

Il sistema finanziario italiano alla metà degli anni '90: una difficile transizione *

MARIO SARCINELLI

1. Introduzione

Il modello finanziario italiano è nel mezzo di una complessa transizione, alla ricerca di un difficile compromesso tra uno schema imperniato su una banca universale "alla tedesca" e un sistema anglosassone "orientato al mercato".

Per riflettere sul tema delle mutazioni innescate nel nostro sistema finanziario dalla globalizzazione dei mercati e dall'innovazione del quadro normativo, conviene innanzitutto (sezione 2) tentar di inquadrare la lettura del cambiamento secondo alcune possibili coordinate teoriche di indagine: un'impresa certamente utile per comprendere meglio la connessione che lega in modo biunivoco il nostro sistema finanziario all'evoluzione del capitalismo italiano.

Il processo di apertura e modernizzazione della finanza italiana e la spinta delle direttive comunitarie costituiscono due fattori che stanno comunque operando nella direzione di modificare il quadro preesistente per superarne le inefficienze, le restrizioni e le ambiguità. All'esame di queste due forze propulsive, dei risultati conseguiti e degli spazi ancora da percorrere è dedicata gran parte delle osservazioni sviluppate in questo saggio e rispettivamente le sezioni 3 e 4.

□ Banca Nazionale del Lavoro, Roma.

* Una sintesi di questo articolo è stata presentata come relazione agli Incontri di Rocca Salimbeni, Siena, 10 novembre 1995.

L'A. ringrazia i dottori Giovanni Ajassa, Giovanni Parrillo, Andrea Ripa di Meana e Angiolo Trequattrini per aver raccolto la documentazione di base e dato a essa forma iniziale. Resta comunque l'unico responsabile delle opinioni espresse e degli errori ancora presenti.

La realtà italiana resta ancora "banco-centrica", ma ha subito trasformazioni importanti – né poteva essere diversamente – per effetto di crescenti spinte concorrenziali dovute alla liberalizzazione del movimento dei capitali, alla riduzione dei vincoli, al cambiamento del modello di vigilanza da prevalentemente strutturale a prudenziale, all'emanazione della seconda Direttiva bancaria e delle altre a essa collegate, infine allo spirare dei venti della globalizzazione; a una breve analisi di questi fattori è dedicata la sezione 5.

Recuperare al nostro sistema finanziario una migliore funzionalità significa reimpostare il legame tra esso e la struttura imprenditoriale. Limiti e ostacoli alla realizzazione di un simile impegno risiedono, come si vedrà nella sezione 6, non solo nell'insufficiente analisi dei legami tra la struttura finanziaria e quella reale, ma anche e soprattutto nella ormai pluridecennale sedimentazione di comportamenti, nel consolidamento di prassi che, da parte delle banche come delle imprese, hanno poco o nulla a che fare con un nesso efficiente tra finanza e industria. Il ruolo dell'Europa, anche monetaria, come stimolo all'ulteriore evoluzione del sistema finanziario italiano è sottolineato nelle brevi conclusioni.

2. Mercati, intermediari, imprese: alcune coordinate teoriche

I limiti nella ricerca di una chiave teorica per interpretare la transizione del modello italiano sono quelli, in termini generali, lucidamente individuati da Douglass North (1994, pp. 359-361) nella sua *Nobel Lecture* sul tema dell'analisi dinamica del cambiamento istituzionale:

«Una teoria della dinamica economica paragonabile per precisione alla teoria dell'equilibrio generale costituirebbe lo strumento ideale d'analisi. In assenza di tale teoria, possiamo descrivere le caratteristiche delle economie del passato, valutarne il funzionamento in diversi periodi, e compiere analisi di statica comparata. [...] Si ha il risultato neoclassico di mercati efficienti solo in assenza di costi di transazione. Quando vi sono costi di transazione, le istituzioni contano. [...] È l'interazione tra istituzioni e organizzazioni che determina l'evoluzione istituzionale dell'economia. Se le regole del gioco sono le istituzioni, i giocatori sono le organizzazioni e i loro imprenditori».

Una teoria generale in grado di razionalizzare l'esistenza e il divenire dei sistemi economici e finanziari non è stata prodotta dagli

economisti del XX secolo; né, secondo Frank Hahn (1991, p. 50), un miglior successo potrà essere ottenuto nei prossimi cento anni:

«I nostri successori non solo dovranno occuparsi assai meno dei temi più generali [...]. Non vi sarà per loro la grande teoria unificante della fisica delle particelle, che sembra attrarre i fisici. Non vi sarà per loro – o almeno vi sarà di rado – il piacere dei teoremi e delle dimostrazioni. Al loro posto, vi sarà il friabile terreno composito di storia, sociologia e biologia».

In mercati che inevitabilmente non soddisfano i canoni neoclassici di perfezione e completezza, l'esistenza di intermediari – per dirla con North, di organizzazioni – e di istituzioni si giustifica teoricamente come utile, se non necessario, strumento per raggiungere equilibri di *second best*. Su questa strada, nel corso degli ultimi trent'anni più di un filone di analisi si è cimentato nel tentativo di razionalizzare analiticamente natura e funzioni di differenti strutture finanziarie, studiandone eventualmente le diverse conseguenze nei termini del benessere sociale e del profilo di sviluppo delle singole economie.

Dalla *new view* (Gurley e Shaw 1960; Brainard e Tobin 1963) alla *legal restriction theory* (Fama 1980; Wallace 1983) sino ai più recenti sviluppi dell'economia dell'informazione e dei contratti (Akerlof 1970; Diamond 1984; Rees 1987) e della teoria dei giochi non cooperativi (Kreps e Wilson 1982; Terlizzese 1988), sempre più evidente si è rivelata la pratica impossibilità di inserire l'analisi dei sistemi finanziari in uno schema walrasiano di equilibrio generale. Anzi, la crescente consapevolezza teorica di problemi quali le asimmetrie informative, i rapporti di agenzia, le interdipendenze strategiche ha condotto l'attenzione degli studiosi a ricercare proprio nelle deviazioni dall'equilibrio alla Arrow-Debreu le microfondamenta dell'intermediazione finanziaria.

Dalla sedimentazione di queste successive fasi dell'analisi scaturiscono i più recenti approcci all'esame del funzionamento e della dinamica dei sistemi finanziari: in particolare, la cosiddetta «prospettiva funzionale» (Crane *et al.* 1995) e la distinzione delle economie tra «bancarie» e «di mercato» (Franks e Mayer 1994; Mayer 1994).

Con la prima impostazione, ci si concentra su una griglia di funzioni che un sistema finanziario è comunque chiamato ad assolvere. Inoltre, proprio l'incertezza circa lo specifico compromesso che emergerà in Italia tra la banca universale e un sistema orientato al mercato

renderebbe l'approccio funzionale particolarmente rilevante. In questa prospettiva (Crane *et al.* 1995), sei sono le funzioni di base da tenere presenti:

- fornire sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti;
- rendere disponibile un meccanismo che garantisca la raccolta di risorse presso un grande numero di risparmiatori e la loro successiva aggregazione (*pooling*) per il finanziamento degli investimenti;
- assicurare modalità per il trasferimento delle risorse economiche nel tempo e nello spazio, all'interno e all'esterno dei confini nazionali;
- fornire sistemi di gestione dell'incertezza e controllo del rischio attraverso strumenti di copertura, diversificazione e assicurazione;
- diffondere informazioni su livelli e variabilità dei prezzi dei prodotti finanziari in modo da favorire il coordinamento delle scelte autonomamente determinate dagli operatori nei vari settori dell'economia;
- ridurre quei "problemi di incentivi" e quei costi di agenzia che derivano dall'esistenza di rilevanti asimmetrie informative tra i partecipanti a importanti contratti finanziari.

L'approccio funzionale può essere d'aiuto anche per analizzare molto sommariamente la difficile fase di transizione attraversata dal sistema finanziario italiano. È evidente, infatti, che la contrapposizione di scuola fra i modelli del capitalismo renano e anglosassone – invero in via di dissolvimento ad opera della deregolamentazione e dell'innovazione finanziaria – è destinata a rimanere sterile se non si cerca un riferimento più preciso alla realtà dei soggetti interessati: il mercato, gli intermediari, le imprese.

Applicare il metro della prospettiva funzionale all'analisi del nostro sistema conduce a un risultato non esaltante. Delle sei funzioni, verosimilmente solo le prime tre trovano adeguato sviluppo allo stato attuale. Oltretutto, se alcuni decisivi progressi sono stati compiuti negli ultimi anni nella modernizzazione dei meccanismi di regolamento dei pagamenti specie sul circuito interbancario, se la capillarità della rete bancaria si è accresciuta per effetto della liberaliz-

zazione degli sportelli e l'offerta di prodotti finanziari da parte degli uffici postali si è alquanto diversificata, il processo di apertura internazionale della nostra economia stenta ancora a produrre effetti importanti e omogenei nei comportamenti delle imprese e, soprattutto, delle famiglie.

Scendendo più in basso nella tassonomia delle funzioni, appare evidente come le aree di maggiore ritardo accusate dal nostro sistema siano individuabili nel controllo dei rischi, nella trasparenza dell'informazione rilevante per le scelte di risparmio e investimento o, quantomeno, nella disponibilità di coerenti meccanismi di riduzione delle asimmetrie informative.

Nella seconda impostazione – più tradizionale ma anche meglio descrittiva della situazione storica e della sua recente evoluzione in Italia – le economie bancarie vengono caratterizzate da una modesta incidenza delle imprese produttive quotate in borsa, da un'elevata concentrazione della proprietà e da relazioni di lungo periodo tra banche e industria. Per converso, quelle di mercato esibiscono un'alta proporzione di imprese quotate, una bassa concentrazione della proprietà e relazioni di breve termine tra banche e industria (Sarcinelli 1993a e 1993b).

A ben vedere ciò che distingue le due tipologie di economie è una diversa "risposta" ai problemi della gestione del rischio e dell'operare delle asimmetrie informative. Nelle economie di mercato la soluzione – ovviamente di *second best* – ai fallimenti dello schema di equilibrio generale è rappresentata da un meccanismo di dispersione orizzontale del rischio tra un gran numero di investitori (Arrow 1953). Nelle economie bancarie l'enfasi è invece posta su un modello verticale, ovvero intertemporale, di compartecipazione al rischio che si realizza nel rapporto di lungo periodo tra banche e imprese.

In questo schema, l'alta concentrazione della proprietà delle imprese e la bassa esposizione ai rischi di scalate vengono lette come condizioni necessarie per indurre i finanziatori a instaurare un rapporto stabile con i prenditori di fondi. Specularmente, se la concentrazione è un requisito per il finanziamento, il ricorso al credito bancario diviene esso stesso condizione necessaria per garantire il mantenimento di un'elevata concentrazione nella proprietà delle imprese.

Tra sistema finanziario e sistema imprenditoriale esiste, quindi, un nesso ineludibile, una relazione biunivoca. La distinzione tra economie di mercato ed economie bancarie non è tuttavia sufficiente per dare ragione di casi, quali quello italiano, ove la cultura legislativa

della "separatezza" ha condotto alla degenerazione di un sistema quasi esclusivamente basato sugli intermediari, impedendo comunque lo sviluppo di un modello orientato al mercato. Su questa interpretazione, particolarmente lucide appaiono le osservazioni di de Cecco e Ferri (1994, pp. 35-37):

«Sarebbe ingeneroso nei confronti del sistema finanziario italiano sostenere che esso ha tarpato le ali del nostro sistema industriale, rendendogli ostico il ricorso al credito ordinario e speciale. Quello che appare chiaro, dopo un cinquantennio di vita del sistema inaugurato nel 1936, ma che veramente ha fatto le sue prove solo a partire dal dopoguerra, è che non di quantità di credito c'è stata carenza, ma di qualità di servizi finanziari, di quella sinergia cioè tra banche e imprese, che Colin Mayer tanto ammira in Germania e Giappone. [...] Si configura così il caso, unico al mondo, di un sistema imprenditoriale fortemente dipendente dal sistema bancario ma per nulla preoccupato di intrecciare con esso quelle relazioni strette che, secondo l'analisi economica recente, conducono al proficuo fondersi delle professionalità di imprenditori e banchieri, con risultati vantaggiosi per lo sviluppo industriale del paese».

La separazione tra credito ordinario e "speciale", la pratica dei fidi multipli per le banche a breve, l'affidamento basato sulle garanzie reali, la spendita della garanzia statale nel credito a medio termine e, soprattutto, in quello agevolato: sono questi alcuni tra i fattori che hanno contribuito a impoverire in Italia il contenuto della relazione di credito (*relationship banking*) intesa come espressione dell'*intuitus personae*, della professionalità e della competenza nella conoscenza del cliente che dovrebbero costituire il fondamento della funzione del banchiere.

3. L'apertura e la modernizzazione della finanza italiana: alcuni indicatori

L'Italia è il paese europeo rimasto più a lungo ai margini del processo di liberalizzazione e di integrazione finanziaria internazionale. Ciò contrasta con il ruolo assai attivo svolto nel commercio internazionale.

Negli anni Settanta e Ottanta il nostro paese partecipò in modo piuttosto asimmetrico all'integrazione finanziaria. Si favorì l'indebitamento dei residenti presso i non residenti. Specularmente, al fine di agevolare il finanziamento del disavanzo delle partite correnti della

bilancia dei pagamenti, si disincentivarono gli acquisti di attività finanziarie sull'estero da parte di investitori italiani.

Tra il 1972 e il 1983 – prima, quindi, che partisse il processo di smantellamento delle barriere al movimento di capitali – la componente estera delle attività finanziarie del paese era scesa dal 10,8 al 3,2 per cento. Il peso delle passività sull'estero era salito dal 5 al 13,2 per cento.

Tra la fine dell'83 e il maggio '90, con gradualità, l'Italia recepì le Direttive dell'Unione Europea in materia di liberalizzazione valutaria. Ciò permise un notevole sviluppo dell'internazionalizzazione finanziaria del nostro paese, specie dal lato della diversificazione sull'estero delle attività finanziarie dei residenti.

L'abolizione dei vincoli ha avuto un effetto favorevole anche sul flusso di capitali in entrata. La liberalizzazione – unita al miglioramento di alcuni "fondamentali" della nostra economia – ha aumentato la fiducia riposta nell'Italia dalla comunità finanziaria internazionale. Alla fine del 1994 la componente estera raggiunse rispettivamente il 9,2 e l'11,4 per cento del totale delle attività e delle passività finanziarie del paese.

Come la Francia, altro importante paese dove l'eliminazione del controllo dei capitali è relativamente recente, anche l'Italia ha recuperato almeno una parte del ritardo accumulato in precedenza. Significativa in proposito è la rapidità dell'aumento delle attività in titoli *cross-border*, salite dal 4 per cento del prodotto interno lordo (Pil) nel 1985 al 118 nel 1992, un livello che accomuna l'Italia agli standard dei paesi industrializzati.

Una tendenza analoga si osserva nell'ambito della diversificazione sull'estero degli investimenti di portafoglio. In termini di stock, l'incidenza sul Pil degli investimenti all'estero degli italiani è salita dal 5,4 per cento nel 1990 al 15,6 nel 1994. Il peso degli investimenti esteri in Italia è aumentato dal 4,6 al 18,6 per cento.

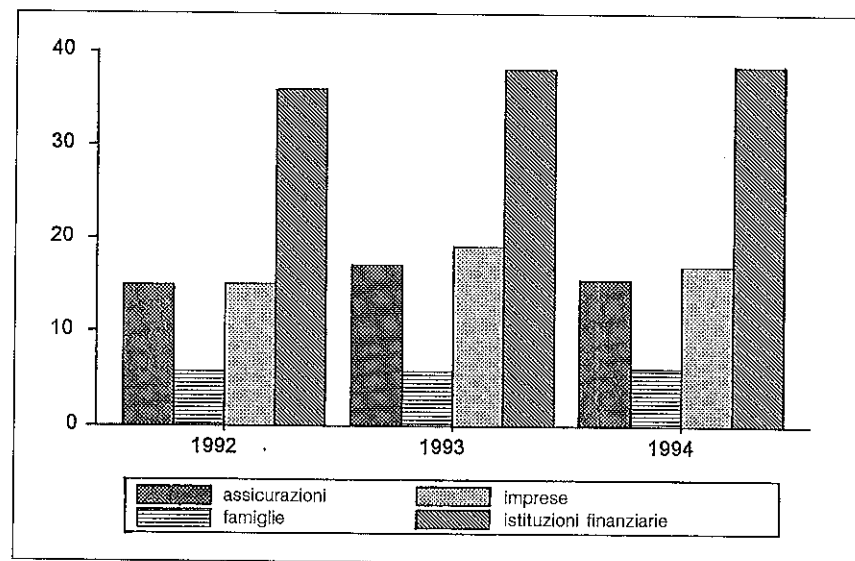
La liberalizzazione valutaria ha di fatto rappresentato uno spartiacque anche per i prestiti e per gli investimenti diretti sull'estero. Sempre in proporzione del Pil, lo stock degli investimenti italiani all'estero è passato da poco meno del 4 per cento nel 1990 a circa il 9 nel 1994.

Tornando agli investimenti finanziari, gli spazi offerti dalla liberalizzazione valutaria non sono stati uniformemente colti da tutti i settori. Al forte interesse mostrato dalle istituzioni finanziarie e dalle imprese si contrappone la relativa apatia delle famiglie (v. figura 1).

Ciò conferma quanto chi scrive ripeteva privatamente nel 1987 e negli anni successivi, allorché non pochi gli esprimevano aperte preoccupazioni o velati rimproveri per la liberalizzazione valutaria, temendo che tutte le disponibilità finanziarie italiane, comprese quelle di tipo monetario, sarebbero fuggite a Parigi o a Francoforte.

FIGURA 1

L'ESTERO NELLA RICCHEZZA FINANZIARIA DI ALCUNI SETTORI
(incidenza percentuale sul totale di azioni e titoli)



Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari.

Tra il 1990 e il 1994 il peso degli investimenti all'estero sul totale dei titoli in portafoglio è salito dal 19 al 38 per cento per le istituzioni finanziarie, dall'8 al 17 per cento per le imprese. È rimasto intorno al 5-6 per cento per le famiglie. Dal lato delle passività, consistente è stata la crescita della quota di debito pubblico detenuta da investitori esteri. Si è passati dal 5 per cento nel 1990 al 14 nel '94: un valore che risulta comunque contenuto se paragonato a quello di altri importanti paesi.

Il fisiologico processo di aggiustamento seguito all'abolizione totale dei vincoli valutari nel 1990 ha probabilmente compiuto gran parte del suo percorso. Affinché l'espansione delle attività sull'estero dell'Italia possa proseguire, è necessario ora che il nostro sistema-

paese superi ostacoli non meno importanti. Nonostante i cospicui progressi degli ultimi anni, la distanza nei confronti dei mercati più sviluppati rimane notevole e in assenza di interventi mirati rischia di accentuarsi.

Il mercato azionario italiano ha un rilievo ancora marginale sia nel contesto internazionale sia rispetto ad alcuni dei più diretti partner europei. L'indice di capitalizzazione di borsa in percentuale del Pil (15 per cento per il periodo 1991-94; v. tavola 1) vede l'Italia e l'Austria agli ultimi posti nella graduatoria mondiale. Il coefficiente di correlazione tra le principali borse estere pone in luce una minore sintonia tra il MIB di Milano e la piazza di Londra di quanta ve ne sia tra quest'ultima e le borse di Parigi e Francoforte.

TAVOLA 1

CAPITALIZZAZIONE DI BORSA
(in percentuale del Pil)

Paese	1975-80	1981-85	1986-90	1991-94
Stati Uniti (NYSE)	42	42	50	65
Giappone (Tokyo) ¹	25	39	157	125
Germania	11	12	28	29
Francia	13	6	26	39
Italia	7	7	19	15
Gran Bretagna	48	50	95	112
Canada (Toronto)	40	40	51	54
Australia	41	39	58	59
Austria (Vienna)	3	3	12	18
Belgio	15	11	38	41
Danimarca (Copenaghen)	16	16	35	44
Finlandia (Helsinki)	n.d.	10	33	29
Lussemburgo	57	150	428	208
Messico	n.d.	25 ²	12	30
Nuova Zelanda	n.d.	31	38	42
Olanda (Amsterdam)	18	20	54	66
Norvegia (Oslo)	n.d.	12	29	34
Spagna (Madrid)	27	7	20	24
Svezia (Stoccolma)	18	35	78	70
Svizzera (Zurigo) ¹	46	53	120	152

¹ Dal 1991 totale per il paese.

² 1983-85.

Fonti: Fédération Internationale Bourses des Valeurs e OCSE.

Nonostante il recente sviluppo, lo spessore del mercato italiano dei cambi risulta relativamente modesto (v. tavola 2). La più recente indagine della BRI (aprile 1995) colloca al 2,9 per cento il rapporto tra il *turnover* giornaliero dei cambi e il Pil. La posizione italiana rimane più debole anche fra le piazze finanziarie di secondo livello (4,4 per cento per la Francia e 3,9 per la Germania).

TAVOLA 2

TRANSAZIONI MEDIE GIORNALIERE IN CAMBI
(ammontare netto, in miliardi di dollari USA)

Paese	Aprile '89	Aprile '92	Aprile '95	in % Pil
Regno Unito	187	290	464	45,7
Stati Uniti	129	167	244	3,7
Giappone	115	120	161	3,5
Singapore	55	74	105	169,1
Hong Kong	49	61	91	80,0
Svizzera	57	66	86	33,1
Germania	n.d.	57	80	3,9
Francia	26	33	58	4,4
Australia	10	19	30	2,9
Italia	30	30	40	12,4
Totale generale ¹	620	880	1230	

¹ Dati depurati dalla doppia contabilizzazione.

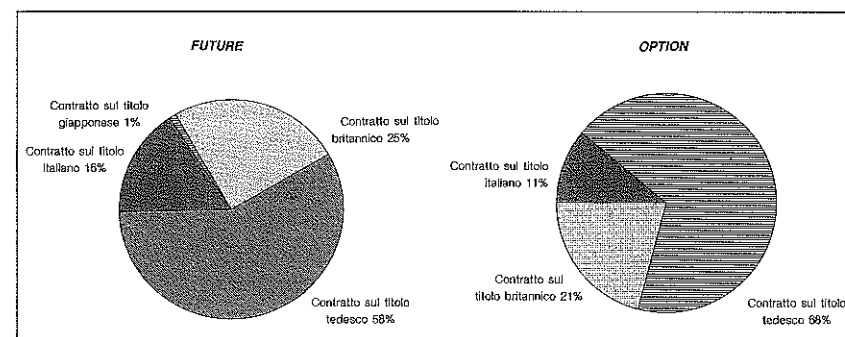
Fonte: BRI, *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1995*, marzo 1996, Basilea.

Lo sviluppo del mercato dei derivati è solo agli inizi e parte di questa attività tende a preferire piazze straniere più efficienti: il *turnover* dei contratti *future* su titoli italiani è più elevato al LIFFE che al MIF. Il successo dei derivati sui titoli italiani all'estero – sempre al LIFFE il 16 per cento dei contratti *future* sui titoli pubblici e l'11 di quelli *option* (v. figura 2) – è dovuto in gran parte all'ampiezza del mercato dei titoli di stato italiani che in termini di consistenze si posiziona al terzo posto a livello mondiale, dopo lo statunitense e il giapponese.

Incompiuta – per usare un eufemismo – appare poi la globalizzazione del sistema bancario italiano. L'insufficiente proiezione verso l'estero dei nostri istituti di credito è testimoniata da due circostanze. In primo luogo, v'è il modesto livello dei risultati conseguiti dalle

FIGURA 2

FUTURE E OPTION SUI TITOLI DI STATO A LUNGO TERMINE
(numero di contratti scambiati al LIFFE nel periodo gennaio-luglio 1995)



Fonte: Banca d'Italia, *Conti finanziari*.

attività estere delle banche italiane. Come è stato autorevolmente affermato (Banca d'Italia 1995, p. 304), non sempre le reti estere delle nostre banche appaiono in grado di operare con successo in mercati altamente competitivi e specialistici, mentre limitata risulta la presenza anche in mercati tradizionali. In secondo luogo, sembra significativo il fatto che circa 60 banche europee avessero comunicato a giugno 1995 di voler operare in Italia in regime di libera prestazione di servizi e che alla stessa data nessun istituto di credito italiano risultasse aver compiuto passi analoghi.

Nonostante lo sviluppo prima menzionato, la quota dell'Italia sul totale dei flussi di investimenti sia di portafoglio sia diretti da e per l'estero dei principali paesi industrializzati è rimasta molto bassa. In generale, ci si colloca su valori inferiori a quelli di altri grandi paesi europei, come Germania e Francia.

Le imprese italiane si dimostrano troppo raramente interessate a integrazioni con aziende straniere. Lo testimonia la ridotta attività di *merger & acquisition*. Pari a 155 nel 1990, nel corso degli ultimi cinque anni il numero delle acquisizioni di imprese estere da parte di italiani non ha mostrato alcuna apprezzabile tendenza all'aumento, attestandosi a 103 nel 1994. Stesso profilo ha l'andamento delle operazioni "estero su Italia", scese da 188 nel 1990 a 144 nel 1994.

I titoli italiani rappresentano una quota modesta nel portafoglio degli investitori internazionali (circa l'1 per cento). Fermarsi al cosid-

detto "rischio Italia" per spiegare questo sottodimensionamento è riduttivo. Condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per andare avanti nell'europeizzazione e nella globalizzazione appare l'ulteriore affinamento delle architetture regolamentari dell'attività dei nostri mercati finanziari, senza dimenticare che quanto è stato raggiunto è non solo frutto della liberalizzazione del movimento dei capitali voluta dalla Comunità Europea, ma anche dell'adeguamento della nostra legislazione alle direttive di Bruxelles sulla struttura e sull'attività dei mercati.

4. L'intermediazione finanziaria in Italia: la spinta delle direttive comunitarie

Il processo d'integrazione europea ha fornito una spinta decisiva per il rinnovamento della normativa italiana in materia finanziaria. Il quadro delle regole comunitarie sui mercati finanziari è divenuto via via più ampio parallelamente all'intensificarsi del processo d'integrazione. Dalla fine degli anni Settanta si è avuto un riorientamento del sistema delle regole verso una maggiore concorrenza e lo spostamento del punto focale della regolamentazione dai soggetti alle attività.

Le direttive comunitarie hanno costituito il vincolo esterno per l'adeguamento degli assetti regolamentari della finanza, anche se in effetti alcune scelte interne che ne sono conseguite non erano richieste dalle direttive e altre le hanno precedute. Dopo l'emanazione della Raccomandazione 77/534 relativa al codice di condotta europeo per le transazioni sui valori mobiliari è stato tutto un susseguirsi di direttive per attuare il principio della corretta e completa informazione (la 79/279 sull'ammissione alla quotazione; la 80/390 sul prospetto per l'ammissione; la 82/121 sulle informazioni periodiche) e quello della prevenzione e della difesa da comportamenti scorretti (la 88/627 *antiraiders*; la 89/592 sull'*insider trading*). La costruzione si è completata nel 1993 con le direttive-architrave sull'adeguatezza patrimoniale degli intermediari (93/6) e sui servizi finanziari (93/22).

Fino al 1991, anno di entrata in vigore della legge sulle SIM, l'organizzazione del mercato finanziario italiano si inquadrava in un disegno concepito negli anni fra il 1913 e il 1932, con l'eccezione, ovviamente importante, del mercato telematico dei titoli di stato

(Padoa-Schioppa 1995). Peraltro, la nuova cornice di norme sulla finanza non si è mossa verso un sistema con meno regole, bensì verso un sistema con un differente *modus operandi*.

Come è noto, l'azione del legislatore e delle autorità di settore per incentivare lo sviluppo del mercato mobiliare ha condotto a normative sui fondi comuni aperti e chiusi, sulle SICAV, sulle SIM, sui fondi pensione, sui fondi immobiliari, sull'OPA, sull'*insider trading*, sull'informativa minima per accedere al pubblico risparmio, sulla semplificazione delle procedure per l'emissione, per la compensazione e per la liquidazione dei titoli.

La normativa, tuttavia, non sempre ha avuto cura di evitare segmentazioni nell'attività degli intermediari, pur se esse rappresentano un fatto fisiologico solo se nascono da una scelta di mercato, da una specializzazione operativa.

Questo processo di evoluzione normativa, se da un lato ha dotato il paese di una cornice regolamentare meno discosta da quella dei sistemi finanziari più evoluti, dall'altro non è ancora riuscito a ridurre il grado di sottosviluppo di molti comparti del nostro mercato finanziario. Quest'ultimo, come è stato osservato dal presidente della Consob, presenta «aspetti contraddittori» consistenti in un'eccessiva propensione al finanziamento per il tramite del debito bancario piuttosto che all'emissione di titoli. In particolare, mentre le emissioni azionarie di titoli quotati appaiono in media con gli altri paesi, testimoniando un'elevata capacità di assorbimento del mercato primario, nonostante la modesta capitalizzazione, la raccolta di denaro fresco in borsa continua a riguardare un numero ristretto di società con un'accentuata presenza del settore finanziario (Berlanda 1995).

Analoghe contraddizioni si registrano nel segmento obbligazionario, dove l'87 per cento dello stock di emissioni ad aprile 1995 era rappresentato da titoli pubblici, mentre la consistenza delle emissioni di imprese private era pari allo 0,3 per cento, per un ammontare di soli 6.000 miliardi di lire. Se a queste si aggiungono le obbligazioni delle imprese pubbliche e quelle internazionali, la quota delle emissioni diverse dai titoli di stato e dai titoli bancari non supera l'1,5 per cento del totale.

In una situazione di forte competizione, in cui gli ordinamenti dei mercati finanziari mirano ad attrarre quote di maggior lavoro attraverso la sburocratizzazione e l'efficienza operativa nell'organizzazione degli scambi, se non si completasse il processo di ammoderna-

mento del sistema, la distanza relativa rispetto ai mercati progrediti rischierebbe di accentuarsi (Onado 1995).

Per limitare questo rischio e per superare una situazione di relativa arretratezza, una grande occasione è offerta dal recepimento delle direttive quadro sui servizi finanziari e dall'emanazione del Testo Unico della finanza. L'obiettivo di fondo resta quello di ampliare i mercati, aumentarne l'efficienza e la trasparenza, migliorarne le condizioni operative.

4.1. La legislazione finanziaria italiana: un difetto di qualità

In attesa che si concretizzi l'azione di riordino connaturata all'atteso Testo Unico della Finanza, quale giudizio si deve dare del notevole sforzo di adeguamento normativo con il quale si è cercato di mettere al passo con i tempi un sistema la cui evoluzione si era arrestata nel 1932? Un attento studioso, Visentini (1995, p. 46), così si è espresso:

«La legislazione sul mercato mobiliare e di borsa è risultata inutilmente complessa e, come rilevato anche a livello comunitario, autarchica e protettiva di operatori nazionali [...]. La legislazione sulle SIM, sull'OPA, sull'insider trading, è mediocre nella struttura e nelle tecniche e sostanzialmente conservatrice del precedente sistema. Essa è accompagnata da una legislazione fiscale che [...] non ha favorito il mercato [...] ma ne ha aggravato il regime, per il periodo in cui è stata [...] in vigore] l'imposta sui guadagni di capitale».

Si citeranno tre esempi traendoli rispettivamente dal campo istituzionale, da quello degli intermediari e, infine, da quello delle attività. Con riguardo al primo, è difficile non ammettere che la stessa collocazione istituzionale della Consob è divenuta incerta: sorta come agenzia per la borsa e per l'informazione societaria del mercato al fine proprio di ridurre le asimmetrie informative, sotto la presidenza Piga ha finito con l'assumere in parte le vesti di un organo di vigilanza tutoria del sistema mobiliare, necessariamente orientato alla regolamentazione. Lo slittamento della Consob dalla *fair play regulation* verso la *prudential regulation* era uno dei crucci di chi scrive quando era Direttore generale del Tesoro. Inutile dire che la varietà dei compiti della Commissione non ne agevola l'esercizio e soprattutto finisce con lo scaricare sulla medesima la responsabilità per disfunzioni o malfunzionamenti che sono degli operatori o del mercato,

nella presunzione condivisa dai più che a tutto deve provvedere l'organo di supervisione.

Un giudizio positivo sull'operato della Consob, in particolare per quanto riguarda gli ultimi anni, è espresso da Nardozi e Vaciago (1994). Essi tuttavia condividono l'opinione che persiste una sua certa "opacità" nei confronti del mercato, che non fruisce attraverso la pubblicazione dell'ampia messe di dati raccolti dall'agenzia. Una critica, questa, che tuttavia si accompagna alla considerazione di una certa inadeguatezza degli strumenti a disposizione della medesima, in confronto con i compiti attribuiti e con le funzioni richieste.

Nello stesso scritto Nardozi e Vaciago sostengono, fra l'altro, che l'attribuzione alla Consob di un'autonomia finanziaria avrebbe potuto aiutare a risolvere tale contraddizione. A parere di chi scrive, invece, la recente decisione sull'autofinanziamento dell'agenzia ha contribuito, se possibile, a rendere il meccanismo istituzionale ancora meno "controllato": in passato era l'assegnazione di bilancio a stabilire i limiti dell'attività; in futuro ciò non sarà più vero, con vantaggio per l'autonomia e per la visibilità dell'agenzia. Tuttavia, poiché i "tassati" non avranno - e giustamente - nessuna possibilità di "votare" i programmi dei propri controllori, si dà luogo a un classico esempio di *taxation without representation*. Sembra preferibile il meccanismo di finanziamento della SEC che continua a transitare per il Tesoro.

Chi avesse dubbi sulla qualità della normativa, li tramuterà in certezze dopo un esame della legislazione sulle SIM; esso rivela l'esistenza di difficili compromessi sia tra istituzioni sia tra corporazioni. Si sono così avute la spartizione della vigilanza tra Banca d'Italia e Consob su linee poco chiare e diverse da quelle accolte per i fondi comuni d'investimento; la possibilità per le banche di costituire SIM, ma non di operare direttamente in borsa, favorendo così la proliferazione di inutili e costosi intermediari; la concentrazione in borsa della negoziazione dei titoli con contestuale ampia apertura al mercato dei blocchi, ma senza concentrazione dell'informazione sui prezzi fatti.

Un terzo e ultimo esempio (ma la lista può essere allungata di molto) concerne l'OPA. Nel nostro paese, la materia è stata disciplinata con la legge 18 febbraio 1992, n. 149, che ha formato oggetto di rilievi su numerosi punti: l'eccessiva analiticità è suscettibile di introdurre fattori di rigidità nel mercato; l'obbligo di OPA residuale quando il flottante scende sotto il 10 per cento determina spinte

speculative; il concetto di controllo rilevante ai fini del presupposto dell'OPA obbligatoria è troppo indeterminato e dovrebbe essere sostituito con un'unica soglia di riferimento; l'esclusione dell'OPA obbligatoria allorché l'acquisizione della partecipazione rilevante è stata determinata dall'intento di meglio garantire la posizione dei creditori e sia inquadrabile in un'operazione di risanamento della società debitrice è oggi assicurata in via interpretativa; la possibilità di rilancio è stata ammessa dal Consiglio di Stato una sola volta e a favore dell'offerente originario al fine di correggere l'offerta iniziale, quasi che, ammessa la possibilità di "errore", quest'ultimo resti prerogativa di chi parla per primo; non è definita legislativamente l'ipotesi di acquisto di una partecipazione significativa in una società quotata attraverso il controllo di un'altra non quotata che a sua volta eserciti un potere di direzione sulla prima; manca una puntuale disciplina delle azioni di concerto, cioè delle diverse forme di intese finalizzate al controllo in comune della società; incompletezza di disciplina si rileva anche per la regolamentazione delle operazioni infragruppo; una normativa più efficace consentirebbe di imprimere maggiore immediatezza a interventi come quello che l'ha portata di recente a ordinare un'OPA successiva nei confronti di Mediobanca sul titolo Ferfin, ponendo la Consob al riparo da accuse di eccessiva discrezionalità. Soprattutto, non ha mai convinto chi scrive quand'era Direttore generale del Tesoro, né lo soddisfa oggi la scelta del legislatore italiano che impone una condizione di completa passività alla società bersaglio; il punto dovrà essere necessariamente riesaminato.

I principi della corretta informazione e della parità di trattamento tra gli azionisti di una medesima società sono alla base della proposta di OPA in sede comunitaria. La Commissione Europea ha da tempo formulato, con l'obiettivo di armonizzare le legislazioni dei paesi dell'Unione, una proposta di direttiva, che ha incontrato peraltro forti resistenze in alcuni stati e nell'organismo che riunisce a livello comunitario le associazioni nazionali delle imprese (UNICE).

Quest'ultimo sostiene infatti che la direttiva dovrebbe interessare esclusivamente la disciplina del contenuto del documento di offerta, della sua pubblicazione e delle regole procedurali da seguire nel caso di un'offerta, evitando, in particolare, sia la disciplina dell'OPA obbligatoria (poiché le legislazioni dei singoli stati già garantiscono l'uguaglianza di trattamento degli azionisti), sia la regolamentazione dei poteri del consiglio di amministrazione della società obiettivo nel corso di un'OPA per quanto concerne l'acquisto di azioni proprie e

l'emissione di nuove azioni, che limiterebbero ingiustamente la capacità di difesa dalle offerte ostili.

L'emanazione della direttiva comunitaria potrebbe costituire ancora una volta la necessaria spinta per una revisione della vigente disciplina italiana, che presenta molte lacune e ha bisogno di ritocchi, forse, di ripensamenti. Ad esempio, si potrebbe fare dell'OPA uno strumento di tutela del mercato dalle perturbazioni che le scalate producono sul mercato stesso, invece di continuare a mantenerla come meccanismo di redistribuzione del plusvalore di maggioranza.

4.2. *Le direttive arbitrate del mercato dei servizi finanziari: recepimento e delega per il riordinamento delle strutture finanziarie*

Strettamente coordinate con quelle che hanno interessato il sistema creditizio sono le direttive comunitarie 93/6 e 93/22, indicate come le architravi del mercato unico dei servizi finanziari. Esse ne costituiscono il quadro di riferimento e sono destinate a introdurre negli ordinamenti dei paesi dell'Unione i principi del controllo dello stato membro di origine e del mutuo riconoscimento dell'autorizzazione concessa dal medesimo. Tra i due provvedimenti esiste un legame funzionale simile a quello che connette le disposizioni sui fondi propri e sul coefficiente di solvibilità alla seconda direttiva bancaria di coordinamento.

Le modifiche attese con il recepimento delle direttive quadro in materia di servizi finanziari – seppure importanti sotto il profilo formale – non dovrebbero modificare in modo sostanziale i termini della partecipazione estera al nostro mercato. Già oggi i maggiori operatori europei e internazionali operano nel mercato italiano, in particolare attraverso le SIM. Secondo dati Consob, il 19 per cento delle società di intermediazione mobiliare è controllato da azionisti esteri. Questi intermediari risultano tra i più attivi sul MTS: tra i 16 "specialisti" ve ne sono ben sei di emanazione straniera, mentre molte SIM hanno avuto il ruolo di *advisor* e *underwriter* nelle operazioni di privatizzazione in corso o già realizzate (Berlanda 1995).

Il fatto più rilevante, oggi, è che il recepimento delle direttive comunitarie n. 6 e n. 22 del 1993, attraverso il Testo Unico della Finanza, a esse collegato, offre un'occasione, da alcuni definita storica, per riordinare la regolamentazione esistente e dare ai mercati un assetto organizzativo più efficiente e competitivo.

Il disegno di legge comunitaria attualmente in discussione in parlamento, per quanto concerne la direttiva 93/6, ha in effetti semplicemente la funzione di una formale indicazione per il recepimento e per marginali modifiche alla legislazione vigente, poiché il sistema attualmente in vigore in Italia è coerente con le previsioni della direttiva e la legge n. 1 del 1991 già attribuisce agli organi di vigilanza poteri sufficienti per introdurre eventuali modifiche attraverso provvedimenti amministrativi.

Per quanto concerne la direttiva Euro-SIM (93/22), il testo presentato in parlamento prevede, tra l'altro, la possibilità di disciplinare in via amministrativa la concentrazione delle negoziazioni nei mercati regolamentati.

Come già osservato da Guido Carli nel 1989, la concentrazione obbligatoria delle negoziazioni in borsa, principio quasi del tutto assente negli altri paesi europei, rappresenta «un allontanamento, invece che un riallineamento, alle piazze più evolute dell'area comunitaria» (Ministero del Tesoro 1989, p. 8). Infatti, rispondeva soltanto agli interessi di una corporazione che in nome del mercato si assicurò il monopolio legale.

A conclusioni simili sembra si sia giunti oggi in seno alla Commissione costituita presso il Ministero del Tesoro per la riforma del mercato finanziario (Draghi 1995). Non v'è che da rallegrarsene, poiché v'è una continuità di pensiero con quanto sempre sostenuto da chi scrive e soprattutto con quanto autorevolmente auspicato e propugnato, attraverso puntuali proposte, dal Gruppo di lavoro costituito nel novembre 1989 dall'allora Ministro del Tesoro, con l'incarico di predisporre «una ipotesi di legge delega» contenente i principi e i criteri direttivi necessari al riordino delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Ministero del Tesoro 1991).

La gamma dei problemi concernenti le borse valori, in relazione anche alla loro importanza nel consentire la mobilità della proprietà e del controllo delle imprese, era stata lueggiata anche in un precedente documento rassegnato al Ministro del Tesoro nel marzo del 1987, nel quale, tra l'altro, venivano svolte considerazioni, tuttora attuali, sull'insufficienza dell'offerta nel mercato azionario, sulle ragioni dello scarso interesse mostrato dalle imprese a entrare in borsa, sulle conseguenze negative delle disparità di trattamento fiscale dei titoli e sugli effetti della nominatività delle azioni (Ministero del Tesoro 1987).

Infine, la possibilità per le banche italiane di operare direttamente in borsa entro il 31 dicembre 1996, sempreché non si voglia creare una «discriminazione inversa» rispetto alle restanti banche dell'Unione, avrà effetti importanti sull'organizzazione del mercato. La specializzazione che vede affidate alle SIM le negoziazioni azionarie sembra «frutto della regolamentazione, non di una specifica scelta strategica» (Onado 1995). Pertanto la caduta delle barriere regolamentari indurrà profonde modifiche negli assetti organizzativi di questo ramo dell'attività di intermediazione mobiliare (Ministero del Tesoro 1991).

Il disegno di legge comunitaria contiene anche una seconda delega al governo, quella di emanare, entro 24 mesi, un Testo Unico che coordini le due direttive in corso di recepimento con le disposizioni che disciplinano intermediari e mercati finanziari e con tutte le altre che concorrono a definire il quadro normativo.

Al fine di contribuire all'elaborazione di tali provvedimenti, la Banca d'Italia e la Consob hanno formulato proposte al Ministero del Tesoro attraverso un documento comune che ha sollevato critiche da parte delle associazioni di categoria delle banche e delle SIM. Esso si sofferma in particolare sulla ridefinizione degli assetti organizzativi dei mercati attraverso l'introduzione - in verità timida - di elementi privatistici e principi di autoregolamentazione.

Nella costituzione e nella disciplina dei mercati verrebbe attribuito ampio spazio alle iniziative degli intermediari, dando un esplicito riconoscimento al ruolo dei comitati di gestione e trasformando l'intervento delle autorità in un controllo degli atti di autoregolamentazione. Sulle regole di ammissione ai mercati e in materia di insolvenze, sarebbe mantenuta la competenza diretta delle autorità e allargato il potere della Consob in tema di richiesta di informazioni.

Il disegno organizzativo dei mercati, perciò, riserverebbe alle norme legislative la fissazione dei principi di carattere generale e a quelle regolamentari, redatte dalla Consob, i criteri di funzionamento, mentre le disposizioni di autoregolamentazione, responsabilità degli organi di gestione, sarebbero soggette all'approvazione dell'autorità.

Per quanto riguarda l'attuale configurazione dei mercati, è prevista un'opera di razionalizzazione e una fase di transizione. Per privatizzare la borsa, che oggi è strutturalmente un mercato pubblico, viene ipotizzato un procedimento analogo a quello seguito per gli enti pubblici economici, a conclusione del quale potranno trovare applicazione le norme previste per i nuovi mercati.

Anche le disposizioni sul MTS necessiterebbero di riallocazione e omogeneizzazione, ma le peculiarità di tale mercato per la politica del debito pubblico fanno ritenere necessario mantenere i poteri sostanzialmente in capo al Ministro del Tesoro.

Circa i sistemi di liquidazione, che attualmente prevedono per legge l'obbligatorio passaggio attraverso le stanze di compensazione, è prevista una delegificazione che consentirebbe alle autorità di vigilanza di stabilire le modalità di liquidazione e i sistemi di garanzia per i diversi mercati.

Dal canto loro, le associazioni rappresentative delle banche e delle SIM hanno assunto una posizione sostanzialmente comune; partendo dal presupposto che un mercato organizzato di prodotti finanziari è un'impresa che produce servizi di negoziazione, si rileva che attualmente in Italia esiste una dannosa asimmetria tra la regolamentazione pubblicistica della borsa e quella di altri mercati (MTS, MIF, MID) in cui esistono elementi di tipo privatistico (natura in parte pattizia, elezione degli organi di governo da parte dei partecipanti).

Quindi, per porre il nostro mercato finanziario in condizione di competere con i confratelli europei occorre che esso sia organizzato in forma di impresa privata, titolare di ogni competenza sul funzionamento, sull'organizzazione e sul controllo delle negoziazioni, nonché sulle condizioni di accesso degli operatori e di ammissione dei valori da negoziare; che l'Autorità pubblica, nell'autorizzare la costituzione di un mercato, si limiti a verificare l'esistenza delle condizioni per il rilascio dell'autorizzazione; che la vigilanza si applichi a far rispettare le disposizioni di legge, regolamentari e statutarie; che le infrastrutture (CED, SIA, Monte Titoli, Cassa di Compensazione e Garanzia) siano il frutto di una libera scelta, abolendo l'obbligo di effettuare la fase finale dell'operazione nelle stanze di compensazione della Banca d'Italia (Zadra 1995).

Tra le problematiche più rilevanti relative all'attività dei soggetti si sottolineano alcuni punti. Non sembra esservi ragione per mantenere distinta la disciplina dell'attività di gestione di patrimoni in forma "dinamica" svolta dalle società fiduciarie, data la stretta affinità con quella esercitata dalle SIM. Sembra poi da abolire l'attuale distinzione tra servizi connessi all'organizzazione del collocamento di strumenti finanziari e operazioni di collocamento vero e proprio, poiché pone su un piano di disparità concorrenziale gli intermediari nazionali, del tipo *merchant bank*, con quelli esteri. È auspicabile,

infine, una disciplina non penalizzante rispetto ai mercati esteri dei passaggi di proprietà delle partecipazioni al capitale di società di intermediazione mobiliare e dei conflitti di interesse, al fine di evitare pericoli di fuga dall'ordinamento più severo e di non ostacolare, al tempo stesso, l'ingresso di società estere nel mercato nazionale.

È appena il caso di aggiungere che si è da tempo favorevoli a una disciplina orientata alla privatizzazione e all'autogoverno: la libera creazione privata di mercati mobiliari organizzati in forma di impresa, alla stregua di quanto accade nei sistemi anglosassoni, costituiva uno dei pilastri di quella «ipotesi di legge delega» disegnata dal Gruppo di lavoro costituito dal Ministro del Tesoro nel novembre 1989.

5. La trasformazione delle banche italiane: più concorrenza e meno intervento pubblico

Nelle sezioni precedenti si è posta enfasi sulle condizioni necessarie, anche se non sufficienti, per uno sviluppo anche in Italia del mercato finanziario, nonché sui fattori che hanno spinto per l'ammmodernamento delle sue strutture. L'Italia però – come la Germania, il Giappone e altri paesi a sviluppo ritardato – ha affidato alla banca sin dal secolo scorso il ruolo di motore finanziario per accelerare la crescita. Nonostante l'attrattiva che il modello anglosassone esercita anche per la predominante influenza politica degli Stati Uniti, il sistema italiano, come quello di altri paesi dalla simile storia finanziaria, resta banco-centrico. D'altra parte, l'evoluzione verso un sistema basato sui mercati, lungi dall'essere una tendenza naturale, è da alcuni interpretato come il risultato della regolamentazione pubblica volta a contenere il potere bancario (de Cecco in Gourevitch e Guerrieri 1993; Nardozzi in Roselli 1995).

Anche per le banche e per il mercato bancario negli anni Novanta si è aperta una stagione di rinnovamento strutturale, dopo oltre un cinquantennio di completo (o quasi) congelamento degli assetti e del *modus operandi* informati a un iniziale modello programmatico, ravvivatosi almeno nelle intenzioni negli anni Sessanta e Settanta. Tra i fattori che hanno sospinto la banca in Italia fuori dalle secche del modello amministrativo sono da citare, in primo luogo, la caduta di ogni forma di controllo dei cambi e la liberalizzazione dei movimenti di capitale, che nella seconda parte degli anni Ottanta restituirono finalmente alle banche la piena capacità operativa in

divisa o sull'estero che avevano perduto molti decenni prima; nel dopoguerra avevano potuto usufruirne solo in parte, con vincoli variabili nel tempo e costi amministrativi elevati.

In secondo luogo, tramontata la stella della programmazione in Italia, mentre le brezze della deregolamentazione davano luogo ai venti della globalizzazione all'estero, il modello di vigilanza sulle banche poteva trasformarsi: da strutturale, imperniato su vincoli alla costituzione, alla localizzazione, alle operazioni e al bilancio è divenuto prudenziale, basato sulla sufficienza dei mezzi patrimoniali. Ciò ha restituito autonomia di decisione al banchiere e capacità concorrenziale al sistema.

Un terzo fattore che ha interagito con i primi due e che ha precipitato la revisione della legislazione bancaria italiana ferma nella buona sostanza al 1936 è stato il recepimento della seconda direttiva bancaria. Infatti, sono scomparse la specializzazione temporale (abolizione della distinzione tra aziende di credito a breve termine e istituti di credito speciale a medio termine), quella istituzionale (eliminazione della ripartizione degli intermediari in categorie giuridiche), quella settoriale (abilitazione di tutti gli enti creditizi a offrire finanziamenti regolati da leggi speciali o gestiti da specifici intermediari). A questo fondamentale strumento di normazione comunitaria che per la prima volta ha elencato tutte le attività che una banca può svolgere nell'Unione, che ha stabilito il principio della licenza unica e quello del controllo del paese di origine, si sono aggiunte altre direttive sui conti annuali e su quelli consolidati, estendendo così al settore bancario la sesta e la settima direttiva sulle società di capitali; sui fondi propri e sul coefficiente di solvibilità degli enti creditizi che costituivano una condizione necessaria per la libertà di stabilimento e di prestazione di servizi; sui grandi fidi e sui sistemi di garanzia dei depositi; sulla trasparenza, sull'*insider trading* e sul riciclaggio del denaro di provenienza illecita. Alcune di queste normative sono state anticipate dalla legislazione nazionale, molte sono state recepite in ossequio agli impegni comunitari. Tutto ciò ha fatto sì che non solo le istituzioni o regole bancarie italiane si ammodernassero, ma che esse assumessero una dimensione europea (Sarcinelli 1993a).

Un ultimo fattore che non può essere trascurato e che è frutto del mutato clima socio-politico è la trasformazione della molteplicità di enti pubblici creditizi di cui era popolata l'Italia, eredità della lunga storia bancaria del paese, in società per azioni, spesso dando vita a una parallela fondazione detentrica del controllo sulla banca.

Questo schema era stato varato per favorire, oltre alla privatizzazione formale, quella sostanziale attraverso la vendita delle azioni bancarie; esso si è tuttavia rivelato, sotto questo secondo profilo, impari alle attese. Nonostante ciò, il quadro istituzionale delle banche in un quinquennio o poco più ha subito rivolgimenti impensabili soltanto dieci anni or sono.

Perché possa contribuire al benessere collettivo, è necessario che, oltre alle regole e alle forme, il sistema bancario veda la trasformazione degli intermediari e del loro *modus operandi* (Sarcinelli 1995c). È necessario che il processo di ristrutturazione tocchi quattro aree in particolare: il rapporto banca-impresa, i meccanismi produttivi; il profilo dimensionale del vertice del sistema, alcuni aspetti dell'assetto giuridico (Sarcinelli 1994 e 1995a).

Nel rapporto con l'impresa è opportuno sottolineare i limiti e soprattutto i rischi di un ritorno nel breve tempo alla banca mista: infatti, dopo un cinquantennio e più di "regime amministrativo", il cambiamento ambientale ha creato una situazione di discontinuità tra cultura organizzativa prevalente e nuove regole del gioco (Mottura 1995). Si deve però ribadire la necessità che le maggiori banche italiane si impegnino per rafforzare le attività di finanza per l'impresa diverse dalla presa di partecipazione e quelle di *capital market*. Per questo primo tipo di servizi manca ancora in Italia un'offerta ampia e diversificata, esigenza che, in assenza di alternative interne, rischia di essere soddisfatta da concorrenti esteri, non diversamente quindi da quanto accaduto nei segmenti più sofisticati del nostro mercato mobiliare (ad esempio, quello dei prodotti derivati).

Un'altra, auspicabile trasformazione nei rapporti tra banca e impresa in Italia è la riduzione del pluri affidamento, un aspetto del tutto peculiare e talvolta patologico, dovuto alla tendenza dell'imprenditore a un eccessivo *shopping around* nel credito bancario. Il movimento verso la *Hausbank* per non ingenerare un aumento insopportabile del rischio di credito deve accompagnarsi a un notevole miglioramento dello scambio informativo tra banca e impresa e tra banca e gruppo, nonché allo sviluppo di una funzione consulenziale generale nei confronti dei prenditori di credito. Perché tutto ciò si realizzi non è sufficiente che le banche offrano la propria disponibilità a far evolvere il rapporto con l'impresa, è necessario che quest'ultima domandi servizi finanziari e di consulenza al banchiere di elezione.

La necessità di ristrutturazione dei meccanismi produttivi delle banche emerge dal fatto che larga parte del sistema bancario italiano propone un'insoddisfacente redditività, certamente corrente ma in molti casi anche prospettica. Per migliorarla occorre ridurre l'incidenza dei costi operativi e in particolare quelli di personale, data l'impossibilità, a causa della crescente concorrenza, di un allargamento strutturale della forbice tra tassi attivi e passivi (Sarcinelli 1995b). Gli istituti di credito devono riorganizzare i loro processi produttivi ridimensionando, ad esempio, il ruolo del tradizionale sportello bancario e sviluppando parallelamente altri canali per l'erogazione di servizi (*telephone banking*, sportelli automatici). Le prospettive di occupazione nel settore restano orientate, perciò, a una sostenuta diminuzione.

Il vertice del sistema bancario italiano è composto da un numero insieme di istituti, tutti con quote di mercato complessivamente modeste. Altrove in Europa la situazione è ben diversa. L'obiettivo verso cui si deve tendere, quindi, è quello di un sistema bancario che si caratterizza per una minore frammentazione delle quote di mercato. Non sarebbe corretto né dal punto vista economico né da quello concorrenziale chiedere agli istituti di area pubblica con adeguate risorse patrimoniali di astenersi dal proporsi come soggetti imprenditoriali, rinunciando a perseguire ogni ipotesi di espansione attraverso le acquisizioni e, auspicabilmente, le fusioni. Ne deriverebbe, tra l'altro, un evidente riflesso negativo sul loro futuro valore di cessione. Senza dire poi che le banche di area privata rappresentano in Italia ancora solo un quarto circa del sistema e non sono quindi nella condizione di poter realizzare l'auspicato processo di concentrazione in tempi ragionevoli.

L'opportunità di favorire un più solido assetto del sistema può trovare risposta in un congiunto sforzo delle autorità (banca centrale e Tesoro) e della professione bancaria che fissi la cornice all'interno della quale deve avvenire il necessario rafforzamento del sistema. Questo intervento, che non deve essere letto come richiamo di un passato definitivamente tramontato, può permettere di coniugare l'esigenza di privatizzare con quella di favorire una maggiore concentrazione, nonché di ridefinire la configurazione del sistema bancario e dare un adeguato e coerente peso alle trasformazioni in atto nel sistema produttivo, come pure al ruolo che si vuole che le principali componenti del sistema bancario italiano ricoprano sul mercato europeo e mondiale (Azzolini e Messori 1995). In una realtà ancora banco-centrica come la nostra, le scelte che saranno fatte per il

comparto bancario avranno un'inevitabile ricaduta sulle prospettive di sviluppo del mondo delle imprese italiane, nel nostro paese e all'estero.

Infine, vi è il nodo della vendita delle banche ex pubbliche e di quelle controllate dalle fondazioni. Le privatizzazioni e il raggiungimento di migliori condizioni di accessibilità al controllo proprietario incontrano oggettive difficoltà sia per non tradursi in una svendita di significativi *assets* patrimoniali sia, e forse soprattutto, per non rendere ancora più precario il funzionamento del mercato mobiliare italiano a causa di un eccesso di offerta di titoli bancari (Garetti e Modigliani 1995). La gracilità del nostro sistema finanziario rappresenta indubbiamente un limite importante. Essa non deve tuttavia essere enfatizzata a fini dilatori del processo di privatizzazione, creando in tal modo il rischio dell'intervento del legislatore con disposizioni coercitive.

Dei quattro filoni del processo di ristrutturazione bancaria è difficile dire quale sia il più urgente, data anche la forte interdipendenza che sussiste, ad esempio, fra privatizzazioni e riassetto di vertice del sistema.

Dal punto di vista micro-economico del banchiere, la preferenza va data al miglioramento dei rapporti con la clientela e al rafforzamento dell'efficienza. Per l'assetto dimensionale e per quello giuridico, che hanno valenza di sistema, la responsabilità per la loro realizzazione, con la consapevole e convergente volontà dei banchieri, spetta alle autorità di settore. Tuttavia, il raggiungimento sia del primo sia del secondo gruppo di obiettivi ha un filo comune: lo sviluppo del mercato mobiliare e soprattutto la nascita e la crescita degli investitori istituzionali quali portatori di una domanda stabile di titoli bancari, sempreché questi ultimi offrano una redditività sufficiente che, purtroppo, oggi ancora fa difetto.

6. Capitalismo italiano e sistema finanziario: un nesso non eludibile

Lo sforzo compiuto negli ultimi anni per dotare il paese di un quadro normativo adeguato alle esigenze di un mercato finanziario sempre più competitivo e partecipe della globalizzazione non è stato sostenuto da una univoca definizione strategica e talvolta si è isterilito tra corporativismi da un lato ed eccessi regolamentari dall'altro; ne è derivato un disegno non coerente, anche per l'incertezza del modello di riferimento.

Si può ritenere che il riordino del tessuto normativo e regolamentare dei mercati finanziari, una volta completato secondo linee rispettose della concorrenza e della privata iniziativa, sia fattore sufficiente per un decisivo impulso della nostra finanza e del capitalismo italiano in generale?

In questa sezione, si esprime una nota di cautela al riguardo. Si dubita infatti che una più moderna morfologia dei mercati possa, di per sé sola, colmare in misura significativa i limiti storici del capitalismo italiano, che sono ben radicati nella struttura dell'economia reale.

Ci si riferisce a tre ordini di limiti. In primo luogo, al perdurare della struttura essenzialmente familiare della conduzione e soprattutto della proprietà e del controllo delle nostre imprese. È peculiare – ma non incoraggiante – che ciò si verifichi non solo alla base ma anche al vertice della piramide dimensionale. Nella buona come nella cattiva sorte, i pochi grandi gruppi industriali italiani sono tuttora sotto il controllo di una rete di soggetti che, almeno per la parte italiana, sono riconducibili, magari mediatamente, a gruppi familiari estesi. La spasmodica curiosità nazionale verso pochi grandi imprenditori è il mero riflesso di una situazione di concentrazione del controllo proprietario. Lo stesso accade per le imprese piccole e per quelle medie; e ciò spiega, in larga misura, la forte difficoltà che le nostre imprese manifestano quando si pone il problema di compiere un salto nella dimensione o nel livello di managerialità, oppure quando si offrono opportunità d'integrazione orizzontale o verticale.

I rischi fondamentali in una società ad azionariato concentrato sono principalmente che il gruppo di comando incrementi il proprio benessere a danno della società, oppure che questo acquisisca vantaggi a scapito degli azionisti di minoranza. Nei paesi anglosassoni, le strategie di reazione da parte delle minoranze sono costituite essenzialmente dalle battaglie assembleari attraverso la raccolta di deleghe (*proxy fight*) e soprattutto dalla minaccia di *takeover*.

Queste tecniche sono difficili da applicare nel contesto italiano, dato l'assetto proprietario prevalente nel nostro paese. La trasparenza dell'operato del gruppo di comando, prevista dalla riforma del 1974 e attuata attraverso la divulgazione obbligatoria delle informazioni richieste dal mercato azionario, è quindi strumento necessario, ma non sufficiente a scongiurare i rischi suddetti. Perché l'informazione abbia valore, è indispensabile che gli azionisti e gli investitori possano modificare le proprie strategie di conseguenza (Belcredi 1994).

Il secondo limite è che il nostro sistema industriale è ancora fortemente orientato al credito bancario come fonte di approvvigionamento finanziario, seppure lungo un trend di graduale ma lento sviluppo dei canali di ricorso diretto al mercato. Non è realistico attendersi un'accelerazione di questa tendenza, in mancanza di un ridimensionamento della struttura proprietaria di tipo familiare. Ciò non solo per la circostanza ovvia che le emissioni azionarie tendono a diluire il controllo se non a privarne gli originari proprietari, ma anche perché è difficile pensare che il mercato accetti di finanziare unicamente con strumenti di debito a reddito fisso imprese industriali i cui titoli azionari non siano quotati, di cui sia arduo acquisire eventualmente il controllo o che siano gestite direttamente dagli stessi soggetti controllanti. In altri termini, appare irrealistico ipotizzare un grande sviluppo del mercato delle obbligazioni e della carta commerciale emesse dalle imprese private, in assenza di un contemporaneo sviluppo del mercato azionario e soprattutto dell'accessibilità del controllo proprietario.

Il terzo limite tradizionale del capitalismo italiano, sotterraneo ma profondo, è la dipendenza psicologica e l'atteggiamento rivendicativo nei confronti dello stato e delle agevolazioni finanziarie che esso può erogare, specie ma non solo a favore del segmento dimensionale minore e di quello rivolto ai beni esportati. Non si spiega altrimenti il fatto che le associazioni di categoria, ad esempio, abbiano vibratamente protestato contro la mancata perpetuazione delle agevolazioni finanziarie del cosiddetto provvedimento Tremonti, contenuta nella proposta di Legge finanziaria per il 1996 presentata dal governo al parlamento, sebbene la buona congiuntura consigliasse di eliminare provvedimenti cui si ricorre nella fase bassa del ciclo. E non si intende insistere sul fatto che negli ultimi tre anni si è assistito a un rilevantisimo aumento dei profitti d'impresa e della quota del Pil costituita da redditi da capitale, anche grazie all'enorme vantaggio competitivo conferito alle imprese esportatrici da un livello del cambio della lira di cui tutta l'Europa si lamenta rumorosamente.

Né si spiega altrimenti che le nostre imprese esportatrici di piccola dimensione, invece di organizzarsi attraverso le proprie associazioni o gli organismi territoriali come le Camere di Commercio, non perdano occasione di ripetere che la causa ultima della scarsa incisività della loro penetrazione commerciale sull'estero sia l'inazione degli organismi pubblici preposti a questo scopo. È difficile credere che sul terreno della promozione commerciale all'estero il

settore pubblico possa andare al di là della fornitura di servizi di base (partecipazione a mostre e fiere, facilitazione di contatti con organizzazioni commerciali estere, ecc.).

Il punto è quello della cooperazione fra soggetti imprenditoriali contigui. Su base individuale, la promozione commerciale è onerosa e scarsamente efficace. Su base cooperativa o territoriale, gli incentivi individuali potrebbero incanalarsi nell'organizzazione di sforzi congiunti per sfruttare le grandi economie di scala connaturate alla promozione. Questa, del resto, è la lezione che ci viene dal settore agricolo-alimentare o da quello della ceramica, dove la promozione dei marchi e dei prodotti anche sull'estero è sempre più orientata allo sfruttamento delle aree di interesse comune tra produttori individualmente concorrenti, per il tramite di organizzazioni nate dal puro impulso dell'iniziativa privata.

Se di tale natura sono i limiti del nostro capitalismo, è naturale chiedersi come essi possano essere attenuati. La risposta che con spensierato automatismo si tende a dare a tale quesito è che occorre promuovere la *public company*, l'impresa ad azionariato diffuso. Di essa si parla da anni, senza che prenda mai piede. La ragione è che non è facile uscire da una situazione sub-ottimale ma ben definita, di perdurante vantaggio per i gruppi dominanti.

Una questione importante, ad esempio, è quella delle società controllate da gruppi e quotate autonomamente nei mercati regolamentati. Le società quotate non dovrebbero essere sottoposte al controllo di altre società perché lo scopo di lucro e la remunerazione dell'investitore non possono essere condizionati da nessun interesse superiore o diverso, come invece accade nelle strutture di gruppo. Ne consegue che «la società quotata che sia sottoposta a direzione unitaria di una capogruppo debba comunque essere tolta dal mercato e quindi cancellata dai listini» (Rossi 1995, p. 33).

Perché la borsa si sviluppi, inoltre, servono gli investitori istituzionali. Di questi, le imprese di assicurazione sono limitate dalla scarsa propensione degli italiani ad acquistare prodotti assicurativi, in confronto alla media europea. Sui fondi pensione non occorre soffermarsi, poiché animano ancora i dibattiti culturali, non gli investimenti finanziari. Quanto ai fondi comuni d'investimento, essi hanno un orientamento al breve o al brevissimo termine, tenuti come sono, per loro natura, a far conoscere ai portatori di quote – prontissimi a chiederne il riscatto a ogni stormir di fronda – il valore giornaliero del proprio portafoglio, che è sottoposto alle oscillazioni

di un mercato assai più volatile di quelli esteri. Stando così le cose, il mercato faticherebbe a svilupparsi anche ove il flusso di nuove quotazioni di società in borsa (si dice che una quindicina si stiano preparando al grande salto) e più in generale il ricorso diretto al mercato da parte delle imprese fossero assai più massicci di quelli che sono.

In questo quadro di miglioramenti molto lenti, un elemento che ciclicamente si ripresenta come nuovo è costituito da quella che potremmo chiamare la "via bancaria" alla soluzione dei problemi del vertice del nostro sistema industriale. È ben noto che nell'ultimo triennio i titoli azionari di imprese non-finanziarie si sono moltiplicati nei portafogli delle banche, anche per effetto dei molti *debt for equity swap* (Desario 1995). Col passare del tempo, partecipazioni derivanti da ristrutturazioni di crediti potrebbero tramutarsi in partecipazioni *tout court*. All'aumento di queste ultime nel capitale di imprese non finanziarie potrebbe concorrere lo stesso processo di privatizzazione. La costituzione di nuclei stabili in *holding* di controllo di giganteschi gruppi industriali polisettoriali potrebbe richiedere un rilevante impegno di risorse bancarie, anche per evitare che a formare quei nuclei sia un numero molto esiguo di soggetti industriali già sin troppo ramificati.

Possono le nostre maggiori e medie banche sostituire gli investitori istituzionali che ancora mancano nel ruolo di investitori di lungo termine e di oculati supervisor dei risultati della gestione industriale? Tale esito non sarebbe auspicabile, a prescindere dalla probabilità del suo inverarsi. È indubbio che le banche italiane debbano rafforzarsi molto in tutta la gamma delle attività di intermediazione diverse dalla pura erogazione del credito, se non per competere con i concorrenti esteri nel mercato europeo almeno per contenerne l'espansione in quello italiano. Il rafforzamento dell'attività di *capital market* e di *corporate finance* è però cosa assai diversa dall'assunzione a lungo termine di partecipazioni rilevanti in imprese industriali, come dimostra la composizione dei portafogli di tutte le banche di investimento internazionali. Il modello di "banca mista" porta benefici solo nel caso in cui le banche siano in grado di esercitare effettivamente la funzione di azionista di riferimento o di rilievo, sempre ovviamente nel rispetto dei limiti posti dalla Vigilanza. Ciò a sua volta richiede che le banche siano in grado di definire strategie acconce anche per grandi conglomerate operanti in mercati tra i più diversi.

Non pare realistico attendersi che ciò possa avvenire a breve termine. Le banche italiane sono ancora impegnate nella rincorsa di quella parte della clientela che esprime una domanda di servizi finanziari più sofisticata, nello snellimento di procedure obsolete e di organizzazioni statiche e pletoriche. Lo sforzo strategico che esse devono esprimere va in primo luogo diretto verso l'interno, su di sé e nei confronti di un mercato finanziario molto mutato. Le residue energie di disegno strategico si rivolgono a definire il proprio posizionamento in un mercato che ha un bisogno forte, ma in gran parte ancora inespresso, di concentrazione e di integrazione orizzontale. Immaginare che esista un'ulteriore riserva di capacità di pianificazione riferita ai soggetti industriali controllati mi pare illusorio. L'assunzione di partecipazioni si tradurrebbe dunque in un puro aggravio di rischio per le maggiori banche italiane, con una possibile decurtazione del proprio rendimento sul capitale (almeno sino a che la borsa italiana non riuscirà a remunerare adeguatamente il capitale azionario, come recenti privatizzazioni hanno ulteriormente confermato).

Gli sviluppi della "bancarizzazione" involontaria di gruppi grandi e medi confermano quanto si è detto. Le maggiori banche commerciali italiane hanno mostrato spesso di non saper esprimere una strategia industriale in seguito alla conversione del credito in partecipazioni o di non avere sufficienti incentivi a ricercare la coesione necessaria a porre in atto una concorde strategia finanziaria per la massima valorizzazione del proprio investimento. La "via bancaria" è dunque una via da percorrere per brevi tratti, anche quando la si imbocca per necessità. A ciascuno il suo ruolo. Le banche italiane, recentemente trasformate in società per azioni e ormai soggette al vaglio degli investitori oltre che a quello della propria clientela, debbono innanzitutto mostrare di essere all'altezza della migliore concorrenza estera nell'allocare le risorse e nel valutare i rischi.

7. Brevi conclusioni

In conclusione, la sovrastruttura finanziaria, in termini di istituzioni e di organizzazioni o, più esplicitamente, di mercati, di attività, di operatori, potrà anche migliorare, anzi dovrà evolvere in linea con la disciplina prevista dall'Unione Europea per il mercato unico, ma sarà soltanto uno dei tanti fattori e certamente non il più importante che influirà sulla natura e sulla struttura del capitalismo italiano. Si

traggono da ciò tre moniti: primo, il fatto che la struttura reale non è modificabile nel breve termine non deve costituire un alibi per la residua pigrizia che si annida negli operatori finanziari; secondo, i comportamenti delle banche nella gestione del credito attraverso la riduzione del pluri affidamento, nell'esercizio effettivo dell'azione di monitoraggio che è tanta parte della *corporate governance* e nella spinta della clientela verso il mercato finanziario possono accelerare la trasformazione del capitalismo italiano verso un modello europeo; terzo, non bisogna arroccarsi nella difesa del ruolo delle banche a scapito di quello dei mercati, dato che la ricerca di un efficace compromesso tra il modello tedesco e quello anglosassone è il principale compito cui dovrà attendere con intelligenza il mondo della finanza in Italia. Nel dar forma e sostanza a tale compromesso non è d'ausilio la teoria e solo in piccola misura è utile l'altrui esperienza. La stella polare di un tale processo di trasformazione deve rimanere la promozione dell'efficienza nell'intermediazione finanziaria italiana attraverso la concorrenza, nel rispetto dei vincoli di stabilità sistemica e di rispondenza alle mutate e soprattutto alle future esigenze del capitalismo industriale.

L'Unione Europea è a metà del cammino dall'appuntamento per l'inizio della terza fase che vedrà il sorgere della moneta unica. Probabilmente, il settore economico che negli ultimi dieci anni è stato maggiormente influenzato dalla Comunità (oggi Unione) Europea e dal Mercato Unico è quello finanziario, bancario e assicurativo. Perciò, l'ulteriore sviluppo nella marcia verso l'uropeizzazione e la globalizzazione sarà ancora una volta il frutto di un'interazione con le politiche e con le discipline dell'Unione. Anche per questo motivo si giustificano gli sforzi per realizzare l'Unione monetaria e quelli ben maggiori per assicurare la partecipazione a essa dell'Italia.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AKERLOF G. (1970), "The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 349-371.
- ARROW K.J. (1953), *Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques*, *Econometrie - Colloques Internationaux du Centre National de la Recherche Scientifique*, XI, pp. 41-47.
- AZZOLINI R. e M. MESSORI (1995), *Note sulla recente evoluzione del sistema bancario italiano*, CESPE, Roma.
- BANCA D'ITALIA (1995), *Relazione Annuale*, Roma.

- BELCREDI M. (1994), "Regolamentazione e supervisione dell'attività di intermediazione finanziaria: teoria e pratica", in Nardozi e Vaciano, a cura di.
- BERLANDA E. (1995), "Ruolo delle banche nella prospettiva di recepimento della direttiva comunitaria in materia di servizi di investimento", intervento al convegno Newfin, Milano, 18 settembre.
- BRAINARD W.C. e J. TOBIN (1963), "Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls", *American Economic Review*, 53, pp. 383-400.
- CRANE D.B. et al. (1995), *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston.
- DE'CECCO M. e G. FERRI (1994), "Origini e natura speciale dell'attività di banca d'affari in Italia", *Temi di discussione*, 242, Banca d'Italia.
- DESARIO V. (1995), "Il ruolo del sistema bancario nel risanamento finanziario delle imprese", Conferenza presso il Centro Studi di Diritto della Banca e dell'Economia, Foggia, 28 ottobre.
- DIAMOND D.W. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-417.
- DRAGHI M. (1995), "Il processo di riforma dell'ordinamento finanziario: dal Testo unico bancario al Testo unico della finanza", *Bancaria*, 9, pp. 16-23.
- FAMA E. (1980), "Banking in the theory of finance", *Journal of Monetary Economics*, 6, pp. 29-40.
- FRANKS J. e C. MAYER (1994), "Ownership and control of German corporations", *London Business School Working Paper*.
- GARETTI S. e F. MODIGLIANI (1995), "Le Fondazioni? Ma mettiamole all'asta", *Corriere della Sera*, 13 novembre.
- GOUREVITCH P. e P. GUERRIERI (1993), *New Challenges to International Cooperation: Adjustment of Firms, Policies and Organizations to Global Competition*, University of California, San Diego.
- GURLEY H.G. e E.S. SHAW (1960), *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution, Washington.
- HAHN F. (1991), "The next hundred years", *The Economic Journal*, 101, pp. 47-50.
- KREPS D. e R. WILSON (1982), "Sequential equilibria", *Econometrica*, 50, pp. 863-894.
- MAYER C. (1994), "Money and banking: theory and evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, 10, pp. 1-13.
- MILGROM P. e J. ROBERTS (1982), "Predation, reputation and entry deterrence", *Journal of Economic Theory*, 27, pp. 280-312.
- MINISTERO DEL TESORO (1987), *Rapporto della Commissione di studio sulla "Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria"*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma.
- MINISTERO DEL TESORO (1989), *Relazione al Parlamento del Ministro del Tesoro sull'attività svolta dalla CONSOB nell'anno 1988*, Camera dei Deputati, doc. XXXIV, n. 3.
- MINISTERO DEL TESORO (1991), *Per una ipotesi di legge delega. Rapporto al Ministro del Tesoro del Gruppo di Lavoro*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma.

- MOTTURA P. (1995), "La transizione della banca da un sistema amministrato al mercato competitivo", dattiloscritto.
- NARDOZZI G. e G. VACIAGO, a cura di (1994), *La riforma della Consob nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, il Mulino, Bologna.
- NORTH D. (1994), "Economic performance through time", *American Economic Review*, 84, pp. 359-368.
- ONADO M. (1995), "In Europa si entra dai mercati finanziari", *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre.
- PADOA-SCHIOPPA T. (1995), "Mercati finanziari tra pubblico e privato: l'occasione del Testo Unico", Conferenza presso la Banca Popolare di Sondrio, Sondrio, 21 aprile.
- REES R. (1987), "The theory of principal and agent" in J.D. Hey e P.J. Lambert eds, *Surveys in the Economics of Uncertainty*, Basil Blackwell, Oxford, pp. 46-90.
- ROSELLI A. (1995), *La finanza americana tra gli anni 80 e 90. Instabilità e riforme*, Laterza, Roma-Bari.
- ROSSI G. (1995), "Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere", intervento al Convegno Internazionale di studi sui gruppi di società, Venezia, 16-17-18 novembre.
- SARCINELLI M. (1993a), "Verso la banca europea: quale cammino per la banca italiana?", in *Atti del XIV Convegno CEFOR su Nuovi Modelli di Gestione e Flessibilità Organizzativa*, Lecce, 25-26 novembre.
- SARCINELLI M. (1993b), "Ristrutturazione del settore finanziario: qualche riflessione sull'Europa centrale e orientale", *Moneta e Credito*, n. 184, dicembre, pp. 467-497.
- SARCINELLI M. (1994), "La banca in trasformazione", *Rivista Bancaria-Minerva Bancaria*, 4, pp. 15-27.
- SARCINELLI M. (1995a), "La ricomposizione del sistema bancario: v'è un ruolo per le scalate?", *Rivista Bancaria-Minerva Bancaria*, 3, pp. 139-154.
- SARCINELLI M. (1995b), "Il futuro della banca: più servizi o più rischi?", intervento al Convegno "Dalla banca commerciale alla banca universale? Realtà e prospettive per il sistema finanziario italiano", Siena, 30 giugno.
- SARCINELLI M. (1995c), "Quali ristrutturazioni per il sistema bancario italiano?", intervento al Convegno A.I.F.I. su "Capitale istituzionale e lavoro: un nuovo incontro per un nuovo Paese", Milano, 18 novembre.
- TERLIZZESE D. (1988), "Delegated screening and reputation in a theory of financial intermediaries", *Temi di discussione*, 111, Banca d'Italia.
- VISENTINI G. (1995), *L'evoluzione del sistema finanziario italiano: i problemi attuali*, Giuffrè, Milano.
- WALLACE N. (1983), "A legal restriction theory of the demand for money and the role of monetary policy", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 83-4, pp. 1-7.
- ZADRA G. (1995), "La Borsa come un'impresa privata", *Il Sole 24 Ore*, 24 agosto.