

I movimenti di capitali nella Comunità Economica Europea (*)

1. *Integrazione economica e integrazione finanziaria.*

Il Trattato che ha istituito la Comunità Economica Europea ha posto come obiettivo una integrazione delle economie dei Sei che si deve estendere a tutti i settori che non sono oggetto delle disposizioni speciali previste per il carbone, l'acciaio e l'energia atomica. La realizzazione di tale obiettivo comporta in primo luogo, nel campo degli scambi commerciali, l'eliminazione dei diritti doganali e la soppressione delle restrizioni quantitative tra gli stati membri. Fanno parte integrante della costruzione del mercato comune anche la libera circolazione dei lavoratori, la soppressione delle restrizioni discriminatorie in materia di diritto di stabilimento, nonché la libera prestazione dei servizi. I capitali avranno anch'essi diritto alla libertà di movimento in seno alla Comunità, ma soltanto entro i limiti che indicheremo più oltre.

Gli obiettivi generali del Trattato sono elencati all'art. 2 nei seguenti termini:

« La Comunità ha il compito di promuovere, mediante l'instaurazione di un mercato comune e il graduale ravvicinamento delle politiche economiche degli stati membri, uno sviluppo armonioso delle attività economiche nell'insieme della Comunità, un'espansione continua ed equilibrata, una stabilità accresciuta, un miglioramento sempre più rapido del tenore di vita e più strette relazioni fra gli stati che ad essa partecipano ».

Per realizzare questi scopi, il Trattato prevede la soppressione delle barriere, ereditate dal passato, tra le economie degli stati membri.

(*) Conferenza tenuta all'Università di Lovanio il 31 maggio 1961. Le opinioni espresse sono puramente personali e non rappresentano la posizione ufficiale della Commissione della Comunità Economica Europea.

In questo ampio concetto di integrazione economica, si pone un quesito: il perdurare di eventuali restrizioni ai movimenti di capitali potrebbe avere come effetto di compromettere, e fino a che punto, la realizzazione degli obiettivi fissati dal Trattato?

L'espansione economica e l'aumento del livello di vita possono tradursi in realtà solo per mezzo di un aumento della produttività. E l'aumento di produttività a sua volta dipende dalla misura nella quale si sfrutteranno i vantaggi che una vasta area di mercato offre rispetto ad un'area più ristretta, e cioè la possibilità di ottenere una migliore divisione del lavoro e di applicare razionalmente i metodi di produzione di massa.

La libera circolazione delle merci e la libertà di stabilimento per i lavoratori e per le imprese sono premesse essenziali affinché una merce sia prodotta nel luogo dove si trovano riunite le condizioni favorevoli ad una specializzazione e dove il costo unitario di produzione può essere minimo.

Queste premesse sono necessarie, ma non sufficienti. Anche se sul piano strettamente teorico potesse dimostrarsi che il libero scambio basterebbe a ottimizzare le strutture economiche e ad egualizzare le remunerazioni dei fattori della produzione, ciò sarebbe valido solo in un universo senza tempo e senza distanza. In una situazione più vicina alla realtà, in assenza di libertà di circolazione per i fattori della produzione, l'integrazione non potrebbe portare ai risultati indicati e sarebbe ritardata da gravissimi attriti. Se ciò è esatto, sarebbe contraddittorio che venisse ostacolata la circolazione del fattore più mobile tra tutti, cioè il capitale.

A questo ragionamento in termini generali è opportuno aggiungere una esemplificazione pratica dei rapporti che intercorrono tra integrazione economica e integrazione finanziaria. L'abolizione dei diritti doganali e dei contingenti creerà, all'interno del Mercato Comune, problemi di adattamento la cui soluzione comporterà l'impiego di considerevoli mezzi finanziari. Bisogna aspettarsi inoltre che si verifichi una accentuata compenetrazione delle strutture produttive e quindi che le imprese di un paese creino filiali o succursali in altri paesi del Mercato Comune. Una tale compenetrazione, che proverebbe l'esistenza di un effettivo mercato comune, sarebbe assai più difficile senza il diritto di esportare i capitali da uno qualsiasi dei paesi per importarli in un altro. In particolare, i paesi a regime più restrittivo si vedrebbero alla lunga svantaggiati in conseguenza della minore libertà d'azione delle loro imprese. Si potrebbe, senza dubbio, obiettare che tali investimenti potrebbero ugualmente essere finanziati dai capitali disponibili nel paese di destinazione e che perciò i movi-

menti di capitali internazionali non sono assolutamente indispensabili. Una tale impostazione sarebbe poco realistica. Il mercato finanziario di un certo paese è accessibile solo ad imprese già abbastanza conosciute ed affermate, ma non a tutte le imprese che, adattandosi alle nuove condizioni create dal Mercato Comune, considererebbero per la prima volta la possibilità di esercitare le loro attività all'estero. Esse dovrebbero in larga misura provvedere da sole al finanziamento dei loro investimenti, ciò che implica per esse e la possibilità di esportare i capitali dal paese di origine, e quella di importarli nell'altro, in particolar modo per quanto concerne il capitale di rischio.

Alcune disposizioni del Trattato resterebbero poi lettera morta e avrebbero poco significato pratico, se i movimenti di capitali tra gli stati membri restassero sottoposti ad importanti restrizioni. Ciò si riferisce, in particolare, agli articoli 52 a 58, concernenti l'abolizione delle restrizioni al diritto di stabilimento sul territorio della Comunità Economica Europea.

Analoghe riflessioni si possono fare sulla libertà di movimento delle persone. I lavoratori non saranno disposti ad usufruire delle aumentate libertà loro concesse di lavorare in uno o l'altro paese della Comunità, se non a condizione di poter disporre liberamente dei loro risparmi e di poterli trasferire nel loro paese di origine. Perciò la circolazione della mano d'opera sarebbe ostacolata dal sussistere di restrizioni in questo campo.

Su di un piano più generale, si può dire che la libertà di movimento dei capitali è alla base del funzionamento stesso di un mercato concorrenziale: essa unifica le condizioni nelle quali si incontrano l'offerta e la domanda di capitali e tende ad eliminare vantaggi che possono falsare gravemente le condizioni della concorrenza. Senza dubbio esiste un complesso di ragioni che impedisce il perfetto livellamento dei tassi di interesse, ma il libero movimento di capitali crea almeno una tendenza al ravvicinamento di questi tassi, cioè di un elemento importante nei costi delle imprese nei differenti paesi.

Si ricordi infine che l'art. 2 del Trattato accenna, oltre che al miglioramento del livello di vita, allo sviluppo armonioso delle attività economiche *nell'insieme della Comunità*. Se all'interno della Comunità non esistesse la libertà di movimento dei capitali, la realizzazione di questo ultimo obiettivo resterebbe compromessa in misura più o meno grande. Un vasto mercato finanziario unificato e ugualmente accessibile a tutti gli interessati contribuisce infatti a ridurre, tra le diverse economie, lo sviluppo ineguale risultante dalla differente loro capacità di formazione del capitale. I movimenti internazionali dei capitali favoriscono quindi

l'eliminazione della sottooccupazione che predomina in certe regioni, e ciò senza gli inconvenienti sociali ed economici che deriverebbero dal trasferimento di mano d'opera.

2. Il sistema del Trattato.

Il Trattato di Roma definisce in maniera precisa gli obiettivi da raggiungere nel campo della liberazione dei movimenti di merci, dei servizi e della mano d'opera tra gli stati membri e prevede in dettaglio le procedure che permetteranno di avvicinarsi gradualmente a tali obiettivi.

In materia di movimenti di capitali le disposizioni del Trattato sono formulate invece in maniera assai meno precisa. La disposizione fondamentale in questo campo, l'art. 67, § 1, stabilisce che gli stati membri « sopprimono gradatamente fra loro, durante il periodo transitorio, e *nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune*, le restrizioni ai movimenti dei capitali appartenenti a persone residenti negli stati membri, e parimenti le discriminazioni di trattamento fondate sulla nazionalità o la residenza delle parti, o sul luogo del collocamento dei capitali ». Una specificazione dei limiti di tale liberazione esiste solo nel caso dei prestiti emessi dagli stati o dai loro enti locali: si prevede, cioè, che questi prestiti possono essere emessi o collocati negli altri stati membri soltanto a condizione che gli stati direttamente interessati si siano accordati in proposito. Non è stata data invece alcuna indicazione precisa sul ritmo con il quale deve essere effettuata la liberazione e sui limiti verso i quali essa deve tendere.

Si può perciò considerare che la valutazione di questi elementi è affidata alle istituzioni della Comunità: spetta in effetti alla Commissione elaborare, dopo aver consultato il Comitato monetario, le proposte per l'attuazione dell'art. 67. Il Consiglio, da parte sua, decide, in base a queste proposte, le direttive necessarie, con votazione unanime durante le due prime tappe del Trattato e in seguito a maggioranza qualificata.

Il Trattato prevede ugualmente una coordinazione delle politiche degli stati membri riguardanti i movimenti di capitali con i paesi terzi, allo scopo di evitare che le norme nazionali in questo campo possano essere aggirate in conseguenza della liberalizzazione all'interno della Comunità.

A norma del Trattato, la Commissione segue da vicino lo sviluppo dei movimenti di capitali tra gli stati membri e tra questi e i paesi terzi; compete alla stessa Commissione di autorizzare uno stato membro a pren-

dere misure di protezione, nel caso in cui si dovessero produrre perturbazioni nel funzionamento del suo mercato dei capitali. Questa disposizione, insieme ad altre riguardanti l'adozione di misure di protezione, merita d'essere sottolineata, poichè garantisce alle imprese un'ampia certezza giuridica, per quanto riguarda la regolamentazione dei movimenti di capitali. In altre parole, esse sono assai meno esposte che nel passato a vedere le loro iniziative improvvisamente frustrate dall'adozione di restrizioni governative arbitrarie.

La presentazione delle disposizioni del Trattato sulla circolazione dei capitali all'interno della Comunità non sarebbe completa, se non menzionasse l'istituzione creata per contribuire, « facendo appello al mercato dei capitali ed alle proprie risorse, allo sviluppo equilibrato del mercato comune, nell'interesse della Comunità », cioè la Banca Europea per gli Investimenti. La Banca facilita, a mezzo di prestiti e garanzie, il finanziamento di progetti relativi alla modernizzazione o alla riconversione di imprese, o alla creazione di nuove attività richieste dalla realizzazione progressiva del Mercato Comune, come pure il finanziamento di progetti d'interesse comune per vari stati membri.

Il *modus operandi* previsto per la Banca Europea — ricorso ai mercati finanziari dei paesi membri (ed eventualmente dei paesi terzi) — può portarla a svolgere un ruolo importante nella circolazione dei capitali in seno alla Comunità, prelevando risorse là dove sono disponibili alle migliori condizioni, ed investendole là dove se ne rivela la necessità.

3. I fattori restrittivi della liberazione dei movimenti di capitali.

Il sistema del Trattato relativo ai movimenti dei capitali, può, a prima vista, sembrare impreciso e, in un certo senso, perfino restrittivo. Vi è qui un problema che deve essere approfondito. La formulazione del testo del Trattato, che limita la liberazione dei capitali alla « misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune », si spiega sul piano generale col fatto che gli stati membri non hanno consentito, unendosi nella Comunità, ad una rinuncia piena ed intera della loro sovranità nel campo della politica economica. Si è data invece la preferenza ad un metodo di integrazione più elastico, cioè ad una coordinazione delle politiche monetarie e fiscali, che rimangono sottoposte alla sovranità degli stati membri, mentre, d'altra parte, le politiche di congiuntura e dei tassi di cambio sono state considerate come « questioni di interesse comune ».

In tale situazione, alcuni stati membri hanno giudicato impossibile, nell'interesse dell'equilibrio del loro mercato finanziario e della loro bilancia dei pagamenti, rinunciare ad alcune restrizioni sui movimenti internazionali di capitali. Finchè la cooperazione in materia di politica economica riposerà su queste basi, non si potranno trovare per il problema in discussione se non soluzioni di compromesso. I limiti del compromesso dovranno evidentemente essere fissati tenendo conto degli obiettivi del Trattato stesso e del grado di liberazione dei movimenti di capitali indispensabili alla loro realizzazione.

Se tale è la situazione sul piano istituzionale e sul piano che, in mancanza di una migliore espressione, bisogna chiamare « politico », non si possono però perdere di vista i problemi economici che sono alla base del sistema del Trattato. Bisogna perciò esaminare in dettaglio le preoccupazioni relative ai possibili effetti sfavorevoli dei movimenti di capitali, che hanno ispirato l'indirizzo prudente degli autori del Trattato in questo campo.

Anzitutto si è temuto che la soppressione delle restrizioni potesse provocare movimenti di capitali aberranti, che rischierebbero di mettere in pericolo l'equilibrio delle bilancie dei pagamenti. Senza dubbio, questa preoccupazione era giustificata in periodi eccezionali, per esempio nell'immediato dopoguerra. Essa sembra meno giustificata nell'attuale fase, caratterizzata da un elevato livello di liberazione delle operazioni correnti, dal ritorno alla convertibilità esterna delle monete, e dalla ricostituzione delle riserve monetarie dei paesi del mercato comune. È vero che la convertibilità delle monete ha aumentato il rischio di movimenti speculativi di capitali a breve termine, che possono, in certe circostanze, avere sfavorevoli incidenze sulla situazione delle riserve di cambio di un paese e sulla sua situazione monetaria in generale. Si può tuttavia notare che tali movimenti si effettuano soprattutto mediante il pagamento anticipato delle importazioni e il rientro differito dei proventi delle esportazioni, e che accanto a queste speculazioni legate ai pagamenti correnti i movimenti di capitale « finanziario » non hanno che un'importanza relativamente limitata.

Altre obiezioni contro la liberazione dei movimenti dei capitali si pongono sul piano strutturale. Si teme infatti che i movimenti dei capitali si orientino piuttosto verso le regioni più sviluppate, per trarre partito dai vantaggi risultanti dalle migliori infrastrutture di queste regioni, dalla loro mano d'opera più qualificata, ecc. Non si devono certo minimizzare i pericoli di aggravamento degli squilibri regionali in seno al mercato

comune, ma è lecito chiedersi se il mantenere le restrizioni dei movimenti dei capitali è il metodo appropriato per evitare un accentuarsi dei notati squilibri. Metodo più efficace sarebbe, sembra, quello di utilizzare gli strumenti di intervento diretto della politica regionale per ottenere uno sviluppo equilibrato della Comunità.

Tra i motivi di obiezione contro la liberazione dei movimenti dei capitali, rientrano anche preoccupazioni d'ordine fiscale. Si teme che la diversità dei regimi d'imposizione tra i paesi della Comunità possa provocare movimenti di capitali non giustificati da nessuna ragione propriamente economica, ma aventi per solo scopo di beneficiare di un trattamento fiscale più favorevole. Il problema esiste, anche se non si devono sopravvalutare le differenze tra i regimi fiscali. D'altra parte, la realizzazione del Mercato Comune comporterà necessariamente una progressiva armonizzazione di tali regimi. Ci troviamo quindi di fronte ad un aspetto particolare di un problema generale, la cui soluzione è essenziale al funzionamento stesso di un mercato comune concorrenziale.

Infine, si esprime qualche volta il timore che l'esito di una liberazione integrale dei movimenti di capitali sia falsato dalle differenze tra le evoluzioni economiche, interne ed esterne, dei paesi della Comunità. Si può ragionevolmente pensare che lo sforzo di coordinamento in corso in questo campo permetterà di attenuare gradualmente le divergenze esistenti tra le varie politiche economiche e di rimediare così alle difficoltà che potrebbero altrimenti sorgere.

I problemi posti dal coordinamento delle politiche economiche non entrano nei limiti di questo studio. Va solamente ricordata l'importanza che le istituzioni della Comunità annettono allo sviluppo di questo coordinamento, per assicurare un'espansione regolare delle economie, pur mantenendo la stabilità dei prezzi e l'equilibrio delle bilancie dei pagamenti. Le consultazioni che hanno luogo sia in seno al Comitato monetario, che in seno al Comitato della politica di congiuntura, devono permettere di evitare che eventuali sviluppi sfavorevoli nella situazione economica di uno qualsiasi dei paesi della Comunità rischino di rimettere in questione la già acquisita liberazione degli scambi e dei movimenti di capitali. Le consultazioni tra i rappresentanti delle amministrazioni e delle Banche centrali in seno a tali comitati sono completate da regolari scambi di opinioni a livello ministeriale. In particolare gli incontri periodici tra i Ministri delle Finanze dei paesi membri permettono la discussione dei problemi comuni e dei progressi che restano da compiere nel campo del coordinamento delle politiche economiche.

4 I punti essenziali e la portata pratica della prima direttiva sulla liberazione dei movimenti dei capitali.

Nel proporre al Consiglio l'adozione di una prima direttiva sulla liberazione dei movimenti di capitali, la Commissione ha tenuto conto, da una parte, delle ragioni che rendono necessaria un'ampia liberazione, ma, dall'altra, anche degli argomenti che, allo stato attuale, consigliano una certa prudenza quanto al ritmo della liberazione.

La direttiva, preparata dalla Commissione in stretta collaborazione con il Comitato monetario, è stata approvata dal Consiglio dei Ministri, l'11 maggio 1960.

Sul piano sostanziale, il metodo adottato è quello di dividere i movimenti di capitali in quattro grandi categorie, sottoposte a differenti regimi in modo da tener conto dei particolari problemi relativi ai diversi tipi di movimenti di capitali.

Nella *prima categoria* figurano i movimenti di capitali di cui fin da ora si prevede la incondizionata ed irreversibile liberazione, salvo il ricorso, in casi eccezionali, alle clausole generali di salvaguardia del Trattato. La soppressione immediata della restrizione di questi movimenti di capitali è perciò riconosciuta come indispensabile alla realizzazione del mercato comune.

Le transazioni contemplate nella prima categoria comprendono principalmente gli investimenti sotto forma di partecipazioni dirette, gli investimenti immobiliari, i movimenti di capitali a carattere personale, i crediti a breve e medio termine legati a transazioni commerciali.

Per i movimenti di capitali che fanno parte di questa categoria, gli stati membri si impegnano a concedere tutte le autorizzazioni richieste per realizzare le transazioni e i trasferimenti relativi.

Ci si potrebbe chiedere perchè in alcuni casi sussistano le formalità delle autorizzazioni. Il fatto è che, fino a quando alcuni tipi di movimenti di capitali restano sottoposti a restrizioni, sorge il problema del controllo, se si vuole impedire che le restrizioni di cambio ancora in vigore vengano aggirate. È evidente tuttavia che le formalità per l'autorizzazione dovranno essere applicate soltanto a tale scopo di controllo: gli stati membri hanno infatti rinunciato in questo campo all'esercizio della discrezionalità amministrativa.

Le transazioni finanziarie relative a questi movimenti di capitali dovrebbero potersi realizzare allo stesso tasso di cambio al quale si effettuano i pagamenti legati alle transazioni correnti. Tuttavia la direttiva

tiene conto del fatto che, in certi stati membri, i trasferimenti di capitali si effettuano, in tutto o in parte, su mercati particolari, sui quali i tassi dei cambi possono variare al di là dei limiti prescritti per il mercato ove si effettuano i pagamenti riguardanti le operazioni correnti. In generale, gli scarti tra i corsi « ufficiali » ed i corsi « liberi » sono modesti, ma le forti variazioni teoricamente possibili per i tassi di cambio applicati ai movimenti dei capitali potrebbero costituire una minaccia per la loro libertà. La direttiva stabilisce perciò una procedura che permette di evitare che le fluttuazioni di questi corsi superino i limiti oltre i quali la liberazione risulterebbe in linea di fatto compromessa.

La *seconda categoria* di movimenti di capitali comprende le operazioni su valori mobiliari quotati in borsa. Si tratta di titoli che sono già in circolazione e che sono stati negoziati almeno una volta in una borsa del Mercato comune. Come per la prima categoria, si prevede anche qui una liberalizzazione incondizionata, che non potrà essere messa in causa se non nei limiti delle clausole generali di protezione del Trattato.

Contrariamente alla procedura di concessione di autorizzazioni prevista per la prima categoria, la direttiva prevede, per le transazioni della seconda categoria, la concessione di « autorizzazioni generali ». In effetti, la liberazione di tali movimenti di capitali non può realizzarsi praticamente se non quando le operazioni relative sono libere da ogni formalità amministrativa.

A titolo transitorio, la direttiva dà agli stati membri la possibilità di limitare la libertà delle operazioni su titoli stranieri da parte di residenti, riservandola agli istituti finanziari e alle imprese che desiderano acquistare titoli di società estere che hanno lo stesso oggetto sociale.

Per quanto riguarda i trasferimenti relativi a queste transazioni, la direttiva ammette che i tassi di cambio possano fluttuare in misura maggiore che per le operazioni della prima categoria.

Alla *terza categoria* di movimenti di capitali appartengono le operazioni consistenti principalmente nell'emissione pubblica e nel collocamento di titoli sul mercato dei capitali, nell'acquisto di titoli non quotati in borsa, nonché nella concessione e nel rimborso:

— di crediti a lungo termine legati a transazioni commerciali alle quali partecipa un residente,

— di crediti a medio e lungo termine legati a transazioni commerciali alle quali non partecipa nessun residente,

— di prestiti e crediti a medio e lungo termine, non legati ad operazioni commerciali.

Per la terza categoria di movimenti di capitali, la direttiva prevede una liberalizzazione *condizionata*, nel senso che uno stato membro potrà sottometerli a certe restrizioni, o mantenere le restrizioni in vigore, se essi sono tali da ostacolare il perseguimento degli obiettivi della sua politica economica. In questo caso, tuttavia, si prevede che sarà consultata la Commissione, che esamina le misure con le quali gli stati membri possono coordinare le loro politiche economiche, finanziarie e monetarie, per sormontare le difficoltà sopravvenute. Ai termini della direttiva, la Commissione può raccomandare allo stato interessato di sopprimere le restrizioni esistenti.

Questa procedura permette, da un lato di realizzare un notevole progresso sulla strada della liberalizzazione dei movimenti di capitali, e dall'altro di conservare l'elasticità necessaria, fino a quando la coordinazione delle politiche economiche, e monetarie in particolare, rimarrà insufficiente.

Nella *quarta categoria* rientrano soprattutto i movimenti di fondi a breve termine (sotto forma di investimenti sul mercato monetario, di aperture e liquidazioni di conti correnti e depositi, e di concessioni e rimborsi di crediti a breve termine, non legati a transazioni commerciali); qui gli stati membri non assumono alcun obbligo di liberazione.

La prudenza dimostrata su questo punto è motivata dalla grande mobilità e dai rischi di operazioni speculative, che presentano tali capitali. Possiamo tuttavia prevedere progressi anche in questo campo, grazie al graduale sviluppo del coordinamento delle politiche monetarie ed alla conseguente diminuzione dei movimenti di capitali suscettibili di nuocere all'equilibrio dei mercati finanziari e delle bilancie dei pagamenti.

5. Conclusioni.

Come è già stato ricordato, la liberazione dei movimenti dei capitali è un processo che potrà realizzarsi solo gradualmente; il compito delle istituzioni della Comunità, ed in particolare della Commissione, sarà quello di mettere in evidenza ogni possibilità di progresso, a mezzo di esami annuali sul grado di liberazione raggiunto nei vari paesi membri, esami che potranno essere seguiti da nuove direttive. Occorre ricordare, a questo proposito, il ruolo del Comitato monetario, istituito dal Trattato quale organismo di carattere consultivo incaricato di seguire la situazione

monetaria e finanziaria degli stati membri e di formulare pareri, sia su richiesta delle altre istituzioni della Comunità, sia di propria iniziativa. Il suo ruolo nella preparazione della prima direttiva è stato di particolare importanza, e non vi è dubbio che, per l'avvenire, esso contribuirà ad un ulteriore progresso nella liberazione dei capitali in seno alla Comunità.

Allo stato attuale delle legislazioni e regolamentazioni nazionali sui cambi, si è già ottenuto un grado di liberazione relativamente elevato, malgrado vi siano ancora importanti differenze nel livello raggiunto dai vari paesi membri. La portata pratica della direttiva approvata dal Consiglio si basa principalmente sul fatto che una parte notevole delle misure di liberalizzazione, adottate in modo autonomo dagli stati membri, sarà consolidata, cioè sottoposta a regole che impediranno a questi stati di revocare unilateralmente le misure in vigore.

Inoltre, in alcuni stati membri si è avuto un progresso notevole in rapporto alla situazione preesistente, con l'adozione di misure di liberazione degli investimenti diretti, delle operazioni su valori mobiliari, degli investimenti immobiliari e della concessione di crediti a medio termine legati a transazioni commerciali.

Possiamo chiederci quali sono, allo stato attuale, i campi nei quali un'ulteriore liberazione sarebbe desiderabile e suscettibile di essere realizzata senza effetti nocivi per i paesi interessati. Pur sottolineando che si tratta solo di suggerimenti che appaiono, a prima vista, ragionevoli, ma di cui bisognerà verificare accuratamente la fondatezza, i seguenti rilievi potrebbero essere formulati.

La direttiva attuale esclude dai movimenti di capitale soggetti all'obbligo di liberalizzazione le operazioni sulle parti di «fondi comuni di investimento» (investment trusts del tipo «open-end»). Ora, sembra provato che i fondi comuni d'investimento costituiscono un mezzo particolarmente efficace per far progredire l'interpenetrazione dei mercati dei diversi paesi; in conseguenza, è augurabile che si studi la possibilità di accordare loro un regime più favorevole di quello attuale. In secondo luogo, va ricordato che l'emissione di titoli delle imprese del mercato comune sui mercati finanziari degli altri stati membri è ancora vincolata da un certo numero di restrizioni. Una graduale soppressione di tali restrizioni faciliterebbe il livellamento di una delle più importanti condizioni di concorrenza, permettendo alle imprese l'accesso ad un più vasto mercato dei capitali sostanzialmente unificato.

A tale proposito, è opportuno accennare che, se è vero che l'eliminazione delle restrizioni valutarie era l'obiettivo cui lo sforzo di liberazione doveva assegnare un carattere di priorità, è anche vero che restano

da superare altri ostacoli, soprattutto nel campo fiscale e della regolamentazione relativa all'ammissione dei titoli alla quotazione sulle differenti borse. Senza entrare nei dettagli, basti ricordare le ampie divergenze che esistono nei livelli d'imposizione sui trasferimenti di titoli e sull'emissione di nuovi valori mobiliari.

Rimane infine da trarre una conclusione di carattere più generale sul ruolo che una maggiore integrazione dei mercati finanziari può giocare nella formazione di una economia unificata su scala europea. Essa avrà influenza, in primo luogo, sulla coordinazione delle politiche economiche nazionali, che forzatamente assumeranno un nuovo aspetto, una volta private di uno degli strumenti con i quali, dopo la scomparsa dell'automatismo del sistema aureo, si era potuto mantenere un severo controllo dei pagamenti esterni. La libera convertibilità delle divise e la libera circolazione dei capitali significano che l'autonomia nazionale, nel campo della politica monetaria, è limitata «de facto», e che gli stati membri devono praticare politiche economiche armonizzate, che garantiscano lo equilibrio delle bilancie dei pagamenti, e proteggano la fiducia nelle loro monete. Qualsiasi deviazione da questi principi direttivi nel campo della politica economica causerebbe automaticamente perdite di divise, a seguito delle reazioni dei detentori di capitali, sia nazionali che stranieri, e porrebbe il paese in questione davanti a questa alternativa: o ristabilire lo equilibrio tramite misure appropriate conformi alle leggi del mercato, o imporre nuovamente, con il ricorso alle clausole di protezione, le restrizioni che il Trattato di Roma ha appunto per scopo di sopprimere.

Anche sotto questo profilo, quindi, un'ampia liberazione della circolazione dei capitali risponde agli obiettivi del Trattato. Si può certamente ammettere che, anche senza questa liberazione, si potrebbe attuare con successo la coordinazione necessaria, ma, per i motivi già menzionati, la progressiva soppressione delle restrizioni commerciali, non accompagnata da una liberazione dei capitali, metterebbe a dura prova il desiderio degli stati membri di coordinare le loro politiche, e potrebbe imporre loro gravose obbligazioni. La coordinazione sarebbe invece molto facilitata dalla libertà dei movimenti di capitali — che non si svilupperà se non su una base monetaria stabile, ma che contribuirà essa stessa a garantire tale stabilità. Si può anzi dire che il successo in quest'ultimo campo sarà legato direttamente allo sviluppo che assumerà la libera circolazione dei capitali in seno alla Comunità.

CLAUDIO SEGRÉ