

L'analisi

Il grande tonfo del capitalismo di mercato

GUIDO ROSSI

VORREI fornire qualche indicazione sulle questioni totalmente nuove e irrisolte che toccano le recenti dimensioni e strutture sia della società per azioni, sia dei mercati finanziari. A questo proposito ho recentemente usato la metafora del mito della Fenice e della necessità che dalle ceneri del "diritto vivente" nascano nuovi paradigmi e un nuovo ordinamento. La discussione è ora aperta in tutti i Paesi, per gli effetti che la globalizzazione economica ha provocato, squarciando i vecchi schemi. Infatti, le pur multiformi modifiche al sistema internazionale delle imprese introdotte dalla moderna *lex mercatoria*, la quale ha validato il confine imposto dalle legislazioni dei singoli Stati, non hanno potuto fermare le crisi che hanno colpito le società e i mercati finanziari in generale. E ciò è avvenuto anche perché in ogni caso le regole della *lex mercatoria*, dettate dai protagonisti dei mercati, ispirati solo alla tutela dei loro interessi, offrivano strumenti il più delle volte inutili, che soltanto in alcune sporadiche ipotesi sono riusciti a tutelare i contraenti indifesi e ad impedire gli illeciti e le bolle speculative che stanno alla base delle crisi.

SEGUE A PAGINA 39
 Le vere sfide del diritto sono dunque quelle di dover affrontare una realtà (da disciplinare) completamente diversa rispetto a quella che i suoi strumenti tradizionali avevano fin qui regolamentato. Siamo di fronte ad una rivoluzione del sistema economico che il diritto non è stato ancora in grado di seguire, sia perché il suo armamentario ormai superato altro non ha fatto che rendere ancora più complesse le crisi, se non a volte favorirle, sia perché è mancato il coraggio di mettere in discussione i vecchi dogmi e formulare ipotesi di base completamente nuove. Robert J. Shiller (*The Subprime solution*, 2008) ha recentemente dimostrato che anche la *subprime crisis* non può essere risolta con strumenti vecchi di mero intervento pubblico, ma va rivisitata con strutture nuove. La verità è che la crisi è più profonda, poiché la grande società

per azioni è sfuggita, nel suo operare, non solo alle tradizionali categorie giuridiche sulle quali era organizzata, ma a tutti i più recenti originali, e spesso scimmiettati da altri ordinamenti, tentativi di regolamentazione che vanno genericamente sotto il vago nome di *corporate governance*. Anzi la frammentazione della gestione dell'impresa sociale, attraverso la scomposizione degli organi amministrativi in miriadi di comitati, ha all'incontrario favorito il perseguimento di interessi extrasociali e il dissanguamento della società, aiutati da un mercato senza né controlli, né scrupoli e da una fantasiosa e cinica dominanza della finanza sempre più autoreferenziale e distaccata dalla realtà economica dell'impresa. In questo quadro proliferano la speculazione e la crisi che l'economia e il diritto stanno vivendo, in uno stato di semi impotenza, quasi senza capire che non è più tempo di restaurazione...

Le vecchie formule risultano dunque superate. Nelle strutture dei mercati ormai azionisti e creditori, imbrigliati in innumerevoli e sovente opachi strumenti finanziari, stanno perdendo sempre più autonomia fino a confondersi. L'azionista, infatti, è solamente uno degli investitori e non è più il solo a rappresentare l'interesse sociale: con lui concorrono i creditori-finanziatori, gli obbligazionisti nelle varie fattispecie attraverso le quali i loro diritti si possono variegare, le diverse categorie di azionisti sempre più numerose e spesso indecifrabili. Ma concorrono sempre più rilevanti i titolari di prodotti derivati con la varietà di operazioni d'acquisto, di vendita e di conversione, dissimulate spesso da riallocazioni del rischio; i partecipanti alle varie forme di trust, di fondi (dagli *hedge funds* ai fondi pensione e soprattutto ai nuovi irrompenti protagonisti: i fondi sovrani), di prestito di azioni, di *equity swaps* e di tutti gli altri strumenti finanziari che formano un enorme e incontrollato mercato...

L'attuale situazione si presenta assai più complicata rispetto alla semplicità dei sistemi giuridici tradizionali, tant'è che nel capovolgimento generale dei ruoli non deve essere trascurato l'aspetto dei "doveri fiduciari" che gli stessi azionisti organizzati e costantemente attivi possono avere nei

confronti della società e degli altri soci. Al di fuori dei casi tipici di controllo maggioritario e minoritario, che possono alimentare ampi casi di conflitto di interessi, la dottrina e la giurisprudenza unanimi, in tutti gli ordinamenti, sono solite ritenere che gli azionisti non abbiano "alcun dovere nei confronti della società". Tuttavia, le recenti vicende dei mercati finanziari hanno spinto minoranze di azionisti attivi a considerare economicamente razionale il cercare di influenzare direttamente, anche fuori dei canonici contesti assembleari, le scelte degli amministratori. Questo fenomeno, assai diffuso nei maggiori mercati esteri, ha incominciato ad avere anche in Italia una sua non indifferente applicazione, come è stato recentemente dimostrato in una delle più importanti società italiane, le Assicurazioni Generali... Può darsi che l'attivismo dei soci minoritari possa anche essere a volte di stimolo all'operare degli amministratori, ancorché la separazione dei diritti di voto dagli interessi economici, largamente non regolata e spesso nascosta, possa essere strumento di facile perseguimento di interessi extrasociali, diretti o indiretti a grave danno del complesso degli azionisti, quando ad esempio è loro interesse far scendere il prezzo di borsa delle azioni. Il problema dei "doveri fiduciari" degli azionisti e del conflitto di interessi nell'ambito societario si è dunque ampiamente modificato e impone nuovi strumenti di valutazione, affatto difforni da quelli tradizionali.

Un ulteriore fenomeno recente che sta modificando radicalmente le strutture dei mercati finanziari e delle società per azioni è il massiccio investimento dei cosiddetti fondi sovrani (*sovereign wealth funds*). Tendenza questa che suona in modo opposto a quella che sembrava consolidata, nel capitalismo di mercato, delle privatizzazioni. La loro attuale presenza calcolata fra i 3 e i 5 trilioni di dollari ha evidenziato il diverso ruolo che possono assumere i governi in un'economia capitalista: "il capitalismo di Stato opposto dunque al capitalismo di mercato"?... Quel che oggi rileva è che i fondi sovrani sembrano poter costituire una vera alternativa al capitalismo di

mercato. Né può dimenticarsi che proprio i fondi asiatici, del Medio Oriente e di Singapore hanno contribuito a risolvere le recenti crisi di istituti di investimento di straordinaria rilevanza nel capitalismo di mercato, quali Citigroup, Inc., Merrill Lynch & Co., e UBSAG. Ma ancor più anomale sono tutte le forme di *bailout*, di intervento economico del governo americano nei recenti salvataggi bancari... Tullio Ascarelli riteneva che le società per azioni controllate dallo Stato costituiscono una "formula insincera". E ripete oggi Robert J. Shiller che i salvataggi (*bailout*) sono forme di ipocrisia, ai vertici della quale, mi pare, troviamo anche noi il tentativo nostrano di salvataggio governativo dell'Alitalia...

Parlare ancora del "capitalismo di mercato", soprattutto dopo gli interventi del Tesoro americano a salvataggio dei vari istituti finanziari a iniziare da *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, sembra riferirsi a un relitto storico o a un oggetto d'antiquariato. Le azioni preferenziali emesse a favore del Tesoro e la possibilità, con l'emissione di *warrants*, di acquistare fino al 79,9% delle azioni ordinarie, nonché la sospensione del diritto di tutti gli azionisti a favore del Commissario (*Conservator*), sono, si potrebbe dire celiando, la copertura di mercato a un salvataggio pubblico in spreco. Lo stesso dicasi per il grande gruppo assicurativo AIG.

Considerata l'opacità dei fondi sovrani e di altri interventi dei governi nelle società, ritengo che una strada percorribile potrebbe essere, dopo averne imposto la rigorosa "trasparenza", quella di individuare con chiarezza la loro responsabilità sia nei confronti della società, degli azionisti e dei principali *stakeholders*...

Grande rilievo assume, ad esempio, la circostanza che il controllo pubblico su un'impresa non esclude in alcun modo l'applicazione della disciplina *antitrust*. La circostanza che il socio di controllo sia lo Stato o un ente pubblico non incide quindi sulla piena pari-

ficazione della società partecipata a un'impresa privata e sul suo assoggettamento alle regole concorrenziali previste per qualunque imprenditore. Il principio generale che se ne può trarre è, quantomeno, una presunzione in favore dell'applicazione delle regole di diritto (societario) comune anche alla mano pubblica. Tuttavia i *baillout*, i vari salvataggi, nonché gli interventi d'ogni tipo dello Stato nelle società quotate, hanno definitivamente cancellato dalla società per azioni il principio che la perdita del capitale, in caso di insolvenza, si abbatteva sugli azionisti. Nel nuovo capitalismo finanziario le perdite si sono allargate e vengono ormai ripianate dallo Stato, cioè da tutti i cittadini che pagano le tasse. Ma allora quale capitalismo di mercato?...

Insomma, i modelli sui quali erano costruiti il diritto societario e quello dei mercati finanziari sono totalmente fuori uso e inadatti a interpretare le nuove realtà del capitalismo finanziario globalizzato. Né vale a tenerli in piedi qualche fragile e già vetusto strumento, quale il ricorso agli amministratori indipendenti o a nuove, ma stantie definizioni di parti correlate, o la vaga responsabilità sociale per proteggere gli *stakeholders*: espressioni, per dirla con Robert B. Reich (*Supercapitalism*, New York 2007, p. 171 (trad.it., **Razi Editore** 2008) considerate "meaningful as cotton candy" così senza senso come lo zucchero filato. Intanto nei gruppi di società, all'interno enei mercati, il conflitto di interessi ha assunto forme nuove e incomprensibili coi vecchi paradigmi, tanto da colpire anche gli stessi *stakeholders*... Pretendere che gli eventuali conflitti di interessi fra le società e le parti correlate possano, ad esempio, essere risolti affidando le decisioni relative ai cosiddetti amministratori indipendenti, facendoli diventare in determinate fattispecie i veri "capi azienda", snaturandone così la presunta natura e funzione, come vorrebbe la Consob, è frutto di un paradigma vecchio e comunque superato...

Ma che dire dei mercati finanziari sempre meno regolamentati e controllati, dove l'*homo oeconomicus* è stato sostituito dall'*homo ludens* e il maggiore di tali mercati è quello dei *credit default swaps*, nei quali si scommette sull'insolvenza non solo della società quo-

tata ma anche del debito pubblico degli Stati. Il collasso di questo mercato di scommesse incontrollate può essere peggiore delle crisi dei *subprime mortgages*. E vale allora la pena di ricordare ancora la frase di Keynes: "Quando l'accumulazione del capitale di un Paese diventa il sottoprodotto delle attività di un casinò è probabile che le cose vadano male".

Alla domanda: quali nuove sfide per il diritto, la risposta a mio parere è dunque una sola: esiste un'unica sfida. Bisogna che i giuristi incomincino a interrogarsi per rivoluzionare i principi fondamentali e le strutture che hanno finora retto il diritto societario e dei mercati finanziari. Il paragone l'ho già altrove fatto. La società per azioni è al termine della sua stagione. Come all'inizio del seicento per sviluppare il nuovo capitalismo maturò Le Compagnie delle Indie, ora senza tradire il mito, come la Fenice si sta bruciando con gli stessi rami secchi che è andata raccogliendo sui mercati finanziari. Dalle sue ceneri, per affrontare le nuove sfide, deve uscire una nuova fenice. Oggi siamo nel bel mezzo della ricerca. E questa è la sfida per un nuovo paradigma scientifico che deve stare lontano dalle false vuote formule del "capitalismo sociale di mercato" e simili, ma deve incominciare a esaminare senza pregiudizi e preconcetti la nuova realtà che sembra sfuggita di mano. Affidarsi a strumenti superati non solo è perdita di tempo, ma significa dilazionare l'applicazione di strumenti che possano arginare le crisi e che solo il diritto può promuovere.

(Questo testo è un ampio stralcio dell'intervento di Guido Rossi al convegno di studi "I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori", che si tiene a Courmayeur oggi e domani)

