

Camera dei Deputati
VI Commissione Permanente
(Finanze)

Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari

Audizione del presidente dell'Assonime
Luigi Abete

Roma, 3 maggio 2011



1. La struttura del sistema finanziario italiano tra banche e imprese

Il sistema finanziario italiano resta strutturalmente caratterizzato dal ruolo dominante delle banche nei flussi di intermediazione, mentre i canali di finanziamento non bancario sono poco sviluppati (figura 1). In particolare, restano trascurabili sia la componente di finanziamento fornita dalla borsa sia quella dei canali di finanziamento mobiliare indipendenti dalle banche (figura 2); l'autofinanziamento rappresenta una quota prossima al 40 per cento, più elevata rispetto agli altri mercati sviluppati, riflettendo la struttura relativamente chiusa del controllo.

La debolezza dei canali di finanziamento non bancari riflette anzitutto il basso peso, tra gli investitori istituzionali, dei fondi pensione, la cui crescita è ostacolata dal peso preponderante della previdenza pubblica e dal trattamento fiscale sfavorevole del risparmio pensionistico privato. Gli altri investitori istituzionali restano prevalentemente controllati da istituzioni bancarie, le quali ne restringono la capacità di collocamento nelle fasi di tensione della propria raccolta. Il sistema bancario mantiene una capacità dominante di collocamento delle obbligazioni proprie presso la clientela: circa la metà sono acquistate dai clienti *retail*, talora anche con rendimenti inferiori a quelli dei titoli di stato; un terzo da altre banche e altre istituzioni finanziarie, anche per le regole sul capitale di Basilea che tuttora consentono accantonamenti ridotti di capitale su questa forma di impiego (figura 3).

2. La dimensione della borsa

La dimensione della borsa è limitata sia in valore assoluto sia in relazione al prodotto interno lordo, come già illustrato dal Presidente della Consob nell'audizione presso codesta Commissione.

Nel confronto europeo, i mercati regolamentati più sviluppati sono Francoforte, con 931 imprese domestiche quotate, Parigi con 765, e Londra con 656. Sul mercato di Londra, il peso della raccolta *equity* per le imprese è accresciuto dalla presenza di un mercato non regolamentato, l'AIM, sul quale sono negoziate le azioni di oltre 1000 società; gli analoghi mercati di PMI in Francia e Germania vedono la presenza di circa 130 imprese ciascuno.

In Italia, a fine 2010, vi erano 286 società quotate, di cui 19 negoziate sui segmenti specializzati dedicati alle PMI, circa lo stesso numero del 2000; ma le nuove ammissioni a quotazione nel decennio sono state 160, con altrettante uscite, indicando che il listino è

caratterizzato da un certo dinamismo ovvero da una insufficiente competitività. La capitalizzazione sul PIL è ridiscesa al 35%, dal 70% del 2000, anche se è il doppio del 1995; nel Regno Unito il rapporto è del 157%, 90% in Francia, 50% in Germania.

L'analisi dei dati indica che raramente la borsa viene utilizzata come canale di finanziamento di nuove iniziative o di aggregazione, più spesso per rafforzare le strutture finanziarie dopo forti aumenti dell'indebitamento o per agevolare la gestione dei rapporti finanziari e i passaggi generazionali tra i membri delle famiglie controllanti. Nella scarsa propensione ad aprire il capitale al mercato continua a pesare un ambiente sociale non favorevole al capitale privato, nel quale mostrare apertamente un'elevata capitalizzazione può esporre a rischi di 'confisca', normativa o fiscale, dei quali purtroppo la storia finanziaria del nostro paese continua a confermare l'attualità.

Peraltro, non può sfuggire che il ruolo delle borse tende a mutare anche a livello internazionale. Gli eventi dell'ultimo decennio hanno indebolito il detto tradizionale secondo cui 'la salute della borsa riflette la salute delle economie', per il forte aumento dell'instabilità dei mercati finanziari, con oscillazioni esagerate dei corsi legate a fenomeni speculativi. Molte imprese di eccellenza hanno scoperto i benefici degli aumenti privati di capitale, che consentono tra l'altro di evitare i costi elevati della quotazione. In effetti, i dati della federazione mondiale delle borse indicano già da tempo una tendenza al calo del numero di società quotate; sul mercato americano queste sono scese da oltre 7000 nel 1997 a circa 4000, e continuano a diminuire.

Ciò non vuol dire che sia meno importante il ruolo del canale *equity* di finanziamento, essenziale nel nostro paese per favorire il rafforzamento patrimoniale e la crescita dimensionale delle imprese; così come è importante aumentare per le imprese la disponibilità di finanziamenti obbligazionari dal mercato dei capitali per progetti di investimento a medio e lungo termine. Ma ciò sarà possibile solo se questi canali di finanziamento sapranno offrire condizioni e opportunità altrimenti non disponibili, e se i costi regolamentari potranno essere ridotti. Spetta al regolatore di creare un quadro normativo nel quale i diversi canali di finanziamento possano competere liberamente a parità di condizioni, offrendo il massimo di opportunità a emittenti e investitori.

Per analizzare il problema, è utile esaminare separatamente l'offerta e la domanda di titoli.

L'offerta di titoli

La nostra borsa è di fatto composta da due livelli relativamente distinti. La parte 'alta' del listino vede ormai pochissime grandi imprese manifatturiere, le grandi banche e assicurazioni, le imprese privatizzate, perlopiù *utilities*. Il problema di questo comparto è che esso continua a restare chiuso all'apporto di capitale da parte del mercato, essenzialmente per l'esigenza di mantenere gli assetti di controllo. Quando investitori forti si presentano per investire, dall'estero ma anche dall'interno, il sistema tende a chiudersi a riccio; invece di promuovere il mercato, troppo spesso la politica interviene a sostegno dei gruppi esistenti di controllo. L'effetto finale è di mantenere bassa la capitalizzazione e di frenare gli investimenti, spesso proprio in settori dove sarebbero massimi i guadagni di efficienza. Anche se sistemi analoghi tendono talora a prevalere anche negli altri paesi continentali – ma non nei paesi nordici né in quelli di tradizione anglosassone – il costo per noi è più elevato, data la carenza di capitale e di investitori forti all'interno. Dovremmo convincerci che, più del passaporto, conta la qualità dell'investitore.

Nella parte 'bassa' del listino, troviamo i campioni del *made in Italy*, il quarto capitalismo, le imprese internazionalizzate e di successo. Accanto ad esse ve ne sono almeno mille con tutti i requisiti per entrare con successo sul mercato di borsa, che però non entrano. Non è infrequente il caso di imprese che, dopo essersi quotate, scelgono di nuovo di uscire perché, con i corsi bassi, il capitale costa di più, ma anche perché gli imprenditori sanno che le loro aziende valgono di più, mentre la capitalizzazione di borsa le fa apparire povere. Molte imprese che sono potenzialmente di livello globale non usano la borsa per espandersi, perché è un capitalismo cresciuto in un paese che non ha mai riconosciuto piena cittadinanza al profitto, che nel secolo passato almeno ogni dieci anni, da Giolitti in poi, ha fatto o minacciato espropri del capitale e dei diritti degli azionisti. Non può sorprendere che l'imprenditore abbia sviluppato una tendenza a tenere un profilo basso, ad apparire indebitato e poco capitalizzato, a limitare le ambizioni. Andare in borsa è in antitesi con queste convinzioni. Per superare questi limiti, serve anzitutto un mutamento profondo nell'ambiente culturale e sociale, che induca tutti ad elevare la dimensione media delle imprese e che, non solo riconosca piena legittimità e tutela al profitto, ma veda anche nell'impresa il veicolo centrale dello sviluppo, da tutelare e proteggere da ogni vessazione normativa e fiscale.

La domanda

Dal punto di vista della domanda di *equity* e altri titoli emessi da imprese, le condizioni di base sarebbero favorevoli. Dopo tutto, l'Italia è uno dei paesi con la più alta propensione al risparmio e un basso debito privato. Non esiste però uno zoccolo duro di investitori istituzionali e di fondi pensione, anche perché la cornice normativa e fiscale non li agevola.

Inoltre, come si ricordava, il ruolo delle banche nella struttura proprietaria dei pochi investitori istituzionali è rilevante. Molte banche, infatti, hanno scarso interesse a sviluppare un mercato azionario e obbligazionario '*corporate*', che può loro apparire come un concorrente, mentre l'attività di *investment banking* resta estranea alle loro tradizioni e culture aziendali. Peraltro, quando hanno voluto, le banche hanno sviluppato in modo vigoroso altri comparti del mercato mobiliare, dal mercato dei *covered warrant* a quello dei titoli di stato.

L'unica banca d'affari di rilievo anche internazionale resta Mediobanca, affiancata da giocatori interni di minori dimensioni. Tra gli investitori, un ruolo crescente viene svolto da fondi di *private equity* stranieri. La creazione di fondi pubblici di sostegno alla capitalizzazione può essere un corollario, non la soluzione del problema.

3. L'evoluzione della regolamentazione

In questo quadro, il disegno del sistema delle regole non ha contribuito a incentivare la quotazione delle imprese. Negli anni recenti il nostro sistema regolamentare per i mercati finanziari è stato caratterizzato da una moltiplicazione di regole dettagliate e complicate, spesso più stringenti di quanto chiesto dalle direttive europee. A noi pare arrivato il tempo di rivedere il sistema in un'ottica di semplificazione e chiarificazione. Regole più restrittive di quelle dei mercati concorrenti dovrebbero essere mantenute solo eccezionalmente, in base a rigorosi test di necessità e proporzionalità.

La semplificazione delle regole

Il sistema delle regole del mercato finanziario è sempre più complesso per gli emittenti. La disciplina proviene da una pluralità di fonti: organismi sovranazionali come *Financial Stability Board*, OCSE, IOSCO; istituzioni comunitarie come Parlamento Europeo, Consiglio e Commissione (quest'ultima anche con atti propri), agenzie europee (CESR, ora ESMA); soggetti nazionali (Governo e Parlamento, autorità di vigilanza); comitati per l'autodisciplina.

Il flusso di nuove leggi e regolamenti è continuo. In molti casi è migliorata la trasparenza dei processi attraverso consultazioni che consentono al mercato di esprimere pareri.

La complessità della disciplina costituisce uno svantaggio competitivo per gli emittenti e disincentiva gli investitori: una semplificazione del quadro normativo è possibile a parità di efficienza e di tutela degli investitori. La predisposizione di testi unici delle normative, primarie e secondarie, può contribuire a semplificare l'adempimento degli obblighi.

Un passo importante in questa direzione è stato recentemente compiuto dalla Consob, che ha costituito tavoli di lavoro sulla semplificazione della regolamentazione con la partecipazione dei rappresentanti del mercato finanziario.

La stabilità delle regole

Spesso le nuove norme intervengono a modificare le regole del gioco in corso di partita. L'instabilità delle regole è un costo rilevante per gli emittenti e fonte di errori nell'applicazione della disciplina e, soprattutto, dà agli investitori nazionali ed esteri l'impressione di un paese nel quale la certezza del diritto può essere sacrificata per tutelare specifici interessi.

In passato la Consob programmava una revisione annuale dei regolamenti: naturalmente provvedimenti di emergenza erano emanati senza aspettare la revisione annuale, ma questo rappresentava l'eccezione. A tal proposito sarebbe utile che la Consob pubblicasse il proprio definitivo regolamento di attuazione in materia di adozione degli atti regolamentari, dopo le due consultazioni pubbliche del 2007 e del gennaio 2010.

Disciplina nazionale e disciplina comunitaria

Nella trasposizione della disciplina comunitaria, la tendenza del legislatore e del regolatore delegato è stata quella di aggiungere obblighi, sia per gli strumenti finanziari che per i loro emittenti. Attualmente la nostra normativa prevede obblighi addizionali per tutte le tipologie di mercato regolamentato: ad esempio, per la pubblicazione di documenti su operazioni straordinarie, la disciplina delle operazioni con parti correlate, la trasparenza sui paradisi fiscali, i requisiti di quotazione per emittenti aventi società controllate in paesi extra-UE. In altri casi, il legislatore ha recepito le direttive comunitarie, generalmente di armonizzazione minima, mantenendo tuttavia le più stringenti regole già previste a livello nazionale.

Il disallineamento delle norme produce tra l'altro difficoltà applicative e altri effetti controproducenti. Ad esempio, sorgono rilevanti difficoltà di *compliance* nei flussi informativi infragruppo per emittenti italiani che abbiano società controllate in altri paesi europei¹. Le nostre soglie di comunicazione delle partecipazioni rilevanti sono le più basse d'Europa, contribuendo a scoraggiare l'investimento.

Una questione specifica si pone, in questo contesto, per la disciplina sulle offerte pubbliche d'acquisto, dove sarebbe utile tornare al regime del Testo unico della finanza del 1998, anzitutto ripristinando pienamente la regola di passività del *management* nel periodo dell'offerta, e prevedendo la decadenza di ogni limite all'esercizio del voto in assemblea.

Similmente sarebbe opportuno un ripensamento della disciplina degli avvisi a mezzo stampa. Il d.lgs. n. 101/2009 e una delibera attuativa transitoria della Consob del 2009 hanno ripristinato gli obblighi di pubblicazione a mezzo stampa di alcune informazioni – tra i quali gli avvisi di convocazione delle assemblee e gli avvisi di pubblicazione dell'avvenuto deposito della documentazione contabile periodica. Si suggerisce quindi di eliminare o quantomeno ridurre tali obblighi, non previsti dalla normativa comunitaria.

4. L'ammissione a quotazione

L'attività di "*listing*" si concretizza sia nella fissazione, *ex-ante*, di requisiti organizzativi e di regole di trasparenza per la quotazione su mercati regolamentati, sia nell'attività di vigilanza sul mantenimento di tali requisiti e il rispetto delle regole di trasparenza. Questa attività può essere attribuita all'autorità di vigilanza o a quella che gestisce il mercato. Nel mercato finanziario italiano vi è un sistema misto, con competenze divise tra la Consob e Borsa Italiana.

L'ingresso di Borsa Italiana nel London Stock Exchange Group (LSEG) e il recente annuncio della possibile fusione di LSEG con le borse canadesi (TMX) può indurre a riconsiderare tale distribuzione delle competenze. L'eventuale attribuzione alla Consob delle competenze per il *listing* attualmente assegnate a Borsa Italiana richiede, tuttavia, che

¹ Il legislatore, in sede di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, ha esteso rispetto alla direttiva (anche se in linea di continuità con la legislazione italiana prima vigente), gli obblighi di comunicazione *price sensitive* per le società quotate sia ai loro controllanti che alle informazioni delle controllate. Simile estensione è stata prevista per gli obblighi di tenuta dei registri degli insider. In tal modo, si è creato un rilevante problema nel caso di gruppi *cross-border*, qualora, per esempio, le controllate estere non forniscano le informazioni rilevanti alla controllante quotata in Italia poiché potrebbero violare il proprio diritto societario nazionale.

l'efficienza e la rapidità di risposta attualmente assicurate da Borsa Italiana siano mantenute nel nuovo assetto.

L'organizzazione dei mercati

Per avviare un intervento di semplificazione dei requisiti organizzativi e delle regole di trasparenza appare opportuna una riflessione più generale sul ruolo e sulla struttura dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF).

In luogo di mercati regolamentati soggetti a obblighi ulteriori rispetto a quelli comunitari e di MTF cui nei fatti si sono estesi gli obblighi gravanti sugli emittenti quotati, uno scenario organizzativo più semplice e attraente, nonché compatibile con il complesso delle norme comunitarie, potrebbe essere quello di un sistema di mercati *equity* a tre livelli:

- i. un mercato regolamentato "base" per tutte le quotate, con obblighi in linea con le direttive comunitarie, quindi semplificati rispetto all'attuale disciplina;
- ii. un mercato regolamentato di eccellenza, Star o Premium, ad adesione volontaria da parte di tutte le società che lo desiderino, caratterizzato da una disciplina più rigorosa, anche in tema di *governance* (ad esempio, maggioranza di indipendenti nei consigli di amministrazione, disciplina rigorosa delle operazioni con parti correlate, flottante elevato, tempistica abbreviata per la presentazione dei documenti contabili);
- iii. un MTF sul quale si negozino titoli di imprese non quotate sul mercato regolamentato, non accessibili a investitori *retail*, aperto solo a investitori professionali (istituzionali e *private equity*), con requisiti solo di trasparenza, l'eventuale presenza di un NOMAD e di uno *specialist* che dia spessore al mercato. La disciplina base dovrebbe essere contenuta nei regolamenti degli MTF senza ingerenze da parte del legislatore/regolatore.

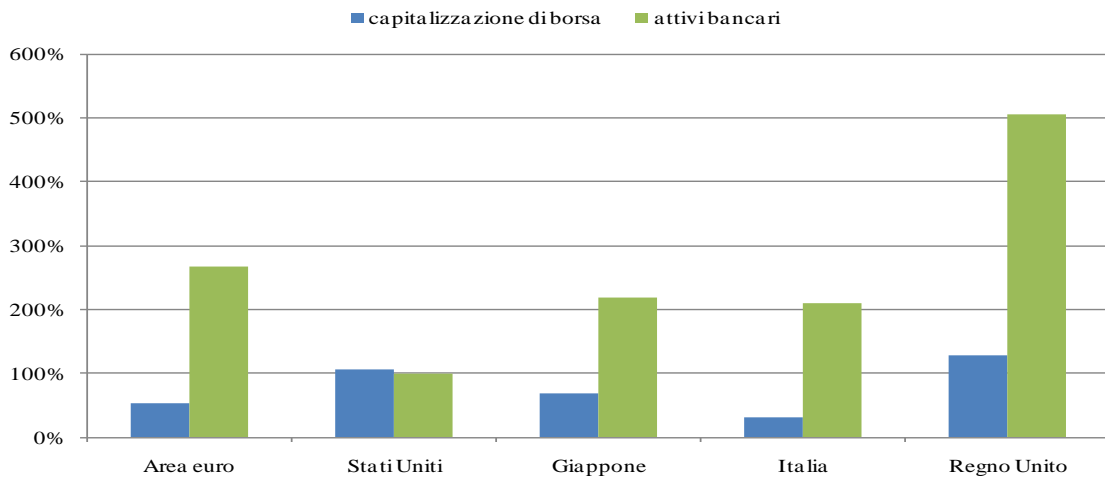
La soluzione proposta affronta il tema delle PMI quotate senza creare uno speciale segmento di quotazione: un approccio al quale restiamo contrari, anche per le difficoltà di identificare una nozione unica di PMI a livello europeo.

Piattaforme di negoziazione e frammentazione degli scambi

La competizione tra piattaforme di negoziazione è stata accentuata dall'introduzione in Europa della direttiva Mifid. In realtà, dal punto di vista degli emittenti, il mercato di *listing* (cioè di quotazione principale su domanda) è in genere rimasto quello nazionale. Sono nati anche alcuni sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) specializzati nell'attività di *listing*, che però in realtà non competono con le borse principali, delle quali spesso sono emanazioni e alle quali servono per ampliare l'offerta di servizi di negoziazione. Su queste piattaforme di *trading* i titoli già quotati sono scambiati senza richiesta degli emittenti, i quali non hanno neanche accesso alle informazioni sugli scambi. Dai quali pure possono derivare variazioni significative dei prezzi sul listino principale.

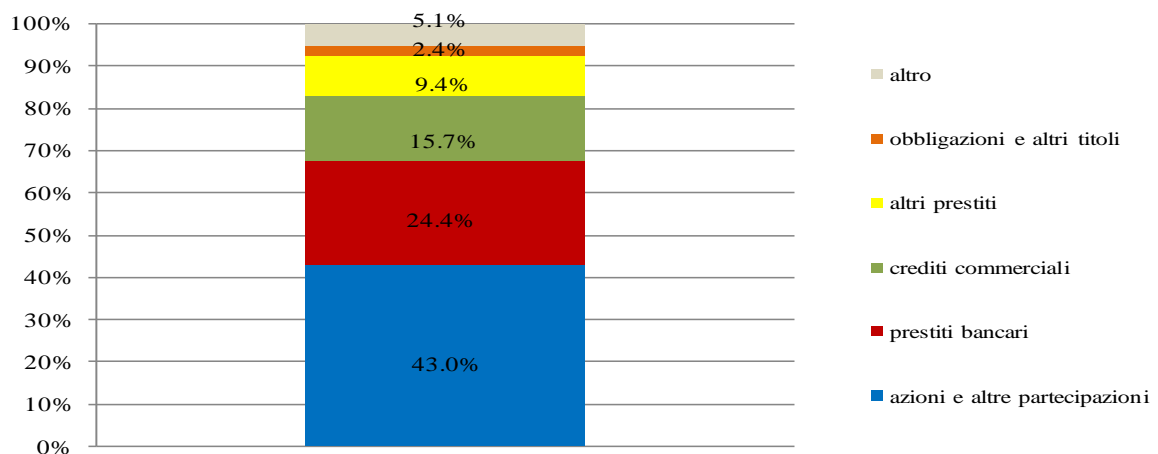
La revisione in corso della direttiva Mifid offre l'opportunità di previsioni che assicurino un effettivo consolidamento e la pubblica disponibilità delle informazioni sugli scambi.

Figura 1. Struttura del sistema finanziario: capitalizzazione di borsa e attivi bancari*, 2009 (% del PIL)



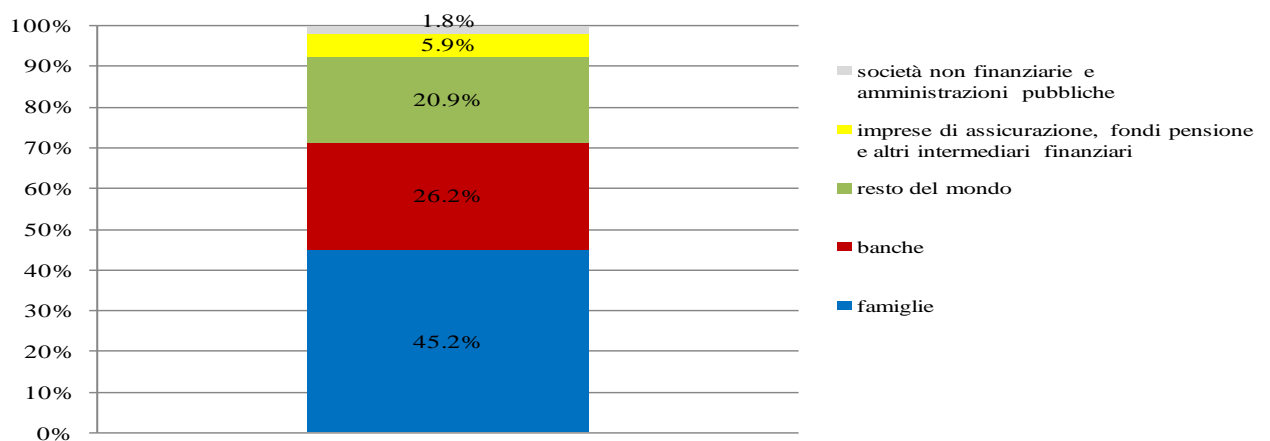
* Banche commerciali. Fonte: FMI, *Global Financial Stability Report*, Aprile 2011.

Figura 2. Passività finanziarie delle imprese italiane, 2009 (% sul totale)



Fonte: Banca d'Italia.

Figura 3. Detentori delle obbligazioni bancarie, 2009 (% sul totale)



Fonte: Banca d'Italia.