

Il mercato unico europeo: la finanza*

Il Trattato istitutivo della CEE prevede l'abolizione progressiva delle restrizioni «sulla libertà di prestare servizi all'interno della Comunità» (art. 59) e di «tutte le restrizioni sui movimenti di capitali appartenenti a persone residenti negli Stati membri e qualunque discriminazione basata sulla nazionalità o sul luogo di residenza delle parti o sul luogo in cui il capitale è investito» (art. 67). Il Trattato stabilisce anche che «la liberalizzazione dei servizi bancari e assicurativi legati ai movimenti di capitali venga attuata in linea con la liberalizzazione progressiva dei movimenti di capitale» (art. 61).¹

Per oltre venticinque anni dopo la firma del Trattato, i progressi nell'integrazione finanziaria furono discontinui, ineguali e nel complesso modesti. Ciò può essere attribuito a una combinazione di difficoltà economiche e di priorità di politica economica, ma riflette anche la mancanza di un coerente approccio d'insieme. Le circostanze iniziarono a cambiare nel 1983-84; a quel tempo progressi considerevoli erano ormai stati compiuti nella correzione degli squilibri interni ed esterni

* Questo studio è stato preparato per la conferenza "Verso il mercato unico europeo" (3-4 dicembre 1987) organizzata dalla Società inglese e dalla Confederazione europea delle società nazionali degli economisti d'impresa. L'autore è grato a Eugenio Gaiotti per utili discussioni e assistenza nella preparazione di questo lavoro e a R.S. Masera per approfonditi commenti.

¹ Gli sforzi di liberalizzazione dei movimenti di capitale in Europa risalgono ai primi anni sessanta, quando la Comunità adottò due importanti direttive per la creazione di un mercato dei capitali unificato (nel 1960 e 1962). A partire dagli anni settanta la Comunità iniziò anche ad adottare strumenti di legislazione diretti a promuovere la libertà d'offerta dei servizi finanziari. Nel 1977 la prima direttiva di coordinamento sulle banche iniziò a regolare le procedure di autorizzazione delle istituzioni creditizie, adottando il principio fondamentale che tali procedure devono basarsi su criteri oggettivi e non discriminatori; nel 1983 una direttiva introdusse il principio che le istituzioni di credito dovessero essere sottoposte a vigilanza sulla base dei bilanci consolidati. La legislazione sui mercati dei titoli venne un po' più tardi, con l'obiettivo primario di protezione degli investitori. Nel 1973 e 1979 furono promulgate direttive di coordinamento tese ad assicurare il diritto di stabilimento, anche se non la piena libertà di offrire servizi in tutta la Comunità, nel campo dell'assicurazione. La tavola 1 riassume le direttive adottate dalla Comunità in questi campi.

dei paesi della Comunità. Inoltre, pressione per la deregolamentazione e integrazione dei mercati finanziari veniva esercitata dal processo di innovazione finanziaria, dal rapido sviluppo dei mercati finanziari internazionali e dalla decisione di alcuni paesi della Comunità di rimuovere gli apparati di controllo valutario; particolarmente rilevante a questo riguardo fu la completa eliminazione dei controlli valutari da parte del Regno Unito nel 1979. Nel giugno 1985 la Commissione presentò al Consiglio europeo il suo Libro Bianco "sul completamento del mercato interno", il quale pone l'obiettivo della completa integrazione dei mercati finanziari entro il 1992 e identifica concretamente i passi necessari per la sua realizzazione. Poco tempo dopo fu presentato al Consiglio europeo un programma di completa eliminazione delle restrizioni sui movimenti di capitali. L'Atto Unico Europeo, infine, ha introdotto nel Trattato CEE la possibilità di assumere decisioni a maggioranza qualificata su un'ampia gamma di materie, creando le condizioni per una più rapida approvazione della legislazione comunitaria. La formulazione di un programma articolato e completo per l'integrazione finanziaria, la fissazione di una scadenza per la sua realizzazione e l'introduzione di nuove procedure nelle decisioni comunitarie hanno creato avanzamenti in tutta questa materia che sarebbero parsi inconcepibili solo pochi anni fa.

Nell'impostazione della Commissione, l'integrazione dei mercati finanziari implica l'eliminazione di tutte le restrizioni sui movimenti di capitali e, inoltre, piena libertà per gli intermediari finanziari di offrire i propri servizi nel territorio della Comunità.² Ciò richiede, a sua volta, l'eliminazione delle restrizioni e delle regolamentazioni e pratiche amministrative discriminatorie riguardo a: (i) diritto di stabilimento e acquisizione di partecipazioni da parte di istituzioni finanziarie straniere nei mercati finanziari nazionali; (ii) operazioni consentite alle istituzioni finanziarie sotto controllo estero; (iii) conclusione di transazioni in servizi finanziari attraverso i confini. Le prime due di tali aree riguardano la libera prestazione di servizi, la terza, la libertà dei movimenti di capitali.

² Il programma e l'impostazione della Commissione sono riassunti nella sua Comunicazione al Consiglio europeo sulla *Creazione di un'area finanziaria europea* (novembre 1987).

In materia di prestazione dei servizi finanziari, il Libro Bianco identifica alcuni principi essenziali.³ In particolare: (i) prima dell'eliminazione delle restrizioni alla libera prestazione dei servizi finanziari dovrà essere realizzata un'armonizzazione minima delle regole prudenziali, al fine di assicurare la solvibilità e stabilità delle istituzioni finanziarie e *standard* comparabili di protezione degli investitori, dei depositanti e dei consumatori; (ii) la piena libertà di prestazione dei servizi finanziari verrà quindi introdotta sulla base del mutuo riconoscimento delle leggi nazionali; (iii) si applicherà in generale un principio di "controllo del paese d'origine", nel senso che le attività di un intermediario finanziario saranno sottoposte a vigilanza da parte delle autorità del paese di residenza, mentre le autorità del paese in cui il servizio è venduto avranno solo una funzione complementare. Questa impostazione semplifica notevolmente il compito della legislazione comunitaria, che viene ristretto all'identificazione di una piattaforma di *standard* prudenziali per la protezione della stabilità finanziaria; allo stesso tempo, essa lascia spazio per accomodare differenti istituzioni e approcci prudenziali. Un'ulteriore caratteristica è quella di stimolare la concorrenza non solo tra operatori privati, ma anche tra istituzioni nazionali; come si vedrà, ciò comporta vantaggi, ma anche qualche difficoltà. L'esercizio delle funzioni regolamentari e di vigilanza viene lasciato alle autorità nazionali che già le svolgono, senza tentare di istituire autorità sovranazionali a livello comunitario.⁴

La semplicità e flessibilità di questa impostazione ha già condotto a notevoli progressi nei negoziati relativi alla seconda direttiva di coordinamento sulle istituzioni creditizie, che regolerà vari aspetti dell'armonizzazione minima⁵ e, una volta in vigore, implicherà di fatto una procedura di autorizzazione unificata all'esercizio dell'attività bancaria in tutta la Comunità; altre direttive regoleranno le procedure per la liquidazione delle istituzioni finanziarie e l'istituzione di schemi di

³ Cfr. *Libro Bianco*, par. 101-107. La tavola 2 confronta la situazione corrente con le scadenze del Libro Bianco relativamente alle istituzioni di credito e ai mercati dei titoli.

⁴ Cfr. PADOA-SCHIOPPA (1986).

⁵ La proposta di direttiva è stata finalizzata dalla Commissione ed è ora davanti al Consiglio ECOFIN per considerazione (gennaio 1988). Essa copre: la definizione di istituzione creditizia ai fini di vigilanza, estesa a comprendere tutte le istituzioni che raccolgono depositi presso il pubblico o estendono prestiti in proprio conto; i requisiti e le condizioni per l'esercizio di tali attività, inclusi i requisiti minimi di capitale; *standard* di gestione; norme sulla sorveglianza degli azionisti delle banche, con l'obiettivo specifico di salvaguardare la loro autonomia; limitazioni agli acquisti da parte delle banche di azioni di altre istituzioni di credito o imprese.

assicurazione dei depositi. Quanto ai mercati dei titoli, l'approccio della Commissione pone l'accento sul miglioramento della trasparenza e la riduzione dei costi e dei ritardi nelle transazioni transnazionali.⁶ Infine, una nuova direttiva nel campo delle assicurazioni specificherà le funzioni delle autorità di vigilanza sulle operazioni internazionali; ulteriori norme dovranno inoltre essere emanate per riconciliare la libertà di prestazione con le speciali salvaguardie che regolano, nei paesi membri, l'assicurazione sulla vita.

Quanto alla libertà dei movimenti di capitali, le transazioni dei mercati obbligazionari e azionari e i crediti commerciali a lungo termine sono stati liberalizzati con un emendamento alla direttiva del 1962, approvato dal Consiglio ECOFIN nel novembre 1986. Nell'ottobre 1987 la Commissione ha presentato al Consiglio un progetto di direttiva che prevede la piena libertà per le transazioni in titoli a breve termine, i prestiti e i crediti finanziari e le operazioni di deposito bancario.⁷ Secondo questa proposta i residenti della CEE avranno pieno e pari accesso a qualunque sistema nazionale della Comunità per la conclusione di operazioni di investimento, emissione e collocamento, prestito; le operazioni saranno regolate dalle norme del paese in cui esse vengono condotte.⁸

⁶ Gli elementi principali del programma sono: (i) la realizzazione del sistema informativo di dati interborsa (IBIS), al fine di creare un sistema di scambio dell'informazione in tempo reale tra le borse europee e promuovere un mercato unico esteso all'intera Comunità; (ii) il miglioramento dei sistemi di regolamento delle transazioni attraverso i confini per mezzo di accordi tra le istituzioni centrali di deposito dei titoli; (iii) l'adozione di una direttiva su un modello unificato di prospetto per le offerte al pubblico di titoli, al fine di facilitare emissioni simultanee su diversi mercati nazionali.

⁷ L'obbligo di liberalizzazione si estende all'eliminazione di tutte le norme e pratiche amministrative che discriminano tra residenti e non residenti nell'esecuzione di tali transazioni o, più in generale, che ne ostacolano l'esecuzione. La proposta prevede anche che le transazioni compiute per trasferimenti di capitali siano eseguite allo stesso tasso di cambio dei pagamenti correnti. Questa disposizione esclude la possibilità di un doppio mercato dei cambi, a meno che ciò non venga autorizzato nell'ambito di una clausola di salvaguardia.

⁸ Il progetto di direttiva prevede anche una nuova clausola di salvaguardia che consentirebbe l'introduzione, nell'ambito di una procedura comunitaria e per periodi strettamente limitati (6 mesi), di controlli amministrativi sui movimenti di capitale a breve termine al fine di consentire ai paesi membri di fronteggiare possibili *shock* destabilizzanti che mettessero in pericolo la stabilità del cambio o gli obiettivi interni di politica monetaria; un nuovo strumento di salvaguardia è ritenuto necessario in quanto quelli attualmente esistenti sono basati su un criterio di bilancia dei pagamenti (art. 109) o sono applicabili solo a transazioni di mercato dei capitali (art. 73 e direttiva del 1972 sui flussi di capitali). Inoltre la Commissione ha proposto di rafforzare i meccanismi comunitari di assistenza finanziaria a medio termine, sia estendendone l'utilizzo a sostegno di programmi di liberalizzazione sia aumentando gli ammontari disponibili.

La Commissione riconosce che "l'armonizzazione minima" è ancora largamente incompleta, che sono necessarie modifiche nei regimi di tassazione⁹ e, a un livello più generale, che il grado attuale di armonizzazione e coordinamento delle politiche economiche nei paesi della Comunità non è coerente con la libertà dei movimenti di capitali e, insieme, la stabilità dei cambi nell'ambito dello SME. Essa, tuttavia, ha assunto la posizione che la liberalizzazione dei movimenti di capitali possa procedere senza condizioni pregiudiziali; ciò creerà la pressione necessaria per accelerare gli avanzamenti nelle aree collegate. In altre parole, la liberalizzazione viene vista come la leva che consentirà di superare le resistenze a una piena integrazione monetaria e finanziaria, attraverso la creazione di uno "squilibrio dinamico" che obbligherà le parti interessate ad adottare le decisioni necessarie nei diversi campi.

L'approccio della Commissione ha il merito di aver rimesso in moto il processo di integrazione europea in un momento in cui l'integrazione commerciale sembra giunta a uno stallo, la possibilità di intraprendere nuove iniziative attraverso il bilancio comunitario è paralizzata dall'incapacità di contenere le spese per la politica agricola comune, ed esistono forti resistenze a ulteriori avanzamenti dello SME. La chiave di tale risultato è stata il rovesciamento del tradizionale approccio centralistico: invece di cercare prima di costruire un corpo completo di leggi comunitarie e un'autorità per amministrarle, e procedere poi ad eliminare le barriere che separano i mercati nazionali, la Commissione ha optato per l'immediata eliminazione di tali barriere, solo sulla base della realizzazione di una piattaforma di armonizzazione minima, lasciando le autorità nazionali in controllo. Il riconoscimento della visione, audacia ed efficacia di questa impostazione non deve condurre a sottovalutare i problemi che dovranno essere affrontati. Un'analisi completa di questi problemi non potrebbe essere ristretta nell'ambito di questa nota; richiamando brevemente i principali tra di essi si può avere una percezione più chiara del cammino che le autorità e gli operatori dovranno percorrere, sulla strada verso il mercato finanziario integrato, entro il 1992.

⁹ Tre aspetti sono stati identificati in particolare dalla Commissione: (i) armonizzazione della tassazione sulle società riguardo sia alla base imponibile sia alle aliquote d'imposta, al fine di eliminare possibili distorsioni nelle decisioni d'investimento; (ii) evasione fiscale: la Commissione sta considerando l'ipotesi o di introdurre una ritenuta generale alla fonte sui redditi da interessi e dividendi, o di introdurre obblighi di scambio d'informazioni su tali redditi tra le autorità della Comunità; (iii) eliminazione di norme discriminatorie nei sistemi di tassazione nazionali tesi a promuovere l'investimento in titoli nazionali.

Un primo gruppo di problemi è legato alle differenze di struttura dei mercati finanziari nazionali. Il sistema inglese, centrato sul mercato di Londra, è il più sviluppato, con una struttura differenziata di intermediari bancari e di mercato dei capitali, un'estesa presenza di intermediari stranieri, un ambiente di mercato fortemente concorrenziale. I mercati finanziari dell'Europa continentale, invece, sono caratterizzati in generale da un ruolo dominante delle istituzioni bancarie, da mercati dei capitali meno sviluppati e ancora largamente limitati ad operatori nazionali, e da una varietà di restrizioni di diritto e di fatto sulle operazioni che possono essere compiute dai diversi operatori. Rilevanti differenze sono presenti in particolare nelle operazioni di mercato dei capitali che possono essere svolte dalle banche commerciali, con varianti dell'approccio di banca universale presenti nel Regno Unito, in Germania, Danimarca, Lussemburgo e Olanda, e varie forme di specializzazione e delimitazione dell'attività bancaria presenti in Francia, Italia, Belgio e Spagna.¹⁰ Le strutture concorrenziali sono anche influenzate dalle pratiche di mercato e da *customer relationships* difficili da riconoscere e identificare nei loro effetti, le quali possono tuttavia giocare un ruolo importante nel segmentare i mercati finanziari.¹¹ La struttura della tassazione aggiunge un ulteriore elemento di differenziazione: la tavola 3 riassume alcuni aspetti dei sistemi di tassazione nazionale degli interessi, dei dividendi e dei guadagni in conto capitale.

Un esame anche superficiale della struttura dell'intermediazione finanziaria, dei tipi, delle funzioni e dei bilanci degli intermediari, dei prezzi dei servizi finanziari e delle tecniche della loro fissazione nei paesi europei non lascia dubbi sulla potenziale rilevanza dell'eliminazione delle barriere tra i mercati nazionali. Mutamenti profondi sono da attendersi nella localizzazione, concentrazione e specializzazione dell'in-

¹⁰ Per sistema di banca universale si intende generalmente un sistema in cui le banche commerciali possono intraprendere la gamma completa delle operazioni di mercato dei capitali (primario e secondario), inclusa l'acquisizione diretta di azioni in società industriali. Nell'ambito di questa impostazione, una distinzione ulteriore può essere compiuta tra i sistemi in cui un'autorizzazione bancaria è richiesta in tutti i casi per intraprendere operazioni sul mercato dei capitali, e i sistemi in cui anche società finanziarie non bancarie possono essere autorizzate ad operare come intermediari su tale mercato. Cfr. OCSE (1987), *International Trade in Services: Securities*.

¹¹ Particolarmente rilevante a questo proposito è il caso tedesco, in cui sia la struttura bancaria sia la struttura industriale sono altamente concentrate e "cartellizzate" e, inoltre, le banche detengono nel proprio portafoglio ampie quote del capitale dei gruppi industriali. Posizioni di "rendita" e una solida base di profitti nei mercati interni possono anche risultare fonte di distorsioni concorrenziali, nella misura in cui forniscono margini per offrire prezzi concorrenziali sui mercati internazionali.

tero settore finanziario. Per quanto un aggiustamento sia già in atto, il ritmo del cambiamento dovrà accelerare: invero, con la sola eccezione di Londra, i mercati finanziari europei sono stati coinvolti in misura relativa nel processo innovativo che ha interessato le maggiori piazze mondiali. Le tendenze emerse in questi mercati forniscono un'indicazione delle direzioni probabili del mutamento.¹² È plausibile attendersi che l'erosione delle tradizionali linee di demarcazione tra gli intermediari si estenda all'Europa continentale, creando esigenze di adattamento dei sistemi legali nazionali che regolano gli statuti e l'operatività degli intermediari. La tendenza generale verso una "marketizzazione" (*securitization*) della finanza, l'eliminazione delle barriere che in pratica svolgono la funzione di limitare e separare i rischi finanziari, il connesso aumento nel fabbisogno di capitale di rischio, la globalizzazione dei mercati bancari e dei titoli, costituiscono fattori di concentrazione delle strutture di intermediazione. Dal momento che le banche commerciali già controllano un'ampia quota dell'intermediazione e sono in grado di far fronte all'elevato fabbisogno di capitale di rischio, un'ulteriore evoluzione in direzione dei sistemi di banca universale sembra probabile. Ci si può anche attendere che le tradizionali separazioni di funzioni e di operatività (*broker, dealer, market maker*), presenti in varie forme in gran parte dei mercati dei capitali, tendano a scomparire lasciando il posto a conglomerate finanziarie multifunzionali (il *broker-dealer-market maker* di tipo statunitense), possibilmente incorporate in banche universali di tipo tedesco o da esse direttamente controllate.¹³ Anche la capacità delle borse azionarie meno efficienti di mantenere la propria quota del mercato di clienti "primari" verrà posta in questione, una volta che sarà aperta la possibilità di raccogliere capitale in mercati più spessi ed efficienti; vi è una concreta possibilità che i mercati meno efficienti vedano il proprio ruolo ridotto a quello di fornitori di mezzi

¹² Cfr. COMMITTEE ON FINANCIAL MARKETS OF THE OECD (1985), *Trends in Banking in OECD Countries*, specialmente cap. II; OCSE (1987), *International Trade in Services: Securities*, cap. II; e GOODHART (1987).

¹³ Un possibile approccio alla limitazione e concentrazione dei rischi e dei conflitti d'interesse, che consenta al contempo di non perdere i vantaggi della concentrazione e integrazione del settore finanziario — in particolare la capacità di fornire "pacchetti" complessi e diversificati di servizi in risposta alle diverse esigenze dei clienti — è quello dei "gruppi pluri-funzionali": i differenti servizi possono essere forniti, in questo caso, da entità istituzionalmente e legalmente separate, con capitale proprio, appartenenti però ad un unico gruppo con controllo e proprietà centralizzate. Questo approccio viene seguito attualmente in Italia (cfr. BANCA D'ITALIA, Considerazioni Finali del Governatore, *Relazione Annuale sul 1986*).

finanziari alle imprese di minor dimensione su mercati locali.¹⁴ Inoltre, tutte le borse si troveranno a fronteggiare il rischio che la negoziazione dei titoli si sposti progressivamente al di fuori di esse.¹⁵ La capacità di competere delle tradizionali strutture di intermediazione verrà sottoposta a una seria verifica; i pesi e contrappesi che nei diversi paesi hanno costituito finora una salvaguardia contro un'eccessiva assunzione dei rischi, i possibili conflitti d'interesse, la manipolazione dei mercati, richiederanno una profonda revisione.

Eppure, ad eccezione del Regno Unito, dove si è adottato un approccio globale e sistematico al mutamento sia delle strutture di mercato sia delle regole prudenziali,¹⁶ l'attitudine delle autorità nazionali della CEE è stata perlopiù di consentire aggiustamenti limitati e graduali delle strutture esistenti, assegnando un peso elevato alla conservazione delle tradizioni, delle pratiche di mercato e degli equilibri concorrenziali.¹⁷ Un fattore rilevante a tale proposito è stato il desiderio di difendere funzioni speciali assegnate alle istituzioni finanziarie nel sostegno di particolari settori di attività economica e, più in generale, nel perseguimento di obiettivi di politica nazionale. La Commissione, dal canto suo, non ha cercato di sciogliere questo groviglio di impostazioni, istituzioni e tradizioni e non ha preso posizione né sulla direzione desiderata del mutamento né sui problemi che possono sorgere lungo il percorso. La possibilità che il processo di integrazione incontri resistenze crescenti una volta che le sue implicazioni vengano pienamente riconosciute, o che emergano tensioni nei singoli mercati e sistemi nazionali, non può essere esclusa.

Un obiettivo di particolare rilevanza è quello di preservare la stabilità finanziaria e livelli adeguati di protezione degli investitori, dei risparmiatori e dei consumatori di servizi finanziari. Anche in questo campo alcune tendenze sono già evidenti negli adattamenti delle strutture regolamentari e prudenziali all'innovazione e alla globalizzazione dei mercati finanziari. Trovandosi a fronteggiare l'aumento della concorrenza, il confondersi delle tradizionali linee di demarcazione

¹⁴ GOODHART (1987) argomenta (pag. 52) che la partecipazione al mercato globale resterà probabilmente ristretta ai "grandi giocatori", mentre una proporzione rilevante dell'intermediazione continuerà a svolgersi localmente all'interno dei confini nazionali, fondamentalmente a causa della segmentazione dell'informazione.

¹⁵ Cfr. GORDON (1987).

¹⁶ Cfr. LOEHNIS (1987).

¹⁷ Un ampio riesame dei principi di vigilanza e delle direzioni desiderabili di evoluzione della struttura finanziaria è ora in corso anche in Italia. Cfr. Considerazioni Finali del Governatore, *Relazione Annuale sul 1986*.

tra intermediari e un fiorire di nuovi prodotti e servizi, le autorità dei principali paesi si sono orientate in misura crescente verso approcci "funzionali" alla vigilanza, con una tendenza (i) ad estendere la vigilanza bancaria a tutte le istituzioni che svolgono funzioni di tipo bancario, senza riguardo al loro particolare *status* legale; (ii) a basare l'accertamento dei rischi sui bilanci consolidati; (iii) a riferire gli accertamenti di solvibilità a rapporti minimi di capitalizzazione, basati su definizioni standardizzate dei rischi.¹⁸ Questi orientamenti, nonché l'esigenza di ridurre le possibilità di sottrarsi ad ogni vigilanza, hanno condotto anche a un rafforzamento della cooperazione internazionale, particolarmente nell'ambito del Comitato *Cooke* di Basilea. Un importante risultato è stato l'accordo sulla ripartizione tra le autorità nazionali della responsabilità per la vigilanza sulle attività estere delle banche riguardo alla solvibilità e liquidità e alle posizioni in cambi. La ricerca di semplificazione e maggiore uniformità nella regolazione delle attività d'intermediazione già sottoposte a vigilanza si è accompagnata alla tendenza ad estendere i controlli sugli intermediari in precedenza non sorvegliati. Una preoccupazione rilevante a questo riguardo è quella di assicurare *standard* minimi di diffusione dell'informazione e di pubblicità degli scambi nei mercati dei titoli, anche attraverso scambi di informazioni di vigilanza a livello internazionale.¹⁹ Il dibattito sull'adeguatezza di questa impostazione è stato peraltro riaperto a seguito del crollo di borsa dell'ottobre 1987, il quale, almeno nell'opinione di alcuni, indicherebbe che vi è un'esigenza di controlli più penetranti sui mercati dei titoli e sugli intermediari che vi operano.²⁰

Le difficoltà nel raggiungere un consenso su principi e orientamenti generali sono accresciute da vari problemi di attuazione. Le definizioni delle diverse attività e i confini funzionali non sono in molti casi facil-

¹⁸ Un consenso su una proposta di convergenza internazionale dei requisiti di capitale delle banche commerciali, predisposta dal Comitato *Cooke* di Basilea, è stato raggiunto recentemente dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci. Tale proposta contempla un *target* minimo di capitale, in rapporto ai rischi ponderati di bilancio, dell'8 per cento; le banche internazionali dovrebbero porsi in grado di realizzare tale obiettivo entro il 1992.

¹⁹ La cooperazione si è sviluppata principalmente su base bilaterale, sotto l'impulso delle autorità prudenziali degli Stati Uniti e del Regno Unito. Su questo, cfr. OECD (1987), *International Trade in Services: Securities*, pagg. 21-26, e LOEHNIS (1987).

²⁰ Rapporti sugli eventi dell'ottobre 1987 e sui problemi regolamentari e prudenziali da essi sollevati sono stati predisposti dalla Commissione presidenziale sui meccanismi di mercato (Commissione Brady) e dalla SEC negli Stati Uniti; un riesame del funzionamento del mercato in quell'occasione è in corso anche in Inghilterra, dove sembra però emergere un giudizio meno negativo.

mente identificabili; il problema è complicato dalla varietà dei sistemi legali e istituzionali²¹ e dal processo di innovazione. Difficoltà sorgono anche in relazione alle differenze nelle tecniche e negli *standard* di vigilanza, al peso differente assegnato nei sistemi di controllo ai diversi obiettivi dell'efficienza e della stabilità, oltre che a obiettivi di politica macroeconomica. I problemi che possono derivare dall'applicazione extraterritoriale di regole nazionali non pienamente coerenti possono risultare anche più seri per i mercati dei titoli, dove la cooperazione internazionale è finora poco sviluppata. Nella misura in cui non sia possibile applicare principi di vigilanza uniformi, si può creare spazio per distorsioni concorrenziali a favore dei mercati e delle istituzioni meno severamente regolati. L'approccio funzionale alla vigilanza non risolve i problemi connessi all'esistenza di ampie differenze nella dimensione, dotazione di capitale e operatività delle singole istituzioni. La ricerca di soluzioni soddisfacenti per i potenziali conflitti d'interesse connessi all'esercizio di diverse attività d'intermediazione da parte della stessa istituzione o gruppo è enormemente complicata dalla coesistenza sullo stesso mercato di istituzioni che rispondono a diversi requisiti organizzativi e di vigilanza. In generale, è probabile che la possibilità di aggirare le norme prudenziali venga accresciuta dall'accesso simultaneo a una molteplicità di mercati e sistemi nazionali. Vi è quindi un rischio reale che l'apertura dei mercati dei servizi finanziari possa condurre a un allentamento degli *standard* prudenziali, in quanto le autorità nazionali possono essere indotte a cercare in tal modo di non perdere attività d'intermediazione a favore di mercati meno regolati. L'insieme di tali problemi di principio e di applicazione pratica è naturalmente di diretta rilevanza per la realizzazione del programma di integrazione della Commissione.

Due problemi specifici vanno inoltre sottolineati nell'impostazione della Commissione. Il primo di essi sorge in relazione all'applicazione del principio di controllo del paese d'origine nella sorveglianza degli intermediari. La riserva generale, presente nel progetto di direttiva per la liberalizzazione dei capitali, in favore del mantenimento di controlli amministrativi per fini di politica monetaria o di vigilanza implicherà di fatto un controllo del paese ospitante riguardo a numerosi aspetti delle attività e delle operazioni degli intermediari. Le leggi e le norme amministrative nazionali possono dunque divenire un veicolo per

²¹ Come nota GORDON (1987), poiché i prodotti nell'industria dei servizi finanziari sono inseparabili dalle relative relazioni contrattuali, questo settore è molto sensibile al contesto legale.

reintrodurre sotto diversa forma ostacoli alla libera circolazione dei capitali; inoltre gli intermediari possono trovarsi a dover rispondere in certe aree o riguardo a certe funzioni a requisiti sia del paese d'origine sia del paese ospitante. Le implicazioni di questo intreccio di regolamentazioni non sono state ancora pienamente analizzate.

Un secondo problema può sorgere per la diversa posizione assunta dalla Commissione, da un lato riguardo alla libera prestazione dei servizi, dove l'armonizzazione minima è una precondizione dell'applicazione del mutuo riconoscimento, e, dall'altro, riguardo alla liberalizzazione dei movimenti di capitale, da realizzarsi senza precondizioni. In realtà si tratta dei due lati della stessa medaglia: l'offerta di servizi finanziari, da un lato, la domanda di servizi finanziari, dall'altro. Come risultato della piena liberalizzazione dei movimenti di capitale, tutti i residenti della Comunità avranno possibilità di accesso ai mercati esteri sulla base delle norme e dei regolamenti ivi in vigore; il principio del mutuo riconoscimento si applicherà quindi immediatamente a coloro che acquistano servizi finanziari all'estero. Almeno in qualche misura, le esigenze sottostanti la costruzione di una piattaforma minima di regole comuni possono così essere contraddette come conseguenza della decisione di procedere subito alla rimozione dei controlli valutari. Difficoltà simili possono sorgere in relazione all'obiettivo di limitare distorsioni concorrenziali dalla decisione di procedere senza che le strutture di tassazione afferenti alle attività e alle operazioni finanziarie vengano prima armonizzate. Tale decisione è dovuta in realtà alle difficoltà di compiere progressi in questo campo, piuttosto che all'opinione che il problema sia di importanza secondaria. Vi è la possibilità di un aumento dell'evasione fiscale e di una tendenza delle attività d'intermediazione a spostarsi verso i mercati e i sistemi finanziari meno tassati, anche se si può ritenere che il manifestarsi di sviluppi di questo tipo aumenterebbe la pressione per l'armonizzazione delle strutture tributarie.

Infine, la liberalizzazione dei movimenti di capitale accrescerà le esigenze di coordinamento delle politiche economiche, soprattutto, ma non solo, nel campo monetario, e potrà porre dei rischi per la coesione degli Accordi di cambio dello SME. Segni visibili di questo tipo di difficoltà si sono già manifestati nel corso del 1987. Nel gennaio, un riallineamento delle parità centrali è stato imposto da fattori prevalentemente finanziari, in un momento in cui le condizioni economiche "fondamentali" inducevano a sperare in un periodo di tranquillità. Forti tensioni, legate alla debolezza del dollaro, sono di nuovo emerse nell'autunno. Le nuove possibilità di credito e le tecniche di gestione

introdotte dal Comitato dei Governatori della CEE nel settembre del 1987²² sono state d'aiuto nell'affrontare queste tensioni. Tuttavia, fintanto che il dollaro resterà debole e permarranno ampi squilibri nei pagamenti esterni dei tre principali paesi industriali, l'ambiente internazionale continuerà a costituire una fonte di tensione per lo SME. La debolezza del dollaro induce tensioni fra le valute degli Accordi di cambio a causa delle divergenze "fondamentali" ancora presenti all'interno del Sistema. Inoltre, questo soffre dell'apparente incapacità del paese *leader*, la Germania federale, di fornire, oltre che un'ancora di stabilità dei prezzi, anche un "motore" della crescita. La Germania è rimasta nel Sistema, finora, con un tasso di cambio tendenzialmente sottovalutato in termini reali e ha "sottratto" crescita ai suoi *partner* attraverso crescenti avanzi commerciali, mentre il tasso di crescita della sua domanda interna è stato in media più basso di quello dei *partner*. Anche senza nuovi mutamenti nella situazione dell'economia internazionale, la camicia di forza "reale" imposta dallo SME per tale motivo potrebbe non essere accettabile indefinitamente per gli altri paesi membri, tenuto conto delle differenti situazioni dell'occupazione e delle tendenze demografiche.²³ La liberalizzazione dei movimenti di capitali renderà queste incoerenze tra obiettivi "finali" più acute. La capacità di riconciliare la stabilità dei cambi con obiettivi "reali" non coordinati attraverso i soli strumenti monetari, che non è illimitata, verrà ulteriormente ridotta. Precisamente come è avvenuto con l'Accordo del Louvre, se i costi della stabilità dei cambi cominceranno ad apparire troppo elevati in termini degli obiettivi interni, il vincolo di cambio potrebbe allentarsi, e lo SME evolvere verso un *crawling peg*. La sua

²² Queste misure includono la possibilità di ottenere finanziamenti attraverso la facilitazione di credito a brevissimo termine (FCBT) per interventi intramarginali; un'estensione della data iniziale di scadenza per tali finanziamenti; e l'eliminazione di fatto del limite del 50 per cento sull'obbligo di accettare ECU nel regolamento dei debiti contratti nell'ambito della FCBT. Ulteriori misure sono state adottate per migliorare la gestione dello SME (attraverso politiche più flessibili dei tassi d'interesse e un uso più pieno della banda di oscillazione in presenza di pressioni sui cambi); l'appropriato impiego di questa nuova impostazione verrà verificato nell'ambito di una procedura rinforzata di sorveglianza multilaterale, nell'ambito del Comitato dei Governatori. Cfr. MASTROPASQUA-MICOSSI-RINALDI (1987).

²³ Alcuni di questi aspetti sono discussi da MASTROPASQUA-MICOSSI-RINALDI (1987) e da BINI SMAGHI-VONA (1988). Un problema più fondamentale (di lungo periodo) è sollevato da DORNBUSCH (1988): egli sottolinea i costi e i rischi che possono essere connessi con un processo di integrazione monetaria a un livello di inflazione zero (molto bassa), quando vi siano importanti divergenze nelle posizioni dei bilanci pubblici. Egli argomenta che paesi per i quali la struttura fiscale efficiente richiede il ricorso all'imposta da inflazione non dovrebbero integrarsi con altri per i quali una politica di inflazione zero è l'obiettivo, specialmente quando la dimensione del debito pubblico costituisce un problema (in quanto il problema di sostenibilità di tale debito diviene più acuto).

funzione di disciplina sulle politiche macroeconomiche e di promozione dell'integrazione, la stessa capacità di mantenere i tassi di cambio in linea con le variabili economiche fondamentali, potrebbero risultarne compromesse. La liberalizzazione delle transazioni monetarie implica anche l'insorgere di problemi di gestione monetaria, in quanto renderà più difficili l'identificazione e il controllo a livello nazionale degli aggregati di moneta e di credito. La Commissione sta "scommettendo" che il risultato della creazione di tali problemi e incompatibilità sarà un rafforzamento del coordinamento delle politiche economiche, forse con il passaggio alla cosiddetta "fase istituzionale". Tuttavia, non ci si può illudere che progressi in tal senso siano dietro l'angolo. La decisione di procedere in ogni caso con la liberalizzazione dei movimenti di capitali potrebbe perciò risultare dannosa, invece che di beneficio, per il processo d'integrazione europea.

In conclusione, non voglio lasciare l'impressione di un giudizio negativo sulla strategia della Commissione e sulle prospettive di costruzione di un'area finanziaria integrata in Europa. La Commissione ha sviluppato un progetto di ampio respiro ed è riuscita a smuovere le acque stagnanti della cooperazione europea. La sua impostazione, però, è largamente e, invero, intenzionalmente basata sulla creazione di "squilibri dinamici" che dovrebbero indurre ad agire i mercati e le autorità ufficiali. Ricadono su queste ultime responsabilità preminenti nell'assicurare che il processo così messo in moto sia governato e non si sviluppi in modo disordinato o distorto, sia negli effetti dell'aumentata concorrenza sulla stabilità dei mercati finanziari sia nell'adattamento delle strutture regolamentari e prudenziali. È chiaro, altresì, che è essenziale realizzare progressi paralleli in tutte le aree interessate — liberalizzazione dei movimenti di capitali, armonizzazione dei sistemi normativi, prudenziali e di tassazione, rafforzamento del coordinamento delle politiche macroeconomiche — perché questo progetto possa avere successo.

STEFANO MICOSSI

PRINCIPALI DIRETTIVE ADOTTATE DALLA COMUNITÀ

Data di emanazione	Numero direttiva	Oggetto	
		Movimenti di capitale	Mercato interno
		Istituzioni creditizie	Altri servizi finanziari
11/5/60	—	Prima direttiva sull'attuazione dell'art. 67 del Trattato (abolizione delle restrizioni sui movimenti di capitale)	
18/12/62	63/21	Seconda direttiva a completamento e modifica della prima direttiva	
21/3/72	72/156	Regolazione dei flussi finanziari internazionali a fini di controllo monetario interno	
21/4/72	72/166		Assicurazioni: ravvicinamento delle legislazioni in materia di responsabilità civile
28/6/73	73/183	Soppressione delle restrizioni alla libertà di stabilimento	
27/7/73	73/239		Prima direttiva di coordinamento sulle assicurazioni (escluso ramo vita)
27/7/73	73/240		Soppressione delle restrizioni alla libertà di stabilimento per le assicurazioni (escluso ramo vita)
12/12/77	77/780		Prima direttiva di coordinamento degli enti creditizi: disposizioni riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi. (Creazione del Comitato Consultivo Bancario)

15/3/79	79/267		Prima direttiva di coordinamento sulle assicurazioni (ramo vita)
16/3/79	79/279		Valori mobiliari: criteri per l'ammissione alla quotazione ufficiale
17/4/80	80/390		Valori mobiliari: obblighi di informazione per l'ammissione alla quotazione ufficiale
20/2/82	82/121		Valori mobiliari: obblighi di informazione per le società quotate
13/6/83	83/350		Vigilanza su base consolidata degli enti creditizi
20/12/85	85/583	Modifica della direttiva del 18/12/1962 (liberalizzazione della sottoscrizione di fondi comuni di investimento)	
20/12/85	85/611		Valori mobiliari: fondi comuni di investimento in valori mobiliari
17/11/86	86/566	Modifica della direttiva del 18/12/1962 (piena liberalizzazione delle operazioni sui mercati dei capitali e crediti commerciali a lungo termine)	
8/12/86	86/635	Conti annuali e conti consolidati delle banche e degli altri istituti di credito	
22/6/87	87/345		Valori mobiliari: armonizzazione dei prospetti di offerta al pubblico

TAVOLA 2

COMPLETAMENTO DEL MERCATO INTERNO DEI SERVIZI FINANZIARI:
PREVISIONI CONTENUTE NEL LIBRO BIANCO E SITUAZIONE ATTUALE¹

	Previsioni del Libro Bianco		Situazione annuale
	Proposta della Commissione	Approvazione del Consiglio	
ISTITUZIONI CREDITIZIE			
Direttiva sui bilanci delle aziende di credito	1984	1987	adottata (8/12/86)
Direttiva sui bilanci delle filiali estere delle aziende di credito	1985	1987	proposta (16/7/86)
Direttiva sulla libertà di stabilimento e la libera prestazione dei servizi nel campo del credito fondiario	1985	1988	proposta (7/2/85)
Direttiva per il risanamento e la liquidazione di enti creditizi	1985	1987	proposta (23/12/85)
Raccomandazione concernente l'armonizzazione del concetto di fondi propri	1985	1986	proposta come Direttiva (18/9/86)
Raccomandazione per la istituzione di un sistema di garanzia dei depositi nella Comunità	1986	1987	adottata (22/12/86)
Raccomandazione per il controllo dei grandi fidi da parte degli enti creditizi	1986	1988	adottata (22/12/86)
MERCATI DEI VALORI MOBILIARI			
Seconda Direttiva di coordinamento degli enti creditizi (armonizzazione minima dei controlli prudenziali)	1987	1989	proposta (13/1/88)
MERCATI DEI VALORI MOBILIARI			
Direttiva per il coordinamento di leggi, regolamenti e provvedimenti amministrativi in materia di fondi comuni di investimento mobiliare	1976	1985	adottata (31/12/85)
Direttiva sugli obblighi di informazione nel caso di acquisizioni o cessioni di partecipazioni di rilevante ammontare al capitale di una società quotata in borsa	1985	1988	proposta Com (85) 791
Direttiva sulle caratteristiche dei prospetti per offerta al pubblico di valori mobiliari	1981	1988	parzialmente adottata (22/6/87)
Direttiva sui consulenti finanziari	1987	1989	...
Direttiva sulle operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni riservate	non inclusa nel Libro Bianco	non inclusa nel Libro Bianco	proposta (21/5/87)
Direttiva sulla liquidazione delle società	non inclusa nel Libro Bianco	non inclusa nel Libro Bianco	da proporre
Direttiva sulle acquisizioni	non inclusa nel Libro Bianco	non inclusa nel Libro Bianco	da proporre

Fonte: BANCA COMMERCIALE ITALIANA Libro Bianco, Tendenze Monetarie, luglio 1987 e nostro aggiornamento.
¹ Escluse le assicurazioni.

TAVOLA 3

TASSAZIONE DEI REDDITI DA CAPITALE

	Reddito da interessi	Principali trattamenti fiscali particolari	Dividendi	Guadagni in conto capitale
Belgio	Ritenuta alla fonte (25%)	Interesse su alcuni depositi a risparmio non imponibile al di sotto di un dato livello	Ritenuta alla fonte del 25% sui dividendi	Si, se di natura "speculativa"
Danimarca	Nella dichiarazione dei redditi		Ritenuta alla fonte del 30%	Si
Francia	Tassato come reddito. Si può optare per una ritenuta alla fonte tra il 25% e il 50% a seconda del tipo di titoli	Interesse su alcuni depositi non imponibile al di sotto di un dato livello. Investimento in titoli francesi deducibile fino ad un dato livello	Nella dichiarazione dei redditi	Si
Germania	Nella dichiarazione dei redditi	Finanziamenti all'edilizia	Nella dichiarazione dei redditi	Si, per le azioni se di natura "speculativa". No per le obbligazioni
Italia	Ritenuta alla fonte (25%)	Interesse sui titoli delle società tassato al 12,5%	Nella dichiarazione dei redditi. Credito d'imposta a fronte delle imposte pagate dalle società	No, tranne alcuni casi particolari
Lussemburgo	Nella dichiarazione dei redditi	Interesse sui titoli pubblici trattato preferenzialmente	Ritenuta alla fonte (25%)	Generalmente non imponibile
Olanda	Nella dichiarazione dei redditi	Interesse sui depositi non tassabile al di sotto di un dato livello	Ritenuta alla fonte (25%)	Si, se di natura "speculativa"
Regno Unito	Nella dichiarazione dei redditi		Credito d'imposta a fronte delle imposte pagate dalle società	Si

Fonte: OECD, *Banking and Monetary Policy* (1985), e nostro parziale aggiornamento.

BIBLIOGRAFIA

- ALIBER, R.Z., 1987, *Regulation, Protection, and the Structure of the International Banking Industry*, presentato alla Conferenza su "Protectionism and International Banking", Frankfurt, 29-31, October.
- BANCA D'ITALIA, 1987, *Relazione Annuale sul 1986*.
- BINI SMAGHI, L. - VONA, S., 1988, "The Effects of Economic Convergence and Competitiveness on Trade among EMS Countries", in *Macroeconomic Policy and Economic Interdependence*, edito da D. Hodgman e G. Woods, London, Macmillan (prossima pubblicazione).
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1985, *Completing the Internal Market: White Paper to the European Council*, Bruxelles, June.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 1987, *Creation of a European Financial Area* (Communication to the European Council), November.
- COMMITTEE ON FINANCIAL MARKETS of the OECD, 1984, *International Trade in Services: Banking*, OECD, August.
- COMMITTEE ON FINANCIAL MARKETS of the OECD, 1987, *International Trade in Services: Securities*, OECD, November.
- DINI, L., 1986, "Towards a European Integrated Financial Market", *BNL Quarterly Review*, December.
- DORNBUSCH, R., 1988, *Money and Finance in European Integration*, mimeo, January.
- EXPERT GROUP ON BANKING of the Committee on Financial Markets of the OECD, 1985, *Trends in Banking in OECD Countries*, OECD, October.
- GOODHART, C., 1987, "Structural Changes in the British Capital Markets", in *The Operation and Regulation of Financial Markets*, Macmillan.
- GORDON, K., 1987, "1992. Big Bang or Little Whimpers?", *The Banker*, October.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, 1987, *Innovations and Institutional Change in the Financial Markets*, (SM/87/246), October.
- LOEHNIS, A.D., 1987, "The 'Big Bang' Revisited: The Prospects for Securities Markets in Europe", *Revue de la Banque*, n. 7.
- MASTROPASQUA, C. - MICOSSI, S. - RINALDI, R., 1987, *Interventions, Sterilization and Monetary Policy in EMS Countries (1979-1987)*, mimeo, Banca d'Italia, dicembre.
- PADOA-SCHIOPPA, T., 1986, *L'intégration communautaire dans le domaine des services bancaires*, presentato al "Colloque: L'Europe des services financiers" organizzato dalla Ligue Européenne de Coopération Economique, Bruxelles, dicembre.
- PECCHIOLI, R.M., 1987, *Prudential Supervision in Banking*, OECD, May.
- PORTA, A., 1987, "L'integrazione finanziaria europea: tendenze evolutive e implicazioni per il sistema bancario italiano", *Tendenze Monetarie*, Banca Commerciale Italiana, n. 55, luglio.