo.

Il primo è quello così detto EURONEXT. EURONEXT, in parole semplici, consiste in un accordo tra società mercato di vari paesi. Queste società restano enti giuridici distinti, però sono legati da una piattaforma tecnologica comune. Chi è membro di un mercato diventa membro automaticamente di tutti gli altri. Questa è una soluzione (progetto di origine francese) che permette di raggiungere notevoli dimensioni quantitative e, come tutti i progetti più gradualisti, sembra potersi affermare con maggiore facilità. Perché più graduale? Sostanzialmente perché non pone immediatamente problemi di coordinamento della regolamentazione. I mercati restano enti giuridici distinti, i regolatori di ogni paese restano al loro posto. Man mano si coordineranno. Nel frattempo, però, per una società che volesse collocare i propri titoli all'interno di un mercato può attingere ad una piazza che automaticamente è diventata più grande di quella originaria, ad ambito nazionale. Oltre alla piattaforma comune si unificano le procedure di liquidazione e di regolamentazione.

L'altro progetto, di origine anglo-tedesca, prevedeva una fusione completa delle due società mercato, definendo una specializzazione per tipologia di titoli delle due piazze: i titoli ad alta tecnologia per Francoforte, tutti gli altri invece a Londra. La cosa si è arenata per motivi di natura commerciale. Gli intermediari londinesi non hanno ritenuto conveniente il progetto: tenete presente che la società mercato di Londra è di proprietà privata, è di proprietà, cioè, di intermediari finanziari che agiscono su Londra. Ma si è arenata soprattutto perché i promotori di questa iniziativa non sono riusciti a spiegare come avrebbero gestito i due regimi giuridici, diversi, in Inghilterra e in Germania.

A quali leggi queste società sarebbero state soggette? Questo è stato un ostacolo invalicabile. Quindi, in un certo senso, il progetto francese ha più possibilità di crescere in futuro perché rimanda la soluzione del regolatore.

Il primo modello ipotizza una vera e propria federazione di mercato, il secondo la concentrazione dei mercati. Il secondo porta ad una borsa unica europea, il primo forse porterà ad una borsa unica in futuro: allo stato attuale le borse dei diversi paesi restano distinte.

Inoltre, ci sono processi di integrazione internazionale che stanno attuandosi per gli altri servizi di borsa, quali la compensazione, la liquidazione, la custodia dei titoli. Per questi ambiti, il processo verso l'integrazione sembra procedere più rapidamente che per le società mercato.

Quali sono i vantaggi e gli svantaggi dei due modelli indicati?

Gli svantaggi e i vantaggi di uno sono i vantaggi e gli svantaggi dell'altro. La borsa unica europea ha come vantaggio la maggiore liquidità. Pensate a titoli che hanno il c.d. *dual listing*, cioè sono quotati sia a Milano che a Londra, per esempio la Fiat. La liquidità del titolo Fiat a Milano è molto alta e a Londra è bassa, semplicemente perché gli investitori scambiano poche azioni Fiat. I mercati federati ma separati, quindi, non garantiscono liquidità ai titoli che vengono quotati sui vari mercati.

La borsa unica, invece, cioè quella che deriva dalla fusione di vari mercati, garantisce questa liquidità. Il secondo vantaggio della borsa unica consiste nella uniformità delle condizioni regolamentari e delle condizioni tariffarie. I prezzi sono gli stessi e il regolatore alla fine sarà lo stesso. Quali sono gli svantaggi? La borsa unica viene a creare una situazione di monopolio. Il secondo svantaggio, è più come dire, di natura tecnica. Oggi ogni borsa ha le sue blue chips, cioè i suoi titoli di riferimento, che entrano nella composizione degli indici e, di conseguenza, entrano nei portafogli degli investitori istituzionali con certe quote. La fusione delle diverse borse europee comporta una ridefinizione dei pesi relativi delle varie società quotate, per alcuni titoli in modo estremamente rilevante. Cambia, quindi, il peso negli indici e nei portafogli degli investitori istituzionali. Questo per alcune società può rappresentare un danno in termini di aumento del costo del capitale. Si pensi, a titolo di esempio, alle società molto presenti su una borsa come quella di Milano, che potrebbero perdere il loro peso in una borsa paneuropea. E a quel punto perdono anche il loro peso negli indici di borsa. C'è poi un terzo problema di natura politica. Immaginate la creazione di valore che deriva alla sede dove questa ipotetica borsa paneuropea verrà collocata. Naturalmente è molto complicato trovare tra i 15 membri dell'Unione un accordo su chi dovrà ospitare questa borsa e quindi chi potrà usufruire di questo vantaggio. Ancora, pensate alla differenza di informazione che avrà il regolatore che risiede nel luogo dove questa borsa verrà collocata rispetto ai regolatori degli altri paesi, che continueranno, per forza di cose, a vivere perché alcune delle leggi che sono oggi in vigore non verranno cancellate dalla creazione di una borsa unica.

Questa è la situazione. La conclusione non c'è, se non in negativo: in Europa continuiamo ad avere un assetto regolamentare molto diviso: il trattamento fiscale nei vari paesi è diverso, le leggi che disciplinano i fallimenti sono diverse, i criteri contabili sono diversi, le regole di trasparenza sono diverse. Persino la definizione di manipolazione del mercato è diversa da paese a paese. Le regole a protezione del consumatore nel caso di vendita dei servizi a distanza sono diverse. Quindi la

situazione sembra, come dire, senza speranza. In realtà un coordinamento è inevitabile e questa situazione non è ignota nel processo di integrazione europea. Appariamo molto diversi, ma poi alla fine, con un processo che ha in un certo senso del misterioso nella sua velocità, nelle sequenze con cui avviene perché nessuno sa esattamente quando queste cose possono accadere e quanto velocemente accadano, si risolve. Qual è il versante su cui oggi, nel Consiglio dei Ministri finanziari, si sta operando per risolvere il problema? Il problema maggiore, in un certo senso, è all'origine di tutto ciò. Non abbiamo ancora un processo istituzionale che possa operare il cambiamento, cioè non si capisce bene chi dovrà suggerire questi cambiamenti. Mi spiego. Nel caso della banca centrale europea, si decise nel trattato di Maastricht di fare una banca centrale unica. I ministri finanziari e i capi di stato e di governo decisero in questo senso. Non si è ancora assunta la decisione di creare un regolatore unico, la decisione di creare una borsa unica oppure più borse anche perché questa decisione non può essere presa dai governi perché le borse sono società private e quindi non possono essere organizzate per decreto del principe. Quindi la situazione oggi è di questo tipo: si pensa di affrontarla ed è stato costituito un gruppo di saggi dal Consiglio Europeo di Lisbona che dovrebbe consegnare un primo rapporto a giorni. Ma l'orientamento di questo rapporto è che c'è un primo livello, il livello delle direttive, cioè un livello legislativo del mercato finanziario europeo. Su questo punto si può intervenire perché oggi per produrre una direttiva nel campo finanziario ci vogliono circa tre anni. Allora, che in una materia soggetta a continui cambiamenti ci siano tempi del genere è assolutamente intollerabile. La prima cosa da fare consiste nel velocizzare il processo di produzione delle direttive. Secondo, in un certo senso analogamente a quanto abbiamo fatto in Italia con il Testo unico sulla finanza, definire che queste direttive non devono essere dettagliate, ma devono essere direttive di principio, che delegano il dettaglio ad altri organismi regolamentari, molto di più di quanto si sia fatto fino ad ora.

Questo è il primo livello. Il secondo livello è che cosa facciamo in termini di organismi regolamentari? Avremo un regolatore unico o avremo più regolatori? In un certo senso dipende molto da quello che faranno i privati, di nuovo i mercati, cioè le società mercato. Se le società mercato si mettono d'accordo per fare una borsa sola, è chiaro che ci sarà una tendenza molto difficilmente arrestabile verso un regolatore unico. Se le società mercato seguiranno il modello francese, ci saranno più regolatori.

In ogni caso noi sappiamo che per il 2005 dobbiamo consegnare un mercato unico; siamo ai primi passi e vedremo il rapporto dei saggi che verrà consegnato, come dicevo, fra pochi giorni.

Ora, questo è quanto accade sul fronte europeo.

Vediamo per l'Italia. Qui devo fare un passo indietro e tornare ai lavori preparatori del Testo unico sulla finanza. La conclusione di questo ragionamento è il porsi una domanda: come resiste il Testo unico sulla finanza di fronte a questi sviluppi europei che non solo hanno allargato i mercati, ma sembrano rimettere in discussione tutte le leggi nazionali, senza peraltro ancora offrire un processo alternativo di formulazione di una legge europea dei mercati finanziari?

Torniamo quindi un momento indietro e vediamo quali sono i criteri che hanno informato i lavori del Testo unico sulla finanza e del quadro storico in cui questa legge è nata. Quando si iniziò a lavorare sul Testo unico sulla finanza il sistema era in un certo modo ancora sotto il disegno della legge bancaria del '36 che prevedeva un sistema in cui le banche erano al centro del sistema finanziario e la banca era pubblica, quindi il risparmio privato era tutelato dal fatto che il proprietario della banca fosse l'autorità pubblica. Questo sistema aveva già cominciato ad incrinarsi con il Testo unico sulle banche che era uscito un paio di anni prima. Nel Testo unico sulle banche si applicano direttive di provenienza comunitaria; di nuovo, la funzione forte di impulso che viene dalla Comunità sul piano istituzionale, ripeto, non sul piano dei mercati. I mercati crescono, si sviluppano, fanno le cose indipendentemente da ciò che viene fatto a livello istituzionale, sia a livello nazionale, sia a livello internazionale.

Invece, a livello istituzionale noi abbiamo questo impulso: il Testo unico sulle banche aveva incrinato questo disegno perché intanto aveva sostanzialmente despecializzato le banche, abbattendo molte delle protezioni e introducendo il passaporto europeo.

La tutela del risparmio cominciava ad essere incrinata. Le banche vengono privatizzate. Ricordate che la prima ondata di privatizzazione riguarda le banche; tutte le banche del Tesoro sono ormai privatizzate, non ce n'è più nessuna salvo micro partecipazioni e salvo una partecipazione del Banco di Napoli (che peraltro è minoritaria), che oggi è in vendita nel senso che si dovrà o aderire all'OPA lanciata dal San Paolo oppure comunque collocarla sul mercato. La banca non è più pubblica. Inoltre le privatizzazioni fanno aumentare l'offerta di titoli azionari; nello stesso tempo aumenta la domanda perché il deficit pubblico continua a diminuire, l'emissione di obbligazioni continua a scendere e quindi c'è spazio perché i risparmi privati si indirizzino verso impieghi alternativi, cioè impieghi in azioni.

Allora, lo scopo del Testo unico è quello di ricostruire un sistema di tutela dei risparmi, un sistema che assicuri il finanziamento alle imprese, un sistema che non passi più soltanto attraverso le banche e un sistema che sia fondato sui mercati. Quindi la tutela del risparmio è una tutela del mercato, del corretto funzionamento del mercato.

I criteri di lavoro sono questi: prima di tutto questo Testo deve essere concorrenziale con altri ordinamenti; deve essere flessibile; deve introdurre una complementarità tra regole di mercato e regole societarie; e, infine, l'ultimo criterio è quello di poter pervenire ad un bilanciamento attento tra tutela delle minoranze e stabilità della proprietà dell'impresa. Una parola su ogni cosa. La concorrenzialità: il punto è la legge sull'OPA, per la quale il Testo unico della finanza ha fatto riferimento all'ordinamento anglosassone. La legge sull'OPA, come si è visto poi dagli eventi immediatamente successivi, cioè la scalata di Telecom, è stata l'innovazione più importante che il Testo unico introduce ed è stata introdotta per rendere l'ordinamento competitivo con quanto già avviene in Inghilterra, in Francia, in Spagna. La flessibilità: il Testo unico per la prima volta rispetto ad altre leggi delega non fissa tutto nella normativa primaria, ma delega al regolatore. La complementarità tra norme che tutelano i mercati (la trasparenza per esempio) e norme societarie. L'idea è questa: una società ben governata è un prodotto finanziario migliore di una società mal governata. In questo senso c'è complementarità tra le norme di carattere societario e quelle che tutelano gli scambi. E ultimo il bilanciamento tra tutela delle minoranze e stabilità della proprietà. Qui naturalmente è molto complicato definire dove tracciare il confine. L'idea del legislatore all'epoca fu quello di trovare un punto di equilibrio.

Aspetti che sono rimasti irrisolti, con riferimento alle tre aree del Testo unico: intermediari, mercati e società. Sulla parte intermediari c'è tutta una lista di problemi tecnici. Per quanto riguarda i mercati, problemi irrisolti non ce ne sono. I problemi irrisolti derivano dal processo di integrazione internazionale. Occorre risolvere quello di problema. Sul piano della normativa societaria, al Testo unico ha fatto seguito un disegno di legge delega chiamato Mirone dal Presidente della Commissione che lo ha proposto.

Mi vengono in mente gli attacchi che la Commissione che elaborò il testo unico ricevette nell'estate del '97. E uno degli attacchi più ricorrenti era che questa Commissione operava sulla base di una delega molto ampia, non ben definita con tempi molto ristretti, per cui la Commissione presentò il suo lavoro al Governo, il Governo lo presentò al Parlamento e nel giro di due mesi si approvò il Testo unico

sulla finanza che è una cosa piuttosto importante. Gli attacchi ricorrenti riguardavano la richiesta di una maggiore democrazia, di maggior dibattito su questa materia.

Oggi, passati tre anni, da allora non è successo niente. Non una norma di carattere finanziario è stata approvata da allora. Questo per dire che, se non si fosse colta al volo quella finestra, noi avremmo un sistema finanziario disciplinato ancora dalla legge dell'1/91. Tanto per completare: la legge 1/91 è stata tre anni in discussione in Parlamento ed è quindi figlia di una cultura di metà anni '80, quando ancora c'erano le barriere ai movimenti di capitale. Quindi è una legge completamente anacronistica rispetto agli sviluppi successivi. Comunque, la bozza di legge delega Mirone è in Parlamento e la filosofia di questa legge delega è che, mentre il Testo unico sulla finanza si occupa delle società quotate, delle società che fanno ricorso al pubblico risparmio, quindi grandi società, la legge Mirone si pone il problema delle società di minore dimensione: perché dobbiamo applicare norme di *governance* così pesanti? Perché dobbiamo chiedere che vi sia, per esempio, un collegio sindacale così fatto che è estremamente inadeguato per le piccole società? Quindi, gran parte della legge Mirone, della delega, è destinata a questo scopo: costruire un ordinamento per società più piccole. L'altra parte, molto importante, prevede la revisione profonda della legge fallimentare. Vi sono anche altri punti irrisolti, relativamente alle società. Uno riguarda, per esempio, la possibilità di introdurre delle norme che limitino la quotazione di scatole cinesi cioè di società vuote. Perché? Perché inizialmente si era pensato che questo potesse essere un problema gestito direttamente dalle società mercato. Uno fa domanda di quotazione, la società mercato vede che questa società è una scatola cinese, vuota, e nega la quotazione. Non funziona così: per vari motivi si continuano a quotare società di questo tipo. Secondo: le partecipazioni incrociate. Ricordate? Anche quello fu uno dei punti di attacco in quella estate, e oggi però il problema è serio perché la norma attuale prevede una soglia del 2% elevabile al 5% con una delibera dell'assemblea ordinaria oltre alla quale non è consentito alle società quotate incrociare le loro partecipazioni. La finalità di questa disposizione sarebbe quella di evitare relazioni partecipative che blocchino la contendibilità della società per i rapporti di reciproca assistenza che si vengono a instaurare tra amministratori delle due società. Però, in realtà, la norma oggi rappresenta una straordinaria "*poison pill*" contro le scalate. Non appena la società è oggetto di scalata da parte di un'altra società, acquista il 2% di quella società e a quel punto blocca ogni possibilità di scalata. Altri spunti di rinnovamento rispetto al Testo unico sono quelli che riguardano le partecipazioni incrociate, che di fatto impediscono le operazioni di fusione di alcune

società quotate. La domanda che oggi uno si potrebbe porre, in ottica retrospettiva: se non ci fosse stato il Testo unico della finanza come ci saremmo rapportati ai prossimi appuntamenti dell'integrazione europea, avendo a disposizione la legge 1/91? La disciplina degli intermediari era settoriale e parcellizzata, la disciplina dei mercati fondamentalmente pubblicistica. Il Ministero del Tesoro nominava i Consigli di Amministrazione della società mercato, quella che oggi si chiama Borsa spa. L'altra domanda è: quanto resterà di questa legge? La domanda non è sbagliata, soprattutto per quanto riguarda i mercati. Mentre, per quanto riguarda la disciplina societaria, la situazione può essere diversa. Per quanto riguarda i mercati immaginiamo di avere una società che da Milano chieda il *delisting* cioè voglia abbandonare la borsa di Milano e vada sulla borsa di Londra. Tutta la disciplina a cui questa società dovrà sottostare sarà quella inglese. Quindi è molto difficile darsi una risposta oggi su questo. Certo è che questa legge, che normalmente viene considerata non solo buona, ma la cui tenuta è stata vagliata severamente dagli sviluppi che ci sono stati negli ultimi due anni e complessivamente il giudizio dei mercati è che abbia tenuto, permette di sedersi al tavolo del negoziato per una legge europea sui mercati finanziari in condizione diversa da come ci saremmo trovati senza di essa.

Ecco io avrei terminato. Ma vorrei, prima di chiudere, ricordare a proposito di Fausto Vicarelli una cosa che mi è venuta in mente preparando questa lezione. A lui devo, ed è questa è la prima occasione pubblica che ho per rendere questa testimonianza, un incoraggiamento che ex post considero fondamentale nelle mie decisioni di giovane studente. Avevo iniziato da 3 o 4 esami la Facoltà di Economia e questi esami non erano andati particolarmente bene. Avevo pensato di lasciare e di fare altre cose nella vita. Poi sostenni l'esame di economia politica con Fausto Vicarelli, che invece andò benissimo e mi incoraggiò moltissimo a continuare.

Ecco, questo ricordo mi è venuto in mente perché oggi si tende sempre di più ad affermare che l' *higher education*, l'educazione più alta, non si trova più nell'Università. Oggi l'educazione sarebbe nel mercato, nella realtà, nel mondo. Io invece vorrei dare una testimonianza in senso contrario. Sono profondamente soddisfatto dell'educazione universitaria che ho ricevuto e di questo debito voglio rendere riconoscenza, pubblicamente, a Fausto Vicarelli. Grazie