

# Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Giuseppe Vegas

Milano, 9 maggio 2011



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Il contesto internazionale e le sfide per il nostro Paese
2. Il ruolo della Consob
3. La semplicità delle regole e la credibilità dell'*enforcement*
4. La tutela degli azionisti di minoranza e lo sviluppo della borsa
5. Il mercato del controllo societario
6. Il rilancio del mercato azionario italiano
7. La vigilanza finanziaria europea

*“Corruptissima re publica plurimae leges”*  
Tacito, *Annales* (III, 27)

Autorità, Signore e Signori,

anche a nome della Commissione desidero ringraziarvi per la vostra presenza che testimonia l'interesse per il nostro operato e per la nostra piazza finanziaria. Desidero altresì ringraziare il Presidente del Senato che ha voluto inviare un messaggio per l'occasione.

Un saluto va al mio predecessore, Lamberto Cardia, per l'equilibrio e la determinazione con cui ha saputo guidare la Consob in un periodo di grandi riforme e di vicende di mercato di portata eccezionale. Esprimo la mia gratitudine anche al professor Vittorio Conti, che ha dato continuità all'operato dell'Istituto in attesa che esso tornasse a operare nella composizione stabilita dalla legge. Porgo il benvenuto al consigliere Paolo Troiano e al segretario generale dottor Gaetano Caputi. Colgo l'occasione per ringraziare, a nome mio e della Commissione, i dirigenti e il personale tutto della Consob, per l'impegno profuso quotidianamente con serietà e competenza.

Un sentito ringraziamento per la rinnovata ospitalità va anche alla città di Milano e a Borsa Italiana, di cui la Consob ha ripercorso la storia e il ruolo nell'economia nazionale in una ricerca, oggi in distribuzione, predisposta in occasione della ricorrenza del 150° anniversario dell'Unità d'Italia. Il primo a volere l'incontro con la comunità finanziaria nel 1997 è stato Tommaso Padoa Schioppa, che ricordo con un sentimento di profonda stima; da allora questo incontro è per la Consob un momento importante di interlocuzione con le imprese e i risparmiatori.

Il ruolo della Consob nello sviluppo del sistema finanziario rende doveroso l'ascolto e la considerazione di tutti coloro

che vi operano oggi e di coloro che vi si affacceranno in futuro, alle condizioni che altri avranno contribuito a definire.

Ecco perché l'Istituto si è già aperto al mercato avviando un confronto con l'industria e le associazioni dei consumatori sui temi della semplificazione delle regole, della competitività del sistema finanziario e dei modelli di intermediazione bancaria. Ecco perché la giornata di oggi accoglierà non solo la relazione che mi accingo a presentare ma anche le riflessioni dell'ingegner Paolo Scaroni, Amministratore Delegato di Eni e Deputy Chairman del London Stock Exchange, e di Federica Andrighetto, studentessa dell'Università Bocconi, ai quali esprimo la mia gratitudine per aver accettato di intervenire.

## **1 Il contesto internazionale e le sfide per il nostro Paese**

Nonostante l'avvio della fase di inversione ciclica, il nostro Paese mostra una crescita debole, inferiore a quella di altre economie avanzate, e connotata da numerosi elementi di fragilità. Le tensioni geo-politiche nell'area nordafricana e gli eventi che hanno funestato il Giappone rendono ancora più incerto il quadro congiunturale. La crisi del debito sovrano in alcuni paesi periferici dell'area euro e la bolla nelle quotazioni delle materie prime minano ulteriormente le prospettive di crescita.

Il sistema bancario italiano rimane tuttavia solido; le famiglie mantengono livelli di indebitamento più bassi rispetto a quelli di altri paesi industrializzati e la situazione dei conti pubblici beneficerà delle manovre di contenimento della spesa.

Esistono i presupposti affinché l'Italia riprenda a crescere. L'impulso allo sviluppo non potrà più venire dalla spesa pubblica ma dal risparmio privato, dal dinamismo imprenditoriale, dalla valorizzazione dei talenti e delle eccellenze dei nostri giovani e dagli investimenti in ricerca e sviluppo.

Nel nostro Paese vi sono numerose imprese che rifuggendo le sirene dei sussidi pubblici sono diventate, solo con le

proprie forze, *leader* mondiali. Esse costituiscono un esempio importante per tutte le altre.

Occorre rimuovere gli elementi di frizione e le strozzature che impediscono al nostro Paese di utilizzare al meglio le risorse disponibili: l'elevato debito pubblico, le imperfezioni nei mercati del lavoro e dei prodotti, le carenze nei settori dell'istruzione e della ricerca e l'illegalità diffusa in ampie aree del territorio sono solo alcuni dei problemi con i quali oggi ci confrontiamo, ai quali si aggiungono fattori che rendono il nostro Paese poco attraente anche per gli investitori esteri, come un'eccessiva lentezza della giustizia civile e un contesto legale fatto da troppe norme. La produzione legislativa si è oramai attestata attorno alle 15.000 pagine annue: chilometri di leggi che creano lavoro solo per la professione forense e per i Tribunali; in questo quadro la regolamentazione primaria e secondaria sui mercati finanziari sfiora le 700 pagine.

Individuare gli ostacoli alla crescita è il primo passo per definire una linea d'azione per il futuro, ma non basta: occorre un approccio trasversale che mobiliti tutti i protagonisti del sistema economico e finanziario verso il fine ultimo di creare sviluppo. Per questo vanno coordinati gli interventi pubblici e le iniziative del settore privato, al fine di rendere socialmente accettabile l'inevitabile *trade-off* fra sviluppo ed equità, fra efficienza e protezione dei soggetti più deboli.

In questo contesto la tutela del risparmio costituisce uno snodo decisivo per assicurare che i redditi da capitale, integrando i redditi da lavoro e da pensione, svolgano la funzione di una sorta di "ammortizzatore sociale privato" supplendo, in una fase di crisi come quella attuale, alle carenze del sistema di *welfare* pubblico. Il risparmio svolge anche una indispensabile funzione ai fini dello sviluppo: esso costituisce infatti un ponte fra generazioni, poiché i suoi frutti possono contribuire ad assicurare ai giovani un futuro meno incerto di quello che adesso si prospetta loro.

## 2 Il ruolo della Consob

Alla Consob è affidato il duplice ruolo di proteggere gli investitori e di promuovere la crescita del mercato finanziario. La tutela dei risparmiatori e il finanziamento degli investimenti delle imprese non possono prescindere da un mercato dei capitali liquido ed efficiente.

La contrapposizione fra sviluppo del sistema finanziario e tutela degli investitori è solo apparente: in un mercato dei capitali integrato, un eccesso di protezione che aumenta i costi della regolazione porta direttamente a uno spostamento delle attività di intermediazione mobiliare verso ordinamenti più permissivi. L'utilizzo del passaporto, previsto dalle direttive europee, consente poi a imprese e intermediari di raccogliere il risparmio nel nostro Paese – che ne ha un vero e proprio giacimento – rimanendo sottoposti agli *standard* di vigilanza di altre realtà economiche.

La tensione tra i due obiettivi scompare nel lungo periodo: in un mercato dei capitali ben sviluppato e con una forte presenza di investitori istituzionali aumenta la dialettica societaria, la robustezza dei meccanismi di *governance* e l'incisività dello scrutinio della comunità finanziaria sui comportamenti di imprese e intermediari.

Il rischio di un conflitto fra protezione dei risparmiatori e sviluppo del mercato nasce in realtà da approcci formalistici. L'azione di regolazione e di *enforcement* deve invece guardare alla sostanza dei fenomeni e deve gestire i rischi di arbitraggio tra ordinamenti che nascono dalla divergenza tra prassi di vigilanza delle Autorità nazionali anche quando i sistemi di regole sono perfettamente armonizzati a livello internazionale.

Ma soprattutto tale azione deve sottrarsi alla tentazione di inseguire la "regola perfetta" o le pressioni verso una *over-regulation* che inevitabilmente emergono dopo le grandi crisi finanziarie. Tentare di controllare l'intero perimetro delle attività finanziarie è una scommessa persa in partenza perché l'innovazione, gli arbitraggi e la dimensione globale dei mercati ne modificano continuamente i contorni, tanto da dare origine a prodotti che possono diventare sempre più opachi e tossici e far

crescere i cosiddetti "sistemi ombra". Questi fenomeni possono aprire strappi profondi nelle maglie della regolazione ed essere potenzialmente forieri di nuove "bolle". Rispetto ad alcuni prodotti è giunto il momento di interrogarsi sull'opportunità di vietarne la distribuzione ai risparmiatori.

Le Autorità devono darsi l'obiettivo di porsi a presidio dei possibili rischi derivanti dall'innovazione finanziaria.

In un contesto di risorse limitate è impossibile coprire tutta l'area dei casi potenzialmente sospetti. Una regolazione perfetta non serve se le Autorità non sono in grado di svolgere una vigilanza che intercetti i fenomeni di maggiore gravità e lesività e comminare sanzioni tempestive e dissuasive.

La Consob intende raccogliere questa impegnativa sfida sia in ambito nazionale sia in ambito internazionale.

Su questi temi l'Istituto ha avviato un dialogo strutturato con gli attori del mercato finanziario domestico e un intenso confronto in seno alla nuova Autorità di vigilanza europea per il settore dei mercati mobiliari (*European Securities and Markets Authority* – Esma).

### **3 La semplicità delle regole e la credibilità dell'*enforcement***

La complessità delle regole non aiuta lo sviluppo del sistema finanziario e può risultare dannosa per la tutela del risparmiatore. È necessario un sistema di norme chiare e di semplice applicazione supportato da un sistema sanzionatorio inflessibile.

Un esempio di regolazione eccessivamente complessa è costituito dalla disciplina sui prospetti informativi.

Non solo i prospetti contengono informazioni non adeguate rispetto alle esigenze conoscitive e alla cultura finanziaria media degli investitori al dettaglio, ma si sono affermate prassi di vigilanza molto diverse in ambito europeo, che vanno dalla semplice verifica della presenza delle informazioni richieste dalla disciplina (cosiddetto *box ticking*) fino a controlli molto pervasivi,

che hanno creato opportunità per arbitraggi fra paesi, con il rischio di una sorta di concorrenza sleale.

Le disomogeneità possono penalizzare il nostro sistema, incentivando gli emittenti domestici a scegliere giurisdizioni più permissive; emerge il rischio che si abbassi di fatto il livello di tutela degli investitori italiani, ai quali gli emittenti (spesso "estero-vestiti") possono comunque continuare a rivolgersi utilizzando lo strumento del passaporto europeo.

La soluzione a questo problema va ricercata dunque nella tendenziale semplificazione e standardizzazione dei documenti di tutte le categorie di prodotti consegnati ai risparmiatori. Questi ultimi devono poter scegliere confrontando le alternative di investimento con facilità.

La semplificazione potrebbe inoltre rendere più attrattiva la nostra piazza finanziaria per gli emittenti che hanno già scelto, o intendano farlo, di quotarsi all'estero.

In ambito comunitario si tratterebbe di estendere ai vari prodotti finanziari l'approccio già adottato per i fondi comuni di investimento con l'introduzione del cosiddetto *key investor information document* (KIID), due pagine senza termini tecnici e di facile lettura. In tal senso la revisione della Direttiva Prospetto e il progetto di armonizzazione della disciplina dei prodotti complessi (cosiddetti *packaged retail investment products* o PRIIPs) costituiscono importanti occasioni per riscrivere regole che, in un rovesciamento di prospettiva, siano calibrate sui bisogni reali dei risparmiatori piuttosto che su un'astratta esigenza di coerenza con i principi del quadro normativo di riferimento.

La Consob sta già riflettendo sulle modalità di semplificazione dei prospetti dei prodotti non azionari e ha avviato un tavolo di lavoro con i rappresentanti dell'industria e delle associazioni dei consumatori per vagliare, in un primo approccio, uno snellimento delle procedure di approvazione e dei contenuti dei prospetti relativi agli strumenti finanziari più semplici – quelli che potremmo definire obbligazioni "da banco" – individuati sulla base di criteri certi, quali la semplicità, la durata e la liquidabilità.

La credibilità delle regole è fondamentale per assicurare la fiducia dei risparmiatori nei mercati e per favorire la crescita di



un sistema finanziario, ma la credibilità delle regole dipende dalla tempestività e dall'efficacia dell'azione di *enforcement*.

Un apparato sanzionatorio esorbitante e non proporzionato alla gravità degli illeciti è controproducente. Crea sfiducia nella forza deterrente delle sanzioni, perché la risposta delle istituzioni chiamate ad applicarle non può che essere tardiva; genera incertezza del diritto, per la difficoltà dei destinatari di individuare gli elementi che configurano condotte sanzionabili e per le inevitabili disparità di trattamento nell'applicazione delle regole; induce a commettere violazioni, nella ragionevole speranza dell'impunità.

Analoghi effetti sortisce un'azione di vigilanza che pone sul medesimo piano illeciti "bagatellari" e condotte profondamente lesive degli interessi dei risparmiatori e del mercato.

La Consob intende modulare la vigilanza sulla base di un principio di priorità, al fine di colpire con rapidità e severità i comportamenti più gravi. Alcune misure per migliorare l'azione di accertamento e rendere più rapida ed efficiente l'eventuale applicazione delle sanzioni, anche attraverso la valorizzazione dello strumento della vigilanza ispettiva, possono essere adottate dall'Istituto nell'esercizio della propria autonomia organizzativa.

Altre misure richiedono invece una riconsiderazione dell'impianto sanzionatorio del Testo unico della finanza secondo un approccio che guardi alla sostanza. In alcuni casi occorrerebbe graduare la punizione all'importanza dell'illecito, in altri bisognerebbe aumentare la flessibilità dell'intervento, consentendo l'interruzione del procedimento sanzionatorio quando è possibile rimuovere tempestivamente i comportamenti sanzionabili.

Modifiche di questo tenore avrebbero il pregio di liberare risorse per l'accertamento e la repressione delle condotte più gravi, aumentando così l'efficacia e la capacità dissuasiva delle sanzioni, a beneficio di una migliore tutela dei risparmiatori.

## 4 La tutela degli azionisti di minoranza e lo sviluppo della borsa

La *corporate governance* e i meccanismi cosiddetti endo-societari di tutela delle minoranze rivestono un ruolo assai rilevante per lo sviluppo dei mercati azionari. Il nesso di causalità, documentato da un'ampia letteratura economica, è semplice: se il diritto societario protegge adeguatamente gli azionisti di minoranza, il risparmio affluisce alle imprese attraverso la borsa e la proprietà azionaria si estende. È una dimostrazione che il *trade-off*, al quale prima accennavo, in realtà non esiste: se gli azionisti di minoranza sono protetti, il mercato azionario si sviluppa; all'opposto, mercati azionari poco sviluppati e alta concentrazione degli assetti proprietari possono essere sintomi di una loro insufficiente tutela.

A questo scopo, dall'entrata in vigore del Testo unico della finanza, le regole poste a tutela degli azionisti di minoranza hanno conosciuto innovazioni di rilievo. È stata aumentata la contendibilità del controllo attraverso una nuova disciplina dell'Opa; sono stati mutuati dai sistemi più avanzati di *common law* alcuni istituti relativi alla tutela delle minoranze, come la possibilità di esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori; è stata agevolata la partecipazione alla vita societaria, intervenendo sulle norme per la convocazione dell'assemblea e per l'esercizio del diritto di voto. Il regolamento sulle operazioni con parti correlate e gli interventi in materia di remunerazioni degli amministratori costituiscono gli ultimi tasselli di un mosaico normativo volto a potenziare la trasparenza delle società quotate e a disciplinarne i conflitti di interessi.

Eppure nel caso italiano questa relazione sembra non aver funzionato. Il nostro mercato azionario continua a essere poco sviluppato e caratterizzato da assetti proprietari concentrati.

Nel periodo 1998-2010 il numero di società controllate di diritto o di fatto è aumentato da 156 a 178, sebbene il peso in termini di capitalizzazione sia calato di 8 punti percentuali, mentre la quota media detenuta dal primo azionista è rimasta pressoché stabile, passando dal 47 al 45 per cento.

La presenza degli investitori istituzionali, che oggi trovano nel quadro normativo strumenti adeguati per una partecipazione incisiva alla vita societaria, non è sostanzialmente mutata negli ultimi 10 anni considerati, se non per la nazionalità di tali soggetti. Da una situazione di sostanziale parità nel 1998, quando sia gli istituzionali esteri sia quelli italiani con partecipazioni superiori al 2 per cento erano presenti in circa una società su quattro, si è passati, a fine 2010, a una presenza degli investitori esteri nel 40 per cento delle società e di quelli italiani nell'8 per cento.

Il fenomeno del cosiddetto *interlocking* continua a essere diffuso: a fine 2010, circa il 74 per cento delle società quotate aveva un consiglio composto da almeno un membro con incarichi in altre società quotate; per 45 emittenti l'*interlocking* riguardava oltre il 50 per cento dei componenti.

Occorre riflettere sulle ragioni per cui nulla è cambiato negli assetti proprietari e di controllo nonostante il miglioramento del quadro normativo a tutela delle minoranze. Un'ovvia spiegazione è legata al fatto che sin dal Dopoguerra l'Italia è stata caratterizzata da un sistema di proprietà fondato su famiglia e Stato, nel quale le imprese hanno faticato ad arrivare in borsa, mentre le società di grandi dimensioni si sono avvalse di forme di controllo basate su gruppi piramidali o sindacati di voto, che le hanno rese scarsamente contendibili riducendo la propensione dei risparmiatori verso l'investimento azionario.

Inoltre un simile approccio ha avuto l'effetto di scoraggiare la quotazione e ha indotto gli azionisti di riferimento a mantenere la partecipazione sopra il 50 per cento.

È tempo di un diverso approccio culturale, che superi quello in base al quale è meglio disporre di una solida quota di controllo in un'impresa che, per questo motivo, è costretta al nanismo, piuttosto che mantenere una partecipazione, magari più risicata, in un'impresa che cresce ed è in grado di aggredire i mercati mondiali.

Il ruolo della Consob in quest'area è quello di utilizzare al meglio gli strumenti di vigilanza a sua disposizione per aumentare la trasparenza della *governance* delle società quotate e,

per questa via, lo scrutinio del mercato sulle stesse. Per la prima volta, la Consob ha deciso di assistere alle assemblee delle principali società quotate al fine di verificare il regolare svolgimento dei lavori e le modalità di partecipazione realmente offerte agli azionisti di minoranza.

Ma tutto questo non basta. Anche gli azionisti di minoranza e gli investitori istituzionali devono fare la loro parte, partecipando alla vita societaria.

## 5 Il mercato del controllo societario

Il potenziale di attrazione del sistema economico italiano è ancora troppo basso rispetto a quello degli altri paesi concorrenti. Gli stessi tratti istituzionali che penalizzano le imprese domestiche originano un *business environment* negativo per gli investitori esteri, riducendo i vantaggi competitivi legati alle dimensioni del mercato interno, alla posizione geografica e al costo del lavoro relativamente contenuto.

Le acquisizioni di imprese italiane da parte di investitori stranieri possono apportare benefici significativi all'economia del Paese in termini di crescita dell'occupazione, formazione del capitale umano, innovazione tecnologica e organizzativa, purché siano motivate da obiettivi trasparenti.

Tuttavia, non sempre le acquisizioni sono guidate dal desiderio di incrementare il valore dell'impresa: a volte celano intenti di *empire building*, di sfruttamento di benefici privati, di acquisizione di potere di mercato e creazione di posizioni dominanti. Diventa cruciale quindi definire norme in materia di Opa in grado di contrastare il rischio di distruzione di valore, pur garantendo l'efficienza del mercato del controllo societario. È fondamentale, inoltre, tutelare l'interesse del mercato a che le operazioni di acquisizione non incidano negativamente sulla *governance* post-Opa delle società-obiettivo.

Per disporre di una visione completa del problema è necessario tuttavia tenere conto dell'impatto che le regole sulle Opa, interagendo con le norme che disciplinano le modalità di

esercizio del controllo, generano sull'attrattività prospettica della piazza finanziaria italiana per imprese e investitori.

Da sempre la legislazione italiana ha fortemente privilegiato la contendibilità, limitando le possibilità di difesa delle società a fronte di scalate ostili. L'effetto indesiderato è stato quello di accentuare la chiusura degli assetti proprietari delle imprese.

In altri ordinamenti a questi temi si è data una risposta più complessa e articolata in termini di maggiore disponibilità di strumenti di rafforzamento del controllo (si pensi alle azioni a voto multiplo utilizzate ampiamente in gran parte dell'Europa continentale e nei paesi anglosassoni) o in termini di maggiori possibilità di difesa (si pensi alle *poison pills* che la giurisprudenza americana – dove non esiste l'istituto dell'Opa obbligatoria – ha consentito proprio in seguito alla grande ondata di acquisizioni ostili dei primi anni '80). Anche nel Regno Unito, Paese che è stato costantemente preso a riferimento per le normative italiane in questa materia, recenti vicende societarie hanno riaperto il dibattito sulla necessità di definire regole meno asimmetriche a favore delle scalate ostili.

Ricerca un efficace bilanciamento tra i diversi interessi coinvolti nell'allocazione statica e dinamica del controllo diventa quindi il punto critico della regolazione.

L'introduzione di strumenti di separazione tra proprietà e controllo è un tema che richiede approfondite riflessioni, mentre l'ampliamento delle possibilità di difesa delle società quotate è una strada immediatamente percorribile. In particolare si potrebbe sviluppare l'orientamento, già adottato in occasione di alcune recenti modifiche al Testo unico della finanza, che ha permesso alle società quotate di derogare per via statutaria alla disciplina della *passivity rule*.

Tale approccio preserverebbe l'azione disciplinante del mercato, che sarebbe selettiva e legata alle caratteristiche specifiche della singola società. A differenza di quanto accadrebbe nel caso di un'applicazione generalizzata di cambiamenti delle regole sull'Opa, gli eventuali investitori dissenzienti potrebbero opporsi "con le mani", cioè votando in occasione

dell'assemblea chiamata a modificare lo statuto, o "con i piedi", vendendo le azioni.

## 6 Il rilancio del mercato azionario italiano

Ho parlato di regole, sanzioni, ruolo delle Autorità, *governance* delle imprese e mercato del controllo societario, ma la priorità rimane quella di definire come questi fattori, insieme alle politiche pubbliche e alle iniziative del settore privato, possano contribuire al recupero del grave ritardo nello sviluppo della borsa italiana.

Nel nostro Paese il mercato azionario ha da sempre rivestito un ruolo modesto, che nell'ultimo decennio ha conosciuto un'ulteriore contrazione, solo in parte spiegata da andamenti congiunturali sfavorevoli. Fra il 2001 e il 2010 il numero delle società quotate domestiche è rimasto sostanzialmente invariato (appena al di sotto delle 300 unità) e il peso della capitalizzazione sul Pil si è quasi dimezzato (dal 47 al 27 per cento circa); i dividendi (e i riacquisti di azioni proprie) hanno sopravanzato gli aumenti di capitale e ogni anno agli azionisti sono state restituite risorse pari in media al 2,6 per cento della capitalizzazione.

Anche il mercato obbligazionario è storicamente poco sviluppato; rappresenta un canale di finanziamento accessibile soprattutto a banche e società non finanziarie di grandi dimensioni e con elevato merito di credito.

Il sottodimensionamento della borsa italiana è legato fondamentalmente alla scarsa presenza delle medie imprese nel listino. Si tratta di un fenomeno radicato nella strutturale frammentazione del nostro sistema produttivo in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese, prive delle dimensioni minime necessarie per affrontare i costi fissi legati alla quotazione e riluttanti ad accettare la maggiore trasparenza e contendibilità degli assetti proprietari richieste dall'ingresso sul mercato azionario.

Per alcune di queste aziende il passaggio generazionale e l'apertura di nuovi mercati, che postula l'aumento della scala

produttiva, potrebbero essere il momento giusto per compiere un salto dimensionale e per aprire il capitale o gli assetti manageriali a soggetti portatori delle professionalità necessarie per guidarle verso la crescita e la quotazione. Ma è ancora troppo debole il ruolo degli investitori istituzionali, in particolare di quelli specializzati in investimenti nel capitale di rischio, che dovrebbero sostenere le società nelle delicate fasi di passaggio che ne caratterizzano la crescita; è ancora insoddisfacente lo sviluppo di piattaforme di *trading* dedicate alle medie imprese.

Manca un mercato che agisca da canale di trasmissione e inneschi un circolo virtuoso tra crescita dell'economia locale e crescita nazionale, un mercato che selezioni le iniziative a più alta redditività, accettando il fisiologico tasso di *default* che inevitabilmente caratterizza i progetti più innovativi e che può essere assorbito dal sistema attraverso un'adeguata diversificazione di portafoglio, che solo investitori specializzati sono in grado di svolgere in maniera professionale.

Nel nostro Paese la creazione di piattaforme dedicate alle imprese di medie dimensioni ha avuto un successo limitato, come testimonia l'avvicinarsi nel corso di poco più di un decennio del Mercato Ristretto, Nuovo Mercato, Mercato Expandi e Aim Italia. Il confronto con l'esperienza estera è schiacciante: a febbraio 2011 all'Aim Italia e al Mac risultavano ammesse 19 imprese (con una capitalizzazione complessiva pari a 0,4 miliardi di euro circa) a fronte di 968 sull'Aim UK (capitalizzazione 66 miliardi di euro), 127 sul tedesco Entry-Standard (17 miliardi) e 136 sul francese Alternext (5 miliardi circa).

In prospettiva risulta indispensabile eliminare, o quanto meno ridurre, gli "scalini" di carattere normativo che frenano la crescita dimensionale delle imprese.

In questo contesto le banche continuano a rappresentare il principale canale di reperimento e distribuzione delle risorse all'interno del sistema. Le peculiarità dell'intermediazione bancaria, dal lato della provvista e dal lato dell'erogazione dei fondi, hanno contribuito a orientare le scelte di investimento delle famiglie verso portafogli concentrati su prodotti con elevato rischio di liquidità, e le scelte di finanziamento delle imprese, in particolare di quelle medio-piccole, verso il debito a breve. Sia i

datori sia i prenditori dei fondi risultano più esposti alle fluttuazioni del ciclo economico di quanto non accada nei sistemi finanziari caratterizzati da mercati azionari più evoluti.

La nuova disciplina dettata da Basilea III introduce obblighi in materia di gestione del rischio di liquidità e leva finanziaria e più stringenti requisiti patrimoniali per il rischio di credito, ai quali le banche si stanno già adeguando tramite rilevanti operazioni di ricapitalizzazione. Tali circostanze, oltre a porre il settore bancario in competizione con quello non finanziario nella raccolta di capitale di rischio, comporteranno inevitabilmente un razionamento del credito, soprattutto nei confronti delle imprese più rischiose e innovative.

Potenziare il ruolo del mercato azionario è dunque una priorità. È un fatto che i sistemi finanziari più evoluti tendano ad allontanarsi dalla struttura "bancocentrica". Bilanciare la centralità del credito bancario nel modello di finanziamento delle imprese e nelle scelte di investimento delle famiglie, secondo un percorso che privilegi l'integrazione, piuttosto che la contrapposizione, è esigenza oggi non rinviabile.

La Consob intende adoperarsi per lo sviluppo del mercato azionario agendo sul sistema delle regole che determinano i costi di quotazione e, per quanto possibile, stimolando l'afflusso del risparmio verso la borsa.

Il tema centrale è la graduazione degli obblighi in materia di ingresso e permanenza sul listino in funzione della dimensione degli emittenti. Ad oggi l'assetto regolamentare, derivante sia da norme di matrice comunitaria sia da disposizioni specifiche del Testo unico della finanza, non solo non prevede una simile graduazione, ma assoggetta a norme pressoché identiche mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf), determinando quindi per le imprese quotate sulle due tipologie di *trading venues* costi di *compliance* non troppo dissimili.

Tra tutela degli investitori e sviluppo del mercato azionario, si è ritenuto prioritario garantire agli investitori *retail* il più ampio patrimonio informativo possibile, ponendo in secondo piano l'esigenza delle medie imprese di poter accedere alla quota-



zione a condizioni agevolate. Ma, come detto, il conflitto tra i due obiettivi è solo apparente se si considera che l'insuccesso delle piattaforme dedicate alle medie imprese è dovuto, tra l'altro, al disinteresse da parte dei risparmiatori verso una forma di investimento strutturalmente connotata da forti asimmetrie informative ed elevata rischiosità, fattori questi che la regolazione non riesce e non può controllare.

Il sostegno alle medie imprese sembra doversi ricercare, allora, non solo nell'articolazione degli obblighi legati allo *status* di società quotata in funzione della dimensione, ma anche, e soprattutto, nella rimozione delle strozzature dal lato dell'offerta.

Una strada percorribile è rappresentata dalla creazione di nuove piattaforme riservate agli investitori professionali, non assoggettate all'integrale applicazione della disciplina comunitaria prevista per i mercati accessibili ai piccoli risparmiatori.

Il potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali specializzati nell'investimento in capitale di rischio diventa una priorità strategica, rispetto alla quale si potrebbero valutare opportune agevolazioni fiscali e lo sviluppo di modelli di *partnership* tra soggetti privati e pubblici.

Un altro possibile elemento di criticità nel processo di quotazione riguarda la ripartizione dei compiti fra Consob e Borsa Italiana. L'assetto attuale, che assegna la funzione del *listing* alla società di gestione del mercato e la funzione di controllo del prospetto alla Consob, costringe le imprese a una doppia interlocuzione per la produzione di dati e informazioni in larga misura coincidenti e incentiva il *free riding* delle piattaforme di *trading* alternative rispetto agli investimenti effettuati dalle borse tradizionali.

Riportare alla Consob l'attività di *listing*, mutuando l'esperienza del Regno Unito, al fine di livellare il campo di gioco tra diverse tipologie di *trading venues*, è un'opzione che si sta valutando nell'ambito del confronto con l'industria e i risparmiatori.

La segmentazione dei mercati regolamentati costituisce un ulteriore tema di discussione con l'industria. Si potrebbe distinguere tra un "mercato di base", destinato alle imprese che

soddisfano i requisiti minimi della disciplina comunitaria, e mercati ad "alti requisiti", ai quali potrebbero accedere le società che si impegnano a rispettare regole più stringenti.

## 7 La vigilanza finanziaria europea

All'inizio dell'anno è entrato in vigore il nuovo sistema europeo di vigilanza finanziaria, la cui complessa architettura istituzionale vede al vertice il Consiglio europeo per i rischi sistemici (Esrp) e alla base tre nuove Autorità specializzate nel settore delle banche, dei mercati mobiliari e delle assicurazioni.

Gli obiettivi del nuovo assetto istituzionale sono fondamentalmente due: il presidio dei rischi sistemici e l'armonizzazione delle regole e della loro applicazione.

L'esplicita previsione della funzione di vigilanza di macrostabilità è un'importante presa d'atto della dimensione globale dei fenomeni, che tuttavia non trova ancora supporto, soprattutto con riguardo ai mercati di prodotti finanziari, in adeguati strumenti di analisi e di intervento.

La procedura prevista per l'accertamento di situazioni di emergenza è poi molto complessa e può coinvolgere tutte le Autorità di vigilanza, europee e nazionali, oltre al Consiglio e alla Commissione europea, incidendo sulla tempestività di reazione rispetto a turbolenze che possono rappresentare segnali di una prossima crisi.

Rispetto all'obiettivo dell'armonizzazione, il disegno delle nuove Autorità prende atto della necessità di rafforzare il presidio nei confronti dei possibili arbitraggi tra ordinamenti dovuti alle divergenze nelle prassi di vigilanza nazionali, nonostante il crescente grado di convergenza della produzione normativa dei singoli paesi e risponde alla sollecitazione della Commissione europea di perseguire con maggiore determinazione l'obiettivo del *single rule book*.

L'Esma dovrà essere messa in grado di raccogliere la sfida dell'effettivo "livellamento del campo di gioco". Allo stato attuale essa può emanare *standard* tecnici vincolanti per le Auto-

rità nazionali solo nelle aree espressamente previste dalla normativa europea di rango primario e dopo una procedura di *endorsement* da parte della Commissione europea; in materia di prassi e approcci di vigilanza può emanare raccomandazioni e linee guida non vincolanti, assistite soltanto dal principio *comply or explain*. La pluralità di attori potrebbe portare a soluzioni di compromesso di livello troppo basso.

In quanto Autorità nazionale che partecipa agli organi di vertice dell'Esma, la Consob opererà per ricercare soluzioni indirizzate a una piena armonizzazione delle regole e per guidare il nostro sistema verso *standard* condivisi.

\* \* \* \* \*

Autorità, Signore e Signori,

il Paese è a un punto di svolta: può accontentarsi delle condizioni attuali con il rischio di aumentare il divario rispetto agli altri paesi avanzati, oppure può liberare le sue energie per rimuovere gli ostacoli che ne frenano la crescita e partecipare alla ripresa globale. La sua storia dimostra che ne ha tutte le capacità.

La Consob, nel rispetto delle libere scelte degli attori del sistema economico, farà quanto è in suo potere per favorire il pieno dispiegarsi delle forze di mercato e per accompagnare la piazza finanziaria italiana nel suo processo di sviluppo, condizione essenziale per il rilancio del Paese.

Il mercato, da parte sua, non dovrà guardare solo all'interesse particolare e al breve periodo. La trasparenza dei comportamenti verso gli investitori e l'assenza di azzardo morale sono il presupposto per la riduzione del costo del capitale e per la crescita delle imprese.

La Consob non può sostituirsi al coraggio degli investitori e degli imprenditori ma, in un confronto continuo, li accompagnerà per porli nelle migliori condizioni per affrontare con successo le sfide del cambiamento, garantendo loro tutela e certezza delle regole.