

Consob, Assonime e Comitato Italiano Corporate Governance

Convegno:

“La corporate governance in epoca di transizioni”

Intervento del Ministro dell’Economia e delle Finanze

Dott. Daniele Franco

Roma, 30 maggio 2022

1. Vorrei in primo luogo ringraziare la Consob, il Presidente Savona, il Comitato Italiano per la Corporate Governance e Assonime per questo momento di confronto sul **tema della corporate governance**, che è tra i più rilevanti nell'attuale contesto economico, nazionale e internazionale.

I rapporti **che vengono presentati e discussi oggi** forniscono, per la qualità delle analisi e la ricchezza delle evidenze, un importante contributo per continuare a progredire in questo campo.

2. Le prospettive macroeconomiche.

Da **due anni** ci stiamo misurando con **shock di ampiezza e natura inusuali**: la pandemia più importante dell'ultimo secolo, un aumento dei prezzi dell'energia di grandi proporzioni, una nuova guerra in Europa.

Osserviamo un rallentamento dell'attività economica e una ripresa dell'inflazione. Viviamo una nuova fase di **grande incertezza**.

In **Italia** il quadro macroeconomico si è **deteriorato bruscamente** con l'attacco militare della Russia all'Ucraina.

Pesano soprattutto le **implicazioni dell'aumento dei prezzi dell'energia**.

Nel **DEF** abbiamo rivisto al ribasso le previsioni per la crescita del PIL quest'anno, dal 4,7 per cento indicato in autunno a circa il **3 per cento**.

Il **Governo** è **ripetutamente intervenuto** per mitigare le ripercussioni del forte shock sull'economia. Nella prima parte del 2022, con quattro successivi decreti legge, il Governo ha attuato misure per oltre **31 miliardi**.

L'obiettivo è quello di **evitare che il Paese torni in recessione**.

3. Gli obiettivi di medio periodo.

La gestione dell'emergenza non ci deve tuttavia far perdere di vista il nostro **problema principale: la bassa crescita**. Dobbiamo porre termine a un ventennio di sostanziale stagnazione.

Dal 2000 all'insorgere della pandemia il **prodotto italiano è rimasto sostanzialmente stagnante**, mentre è aumentato di quasi la metà in USA, di oltre un terzo in Spagna, di un quarto in Germania e Francia.

La bassa crescita riflette **fattori diversi**.

Innanzitutto la debole dinamica degli **investimenti** in capitale fisico: gli investimenti fissi lordi complessivi nel 2019 costituivano il 18,0 per cento del PIL, a fronte di una media dell'area dell'euro di circa il 22,2 per cento.

Dopo la flessione del 2020, il 2021 ha visto un'inversione di tendenza con un'incidenza pari al 20 per cento; puntiamo a raggiungere il 22 per cento nei prossimi anni, in linea con la media europea.

Larga parte degli investimenti dovrà essere **effettuata dal settore privato**, soprattutto dal mondo delle imprese.

Negli ultimi decenni anche la **dinamica della produttività è risultata molto debole**: dal 1995 il prodotto per ora lavorata è cresciuto di appena il 7 per cento in Italia, contro il 26 per cento dell'area dell'euro e il 48 per cento degli Stati Uniti.

Sulla produttività **hanno influito varie cause**, tra cui vi sono:

- **alcuni fattori istituzionali** – lo scarso investimento in capitale umano, la lunghezza delle procedure amministrative e della giustizia civile e più in generale un quadro regolamentare più complesso e meno agile che in altri paesi;
- **alcune caratteristiche di impresa**, in particolare un **modello di finanziamento con poco ricorso a strumenti di mercato**, specialmente per le imprese più piccole, le **dimensioni ridotte**, gli **assetti proprietari e organizzativi**.

Una riflessione sugli **assetti finanziari e di governo societario che possono contribuire a rendere più dinamico il sistema produttivo**

italiano deve partire da un'analisi di queste caratteristiche di impresa.

4. La struttura finanziaria.

Le imprese italiane, la cui struttura finanziaria era in passato caratterizzata da un'elevata dipendenza dal debito esterno, in particolare di fonte bancaria, e da un ridotto ricorso a strumenti di mercato, a seguito della doppia recessione prodotta dalle crisi finanziarie (2007-2008 e 2011-12), **hanno intrapreso un graduale processo di rafforzamento del loro modello di finanziamento.** Hanno complessivamente:

- ridotto la loro **dipendenza dal debito esterno;**
- **diversificato le fonti di debito;**
- **aumentato il ricorso a mezzi propri.**

La **leva finanziaria** è scesa in media di oltre 10 punti percentuali, dal 49 per cento del 2012 al 39 per cento del 2021.

Inoltre, negli ultimi anni il numero delle società non finanziarie italiane quotate in borsa è significativamente aumentato: da 135 del 2005 a oltre 300, con un'accelerazione dopo il 2013.

Questo processo di rafforzamento ha beneficiato di **diversi interventi pubblici.** Ricordo l'ACE, la creazione dell'*Alternative Investment Market* (AIM) (ora Euronext Growth Milan), *i PIR*

(recentemente rafforzati), gli incentivi fiscali per investimenti in start up innovative, i fondi di venture capital pubblici.

Questi cambiamenti hanno reso le imprese italiane **meno fragili dal punto di vista finanziario** e hanno aumentato la loro capacità di far fronte a shock negativi, come si è visto nel corso della pandemia.

Anche le misure di **sostegno pubblico al credito e alla liquidità** hanno avuto un ruolo decisivo per proteggere le imprese da uno shock di proporzioni così ampie.

Ricordo che l'incidenza dei **debiti finanziari su PIL tra il 2019 e il 2021 è aumentata di 5 punti, dal 68 al 73 per cento.**

Allo stesso tempo i **depositi delle imprese sono cresciuti considerevolmente, di circa 7 punti percentuali del PIL.**

È importante ricordare **che il rafforzamento che si è registrato dal 2012 è stato guidato dalle imprese grandi.**

Per quelle piccole e le medie il debito bancario continua a rappresentare oltre i due terzi dei finanziamenti esterni e il ricorso all'emissione obbligazionaria e agli strumenti di mercato rimane esiguo.

Nel complesso, pertanto, seppur considerevolmente più solide dal punto di vista finanziario, nel confronto internazionale le **imprese italiane risultano ancora caratterizzate da:**

- **un'incidenza del debito bancario relativamente elevata e un ricorso alle emissioni obbligazionarie relativamente modesto;**
- **una capitalizzazione di borsa ancora limitata:** sebbene in aumento, alla fine del 2021 la capitalizzazione delle società non finanziarie italiane, 540 miliardi, era pari al 31 per cento del PIL.

Si tratta di una **struttura non sempre idonea a finanziare investimenti a elevato valore aggiunto**, perché non in grado di colmare le forti asimmetrie informative intrinseche nei progetti con un elevato contenuto innovativo e di facilitare l'assunzione di rischi in assenza di garanzie a supporto di tali progetti, se non con costi molto elevati.

Allo stesso tempo, questa configurazione di debito e capitale, è fortemente condizionata dalle caratteristiche dimensionali delle imprese italiane.

5. Le caratteristiche dimensionali.

In Italia **il numero di imprese molto piccole è particolarmente elevato, a fronte di una contenuta presenza di imprese grandi:** alla fine del 2019 le imprese con più di 250 addetti erano soltanto 3.600, lo 0,1 per cento del totale.

L'elevata proporzione di piccole imprese nel nostro tessuto produttivo è un **tratto strutturale che riflette anche la specializzazione settoriale.**

Risente inoltre dei **fattori di contesto** citati prima e delle preferenze di una parte degli imprenditori.

La ridotta dimensione aziendale presenta **pregi in termini di flessibilità**, ma costituisce un **freno per la capacità innovativa.**

La rilevazione *Cis (Community Innovation Survey)* dell'Istat sulle attività di innovazione delle imprese con almeno 10 addetti nel triennio 2018-2020 mostra che **la quota di imprese con attività innovative è molto più elevata tra quelle di maggiore dimensione rispetto a quelle più piccole: 88 per cento a fronte di 55 per cento.**

Come anticipavo, la **struttura dimensionale influenza anche quella finanziaria** e viceversa. Vi concorrono fattori sia di domanda sia di offerta.

Dal lato della **domanda**, gli **investitori sono scoraggiati dall'elevato investimento da effettuare per reperire informazioni** su imprese di piccola dimensione.

Dal lato **dell'offerta**, le imprese di piccola dimensione hanno una **scarsa propensione ad aumentare il loro capitale e a emettere titoli negoziabili.** Questo dipende dal fatto che devono sopportare

costi proporzionalmente più elevati, dati i costi fissi di emissione e di *compliance*.

Le scelte di finanziamento dipendono anche dalle **scelte più strettamente imprenditoriali**.

Non di rado i proprietari delle imprese sono restii a rivolgersi al mercato, per non **cedere il controllo**, anche parzialmente, delle società e sono **poco inclini al monitoraggio di soggetti esterni**.

6. La struttura proprietaria e assetti organizzativi.

Le imprese italiane continuano a essere caratterizzate da **un'elevata concentrazione della proprietà, una forte diffusione del modello familiare e una limitata separazione tra proprietà e gestione**.

Più in dettaglio, nel 2016 oltre i **due terzi delle imprese risultava controllata da uno o due soci**.

Inoltre, **la proprietà e la gestione spesso coincidono**. Sempre nel 2016, circa la metà del capitale di rischio era detenuto dagli amministratori.

Nel 2016 quasi due terzi delle imprese risultava di proprietà familiare.

La proprietà familiare non è certamente di per sé un elemento negativo.

Analisi della Banca d'Italia mostrano che, nel periodo 2005-2016, le imprese caratterizzate da questo tipo di proprietà hanno registrato una minore probabilità di uscire dal mercato, cioè una maggiore resilienza.

Allo stesso tempo, tuttavia, le imprese familiari presentano in media una **più bassa produttività del lavoro e una minore crescita del fatturato**, da ricondurre a una ridotta propensione a investire, a innovare il processo produttivo, ad adottare nuove tecnologie.

Tali risultati sono **principalmente concentrati tra le imprese di dimensione più ampia**. I tipici limiti attribuiti all'**assetto proprietario familiare** – un maggiore orientamento dei soci a privilegiare il controllo anziché favorire la crescita, l'innovazione e la produttività – tendono pertanto a **penalizzare maggiormente le imprese più grandi**.

7. L'importanza delle regole.

Emerge pertanto che esistono margini di miglioramento che possono contribuire ad **accrescere la produttività** del nostro tessuto produttivo.

Per favorire questo processo, **l'assetto delle regole relative all'ordinamento societario è fondamentale**.

A tal fine è importante che l'ordinamento offra alle imprese la possibilità di scegliere tra una **gamma di modelli di governo societario diversificata**, che consenta di conseguire il giusto equilibrio in relazione alle specificità del modello imprenditoriale che si vuole realizzare e del tipo di mercato dei capitali cui si vuole accedere.

L'attuale ordinamento societario scaturisce da interventi stratificatisi nel tempo.

Una pietra miliare è ovviamente il Testo Unico della Finanza (TUF, 1998).

Tra le innovazioni più recenti, meritano una menzione le iniziative assunte, con il fondamentale contributo della Consob, per introdurre un regime delle **operazioni con parti correlate (2004)** riconosciuto come modello in Europa e l'introduzione della *record date* nel 2010 come mostra il netto **incremento della partecipazione dei fondi alle assemblee delle quotate.**

Diverse **questioni restano ancora aperte.** Ricordo, in particolare, quelle legate agli **adempimenti e ai vincoli** che la quotazione e la permanenza sui mercati richiedono e alla revisione dell'**assetto di governo societario per l'accesso al mercato.**

Da un lato è decisivo procedere nella **semplificazione degli adempimenti e vincoli** che possono costituire un deterrente per gli imprenditori a quotarsi o che possono indurre a percorsi di *delisting*, come di recente rilevato in un interessante quaderno della Consob.

D'altro canto, la semplificazione deve essere bilanciata da un **adeguato presidio della trasparenza**: in assenza di informative affidabili e significative, la semplificazione può risultare controproducente.

Allo stesso tempo è importante disporre di leve di governo societario che incoraggino la proprietà delle società, specie di piccole dimensioni, ad **aprirsi al mercato, garantendo un certo grado di controllo** sulla gestione aziendale.

Questi incentivi, a loro volta, devono essere **contemperati dalla tutela dell'azionariato di minoranza**.

Come noto, sul bilanciamento tra i diritti degli azionisti-investitori e quelli degli azionisti-imprenditori è in atto da tempo un vivace dibattito, in cui si fa spesso riferimento alle **esperienze di altri Stati membri dell'Unione Europea**.

Tali riferimenti hanno una loro utilità, ma occorre **cautela nell'identificare soluzioni "da importare o trapiantare"** dall'estero.

Vanno tenute in considerazione le specificità dei sistemi imprenditoriali nazionali.

8. Il Libro Verde.

In continuità con l'analisi OCSE del rapporto "Capital Market Review Italy 2020", il MEF in raccordo con le Autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), con le associazioni di categoria ed operatori di mercato, ha dato impulso a un'analisi sistematica volta a individuare le aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza più critiche, al fine di promuovere la competitività dei mercati di capitali italiani.

Le analisi condotte e le possibili misure da intraprendere sono confluite nel **Libro Verde** "*La competitività dei mercati finanziari Italiani a supporto della crescita*".

Il Libro mira a **rimuovere i vincoli all'accesso al mercato** da parte delle imprese e a definire misure che **stimolino l'indirizzamento degli investimenti verso le imprese.**

Le misure individuate riguardano **diversi ambiti**: dall'insieme delle regole nelle loro varie articolazioni (norme primarie, secondarie, autoregolamentazione) a quello applicativo e delle prassi amministrative.

Una delle **direttrici principali** del Libro Verde è la **rimozione degli oneri amministrativi e tecnici**, ulteriori rispetto a quelli previsti dalla normativa comunitaria, **che – anche in ragione dell’evoluzione del contesto ordinamentale – si sono rivelati eccessivi** e spesso di ostacolo all’accesso ai mercati.

Un’altra è l’**introduzione graduale di tecnologie digitali** – quali la *distributed ledger technology* – di modo tale che con un **approccio sperimentale** si riescano a cogliere le opportunità e al contempo si possano monitorare con attenzione i rischi che l’innovazione porta con sé.

Una terza direttrice riguarda il **sistema amministrativo di applicazione delle regole**. Accanto a norme chiare e di qualità è altrettanto essenziale che i mercati finanziari possano disporre di un **sistema giudiziario e di *enforcement* amministrativo efficiente ed efficace**.

Le decisioni ultime competeranno naturalmente al Legislatore ma è importante che la **gamma delle possibili scelte a disposizione dei decisori sia individuata secondo un approccio collaborativo**, in grado di far emergere le opzioni più efficaci.

La partecipazione alla consultazione pubblica, conclusasi il 25 marzo, è stata ampia, consentendo agli operatori di condividere proposte, spunti e riflessioni di elevato spessore.

La **traduzione in misure concrete**, di carattere legislativo, è già in stato avanzato.

Alcune **misure di livello amministrativo o di autoregolamentazione** sono già state realizzate o sono in procinto di essere attuate da alcuni degli attori istituzionali coinvolti.

Per quanto riguarda la **normativa primaria**, il cantiere è aperto. Alcune proposte e riflessioni contenute nel Libro Verde sono attualmente oggetto di lavoro per la **traduzione in concreti interventi normativi**.

9. Le sfide della *corporate governance*: la sostenibilità e la digitalizzazione.

Nei prossimi anni il nostro Paese dovrà realizzare enormi investimenti per la **transizione ecologica** e per diventare più moderno e dinamico sotto il profilo **tecnologico**. Sono due processi di **trasformazione globale** che investono le industrie di tutti i paesi.

Larga parte degli investimenti proverrà dal settore privato. **Il ruolo del mercato dei capitali sarà fondamentale.**

Sono noti i lavori in corso a livello nazionale e internazionale per **orientare la finanza sui temi della sostenibilità ambientale**. Il MEF, la Banca d'Italia e la CONSOB sono fortemente impegnati in questa azione.

In parallelo, è cruciale il **processo di adattamento delle singole aziende**.

Come rileva il rapporto della Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane, dal 2018 è raddoppiata la presenza dei **comitati di sostenibilità**.

Gli aspetti relativi al cambiamento climatico e, più in generale, alla sostenibilità rappresentano poi una componente sempre più rilevante dei processi di gestione dei rischi.

È fondamentale che nel **disegno delle regole societarie** si favorisca un allineamento formale e sostanziale agli obiettivi di sostenibilità, **senza al contempo nuocere alla competitività e all'innovazione**.

L'altro aspetto chiave è la **digitalizzazione**.

L'applicazione delle nuove tecnologie all'organizzazione aziendale e al governo societario può consentire agli **organi sociali e alle funzioni aziendali di semplificare i propri processi decisionali e lavorativi**, con un miglioramento complessivo dell'efficienza dell'impresa.

Abbiamo visto le potenzialità offerte da queste tecnologie già durante la pandemia da Covid-19, quando sono state utilizzate per consentire il regolare svolgimento delle assemblee sociali.

Il ricorso alle tecniche digitali può introdurre anche un **cambiamento nell'organizzazione e nell'operatività dell'impresa.**

La capacità di alcune nuove tecnologie di **archiviare ed elaborare grandi quantità di informazioni, di garantirne la tracciabilità e la sicurezza** e la condivisione in tempo reale potrebbero migliorare, ad esempio, la gestione dei rischi dell'impresa e della qualità degli **elementi informativi a disposizione degli organi decisionali.**

10. Conclusioni.

A due anni dallo scoppio della pandemia questa **sarebbe dovuta essere una fase di ripresa economica**, di graduale ritorno alla normalità.

Viviamo invece una nuova fase di **difficoltà e di grande incertezza** che richiede un forte impegno del Governo e di tutti gli attori istituzionali nel fronteggiare esigenze immediate.

Questo non deve distoglierci dal nostro **obiettivo di medio periodo:** portare il sentiero di crescita della nostra economia su un livello strutturalmente più elevato.

Per questa finalità sono necessarie **numerose azioni**, tra loro complementari: quali rafforzare gli **investimenti** in capitale fisico e umano e migliorare il **quadro regolatorio** e la qualità dei servizi offerti **dall'amministrazione pubblica.**

È anche cruciale che **le imprese diventino più grandi e produttive**, puntando su innovazione, tecnologia e segmenti di mercato a elevato valore aggiunto.

Per creare un ambiente favorevole a questo processo è necessario **intervenire in molti ambiti** e fornire un **quadro regolatorio coerente**.

Un aspetto chiave sono le **regole del governo societario**, in merito alle quali la Consob, nel suo Rapporto, ci offre la cornice più aggiornata per le società quotate italiane.

Le misure contenute nel **Libro Verde** individuano inoltre aree di intervento molto importanti, in chiave di regolamentazione e di prassi, per **rimuovere in maniera ragionata e condivisa alcuni ostacoli alla competitività** e rafforzare alcune direttrici di sviluppo.

Dobbiamo continuare a operare per rendere **più solida la struttura finanziaria delle imprese** e per **incoraggiare l'assunzione di rischi per progetti a elevato contenuto innovativo**.

È dalle imprese che primariamente verrà la ripresa della nostra economia, in questo il ruolo della Consob sarà fondamentale.

Grazie.