

WORKING PAPER

<b>DOCUMENTO DI LAVORO</b>	non destinato alla pubblicazione
Roma, 20 maggio 1970	

LA FORMAZIONE DI UN MERCATO  
EUROPEO DEI CAPITALI: PROBLEMI E PROSPETTIVE

di Gianni Bonvicini

La realizzazione di un vasto mercato europeo dei capitali, strettamente integrato, riveste, a detta di tutti, una grandissima importanza se si desidera contribuire ad accrescere il benessere nei Paesi della Cee. Se i capitali disponibili potessero essere utilizzati in maniera ottimale su un ampio territorio, fortemente industrializzato, dove le scelte di investimento fossero completamente libere, è probabile che il loro rendimento sarebbe di gran lunga accresciuto. Sfortunatamente siamo ancora molto lontani da tutto ciò. Anzi si riconosce ufficialmente che lo sviluppo di un mercato europeo dei capitali presenta "un evidente ritardo rispetto ai progressi realizzati in altri settori dell'unione economica in corso di attuazione in seno alla Comunità". (1)

Un mercato europeo dei capitali integrato supporrebbe una politica comune nei campi monetario, di bilancio, fiscale ed in quello della bilancia dei pagamenti. In altre parole esigerebbe un alto grado di cooperazione ed un'altrettanta importante limitazione della sovranità nazionale sul piano economico e politico. Il che, oggigiorno, non è ancora avvenuto. L'esigenza di un ampliamento del mercato è però sentita da tutti, ed in particolar modo nel settore degli investimenti, ma vi sono gravi ragioni politiche nazionali, come verremo più sotto esponendo, che ne ostacolano il progresso. Oltretutto bisogna obiettivamente riconoscere

---

(1) Rapporto Segre: "La formazione di un mercato europeo dei capitali" - Bruxelles, nov. 1966, pag. 15.

./.

che il movimento dei capitali non ubbidisce, almeno in parte, alla stessa logica del mercato delle merci: la semplice liberazione degli ostacoli fiscali, a detta di molti, non sarebbe sufficiente ad eliminare le perturbazioni che periodicamente scuotono l'attuale mercato europeo dei capitali, poichè il senso dei loro movimenti sarebbe fatalmente orientato verso le zone a più alta produttività. Si renderebbe quindi necessaria ed urgente una decisione comune per poter canalizzare le risorse finanziarie verso altre regioni ed altri settori socialmente più bisognosi di politiche attive d'investimento: da qui, al coordinamento delle politiche monetarie ed economiche il passo sarebbe, quanto meno, auspicabile. A questo punto, però, il discorso non è più strettamente economico ed in ogni caso le prospettive appaiono proiettate nel lungo periodo; innanzitutto sarà quindi opportuno chiarire quali sono i problemi che travagliano l'attuale mercato finanziario europeo e quali sono gli ostacoli che varrebbe la pena di superare, almeno nel breve periodo.

Un esame piuttosto accurato dei problemi strutturali comuni ai mercati degli Stati membri e degli ostacoli che impediscono la libera circolazione dei capitali è stato fatto nel '66 da un gruppo di esperti, istituito dalla Commissione della Cee, lavoro che si è concretizzato nella pubblicazione di un rapporto sulla "formazione di un mercato europeo dei capitali" meglio noto come "Rapporto Segre". Nel 1969, il 10 marzo, la Commissione ha poi presentato al Consiglio due Memorandum, il primo sulla "necessità e le modalità di un'azione nel settore dei capitali", il secondo sulla "regolazione di certe imposte dirette in vista di facilitare lo sviluppo e l'interpenetrazione dei mercati di valori mobiliari nella Cee". Da questi tre documenti fondamentali e dalle numerose discussioni che ne sono sorte è possibile delineare brevemente un quadro del problema.

Cominciamo innanzitutto dagli ostacoli alla libera circolazione dei capitali in Europa, ed in particolare da quelli più evidenti, gli ostacoli di natura fiscale.

Una delle condizioni essenziali per impiegare il denaro in un paese diverso dal proprio è quella di non dover pagare delle imposte più onerose di quelle che colpiscono i residenti. Ciò non è realizzabile in presenza di un mercato fortemente discriminatore ed in particolare per quanto ri-

guarda:

- a) la doppia imposizione fiscale dei redditi mobiliari;
- b) trattamento preferenziale degli impieghi effettuati nel solo paese del domicilio fiscale o, inversamente, applicazione di oneri particolari ad alcuni paesi membri soltanto;
- c) diverso atteggiamento dei Paesi membri in materia di regime fiscale applicato ai redditi dei capitali mobiliari versati a non residenti o a persone che mantengano l'anonimato.

E' chiaro che il senso dei movimenti di capitali dipende in larga misura dalle imposte che, in ciascun paese, colpiscono le transazioni di borsa, le remunerazioni dei capitali e le emissioni di titoli.

La soluzione di questo problema non appare però molto facile. Se da una parte infatti è necessario mettere su un piede di parità i cittadini dei diversi Stati membri, ciò che suppone un certo cambiamento delle strutture fiscali che attualmente limitano e chiudono i mercati, dall'altra è evidente che questa uniformazione di strutture è fortemente ostacolata dalla ristrettezza del quadro nazionale in cui finora ha agito il mercato finanziario e particolarmente dalla incidenza che essa potrebbe avere sul bilancio nazionale, a causa della diminuzione di certe entrate fiscali.

Un secondo ordine di ostacoli è costituito dalla regolamentazione dei cambi.

All'indomani della guerra praticamente tutti i paesi si sono visti costretti ad apportare notevoli restrizioni alle operazioni di cambio. Man mano che si rimarginavano le ferite causate dal conflitto, queste restrizioni sono state progressivamente ridotte. Tuttavia ancor oggi esistono in taluni paesi membri restrizioni di cambio per importanti transazioni a lungo termine, quali l'emissione di titoli e di prestiti di natura puramente finanziaria, e per tutta una gamma di movimenti di capitali a breve termine. Non solo, ma può accadere che in seguito a perturbazioni interne particolarmente gravi qualche paese membro decida di restringere ancor di più i cambi, come è stato appunto il caso della Francia dopo il maggio del '68.

Collegato a tale genere di ostacoli è quello che si sostanzia nella procedura di elaborazione del "calendario delle emissioni", che indica in quale ordine gli utilizzatori di capitali possono adire al mercato del risparmio disponibile. Di per sé non c'è niente da obiettare contro una ta-

le misura, ma l'esperienza ha dimostrato che tale "calendario" viene spesso costruito con dei fini nettamente discriminatori: in effetti gli stranieri si vedono sistematicamente tenuti in disparte.

Un terzo elemento di freno ad un libero movimento dei capitali nella Cee è costituito dal rischio di cambio.

Fino ad un paio di anni fa sembrava che questo rischio fosse gradatamente destinato a scomparire, e proprio in questo senso si pronunciava il Rapporto Segre, con un ottimismo perfino eccessivo; ora, dopo le vicende della sterlina, del franco e del marco, è ritornato di grande attualità a causa delle grosse perturbazioni che una modificazione di parità può provocare nel mercato dei capitali. E' indubbio che tale ostacolo, più che attraverso una rigidità ancor maggiore nel regime dei cambi, sarà completamente superato solo in caso di una unione monetaria europea.

Ad ogni modo per limitare questo tipo di rischio si sono escogitati svariati meccanismi, fra i quali primeggiano i fondi comuni d'investimento che, fra l'altro, possono suddividere il rischio fra varie monete.

Infine, in questo sommario esame di ostacoli possiamo far rientrare anche le disparità esistenti nei regimi di funzionamento e di controllo degli istituti finanziari: non basta quindi che i privati, a parte gli ostacoli sopra enumerati, siano parzialmente liberi di effettuare tutte le operazioni che comportano i movimenti di capitale fra un paese e l'altro. Affinchè si costituisca un mercato europeo vasto ed efficiente, occorre che gli organismi finanziari possano svolgere la stessa funzione che spetta loro nei singoli mercati nazionali per quanto riguarda sia la raccolta delle risorse che la distribuzione dei fondi. In realtà nei loro collocamenti, gli investitori istituzionali sono soggetti a norme rigorosissime.

Tutto quanto abbiamo sopra descritto porta essenzialmente a tre risultati negativi:

- a) una compartimentazione dei mercati nazionali che, se pure oggi viene invocata per condurre una politica di riequilibrio della bilancia dei pagamenti (incidendo a piacere sulla politica monetaria e di bilancio) e per dare priorità ad alcune esigenze ritenute dagli Stati di importanza fondamentale per il progresso sociale, è tuttavia la meno indicata ad avviare un processo integrativo nel settore dei capitali;
- b) una pericolosa inadeguatezza dei mercati ed un loro conseguente cattivo funzionamento, determinato non tanto da un'insufficienza del risparmio quanto da un difetto di adeguamento reciproco tra l'offerta e la domanda di capi

tali in tale ambito troppo ristretto;

c) una conseguente debolezza nei confronti del cosiddetto mercato dell'eurodollaro che, in mancanza di un'azione coerente dei paesi della Comunità, sarà chiamato a giocare un ruolo sempre più importante nella mobilitazione e nella ripartizione del risparmio europeo. Tale azione è andata assumendo di giorno in giorno un ritmo sempre maggiore e non vi è dubbio che ciò rappresenterà un grso handicap per un futuro mercato europeo dei capitali: si tratterà allora di riconquistare una grossa porzione del risparmio europeo attualmente libero di muoversi senza un effettivo controllo da parte degli Stati europei. Quindi dovranno essere riconsiderati tutti i rapporti che attualmente si sono instaurati fra i mercati dei capitali degli Stati membri, quello dell'eurodollaro, ed il mercato internazionale, oltrechè la cooperazione fra gli istituti finanziari dei paesi terzi e quelli della Comunità. Problemi pressanti, che richiedono l'elaborazione e la definizione di una posizione comune, per rimediare alle attuali distorsioni di impiego delle risorse finanziarie.

Ma quali sono le vie per giungere ad un mercato europeo dei capitali, strettamente integrato?

La Commissione propone, nel I° Memorandum sopra citato, una soluzione in due tempi.

- 1 - Adozione a breve termine di talune misure di liberalizzazione dei capitali e di riduzione delle discriminazioni, quali ad esempio le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative che bloccano l'accesso degli emittenti di altri Stati membri ai vari mercati nazionali e la regolamentazione dei cambi;
- 2 - adozione di talune misure di armonizzazione nell'organizzazione dei mercati nazionali di capitali e nelle regolamentazioni fiscali che possono incidere sui movimenti di capitali. Quindi, modifica dei sistemi fiscali al fine di eliminare tale elemento perturbatore che ha un'influenza decisiva sul comportamento dell'investitore e del risparmiatore nella scelta degli strumenti finanziari; attenuazione delle regolamentazioni applicabili agli investitori istituzionali con lo scopo di ampliarne le funzioni; armonizzazione e potenziamento dei mezzi d'informazione del pubblico; diversificazione ed armonizzazione dei tipi di valori mobiliari offerti al pubblico.

Questo nel breve periodo; nelle prospettive di un'azione a lungo periodo si sottolinea, d'altra parte, che "l'attuazione di un'ampia mobilità dei capitali è inconcepibile indipendentemente dalla necessità di un'applicazione effica-

cemente coordinata degli strumenti della politica monetaria e del ricorso, nella misura adeguata ed al momento opportuno, agli strumenti della politica di bilancio". (2)

E ciò non potrà che essere il risultato di un atto di volontà politica comune.

Coloro che insistono su quest'ultimo punto negano che il superamento degli ostacoli fiscali abbia grande importanza per una normalizzazione del mercato dei capitali europeo; tale stato di normalità potrà aversi solo con l'armonizzazione completa delle politiche monetarie. Nel primo caso, infatti, un mercato finanziario europeo rifletterebbe in modo molto imperfetto e limitato il mercato dell'eurodollaro e non riuscirebbe a minacciarlo; solo nel secondo caso si potrebbe superare questa condizione di inferiorità.

D'altronde anche coloro che accentrano la loro attenzione, almeno nel breve periodo, sull'eliminazione dell'ostacolo fiscale, come condizione necessaria, anche se non sufficiente, alla nascita di un mercato finanziario europeo, non trascurano l'importanza del controllo dei mercati internazionali da parte degli Stati membri; essi sottolineano la necessità di far muovere questi mercati secondo la volontà del potere politico per ottenere quegli effetti che esigenze di carattere produttivo o di progresso sociale faranno apparire necessari al buon funzionamento della Comunità: ma tutto ciò senza dover necessariamente ricorrere ad un'unificazione monetaria.

In definitiva gli approcci più importanti ad una soluzione del problema di un mercato europeo integrato sono grosso modo due. Entrambi partono dalla constatazione che la libera circolazione dei capitali è l'indispensabile complemento di quella delle merci e degli uomini ed un elemento essenziale per lo sviluppo industriale: si tratta ora di vedere se tale libero movimento sia condizione oppure corollario all'unione monetaria ed economica o se invece, e questa potrebbe essere la terza soluzione, esse debbano procedere parallelamente. Non vi è dubbio che in un punto o nell'altro del processo integrativo, che riguarderà il mercato dei capitali, si riproporrà l'esigenza di un'autorità sovranazionale che ne coordini e guidi lo sviluppo: risultato questo, che come già abbiamo accennato, non potrà prescindere da una forte volontà comunitaria: ed è in definitiva quest'ultimo l'ostacolo più grosso da superare.

---

(2) Comm. Comunità Europee: "Necessità e modalità di un'azione nel settore dei capitali" -- Memorandum della Commissione al Consiglio -- Bruxelles, 5 marzo 1968, pag. 5

iai ISTITUTO AFFARI  
INTERNAZIONALI - ROMA

---

n° Inv. 10230

---

29 APR. 1991

---

BIBLIOTECA