

## **ABI - 50^ GIORNATA DEL CREDITO**

### **Credito, competitività e competenza: pilastri dello sviluppo**

**Roma, 4 ottobre 2018**

La crisi finanziaria del 2007-2009 e quella del debito sovrano in Europa del 2010-2012 hanno evidenziato la necessità di ripensare non solo al complesso di norme di regolamentazione e vigilanza sul sistema bancario e finanziario ma anche all'intero assetto del sistema economico europeo, incentrato sul finanziamento bancario delle imprese.

Le banche possono svolgere un ruolo cruciale per l'economia e in Italia il sistema bancario nel suo complesso è stato, e continuerà ad essere, ne sono persuasa, infrastruttura strategica per la crescita economica e sociale. Tuttavia, lo sviluppo del capitalismo finanziario e la dimensione globale dei mercati finanziari fanno sì che l'impatto sull'economia reale di una crisi finanziaria sia più accentuato in sistemi finanziari banco-centrici.

Nel contempo, il capitalismo finanziario e la dimensione globale dei mercati, rendono lo sviluppo dei mercati di capitali, sia di debito sia di rischio, cruciale per la crescita economica e, in particolare, per la crescita delle società di dimensioni medio-grandi che possono avvalersene in alternativa al finanziamento bancario.

Indipendentemente dalle dimensioni, imprese più aperte al finanziamento di mercato, al netto delle interdipendenze, sono meno vulnerabili in caso di crisi e restrizioni del credito bancario. Tutto questo, a condizione che il mercato in cui, di volta in volta, la domanda incrocia l'offerta sia liquido e non esposto a eccessi di volatilità.

Se queste premesse sono condivise, lo sviluppo del mercato italiano dei capitali dovrebbe essere considerato da tutti gli attori un obiettivo strategico.

Tanto più se i dati - i numeri, come si sul dire - parlano e raccontano il sottodimensionamento del mercato di capitali italiano rispetto ai mercati nazionali comparabili.

La piazza finanziaria italiana ha dimensioni ridotte nel confronto europeo. A fine 2017 la capitalizzazione rispetto al Pil era pari al 37% circa a fronte di un valore superiore al 60% per la media dell'area euro. Inoltre il 30% della capitalizzazione totale del mercato italiano è riferibile a società del settore finanziario a fronte di valori prossimi al 20% per la media dell'area euro. L'inadeguatezza della piazza finanziaria italiane emerge anche dal confronto con Germania e Francia, ossia paesi che per grandezza e struttura economica sono più simili al nostro<sup>1</sup>: a fine 2017 la capitalizzazione rispetto al Pil era pari al 58% in Germania e 100% in Francia.

Il nostro mercato si caratterizza anche per l'esigua presenza di società di grandi dimensioni: le imprese quotate con una capitalizzazione superiore ai 50 miliardi di euro a fine 2017 sono solo 2 in Italia (9 in Francia e Germania). Un mercato con poche *big companies* risulta meno attrattivo sia per le società di maggiori dimensioni sia per i grandi

---

<sup>1</sup> A fine 2017 il Pil della Germania era pari a 3.277 miliardi e quello della Francia era pari a 2.293 miliardi a fronte di 1.725 miliardi dell'Italia. Anche in termini di popolazione l'Italia è il terzo paese europeo con una popolazione di poco più di 60 milioni di individui a fronte dei 67 milioni della Francia e 82 milioni della Germania.

investitori istituzionali. Una piazza finanziaria in cui molte e grandi imprese sono quotate è invece desiderabile perché favorisce lo sviluppo di un 'ecosistema' di servizi finanziari avanzati, a beneficio anche delle imprese di minori dimensioni.

Solo sull'AIM (mercato delle piccole e medie imprese) si sono registrate dinamiche incoraggianti (anche per effetto della domanda generata nel 2017 dai Piani individuali di risparmio), con un numero di società che ad oggi raggiunge i 105 emittenti e con una capitalizzazione complessiva che è quasi raddoppiata rispetto allo scorso anno. Tuttavia in termini di capitalizzazione, il peso delle PMI sul listino resta molto basso (inferiore all'1%) nonostante esse rappresentino gran parte del sistema produttivo del nostro paese.

In Italia le PMI creano valore aggiunto e offrono occupazione con percentuali ben superiori a quelle dei principali paesi dell'area euro. In Italia, alle PMI è riferibile quasi l'80% degli occupati e il 68% del valore aggiunto (rispettivamente 67% e 57% per l'Unione europea a 28).

Il contesto italiano si caratterizza anche per emissioni obbligazionarie di emittenti non finanziari largamente inferiori rispetto a quelle del settore finanziario. Il rapporto è rovesciato in Europa, dove invece gli emittenti non finanziari dominano. Negli ultimi tre anni è progressivamente cresciuto il ricorso da parte delle piccole e medie imprese (PMI) non quotate ai mini-bond, accessibili agli investitori professionali: le modifiche normative (civilistiche e fiscali) previste dal legislatore a partire dal 2012 sembrerebbero dunque aver incontrato il favore delle imprese (circa 11 miliardi di euro raccolti nel triennio 2015-2017). A partire dal 2012 le emissioni obbligazionarie da parte delle banche si sono progressivamente ridotte. Tale dinamica, che ha interessato tutta l'area euro, è stata particolarmente accentuata in Italia per la quale a fattori comuni che hanno inciso negativamente su domanda e offerta di bond bancari si sono sommati fattori specifici che ne hanno amplificato gli effetti. Resta tuttavia elevato il peso delle obbligazioni bancarie detenute da investitori *retail* (subordinate e *senior unsecured*) che rappresentano circa il 3,5% del totale attivo bancario a fronte di valori inferiori all'1% per Germania e Francia. L'attenzione delle autorità europee sul tema è elevata come evidenziato dallo Statement recentemente pubblicato da EBA ed ESMA.

Negli ultimi anni le iniziative volte a favorire un maggiore sviluppo dei mercati finanziari non sono mancate. Sono state numerose sia a livello europeo sia a livello nazionale. In Europa gran parte delle misure relative allo sviluppo dei mercati sono ricomprese nell'ambizioso progetto di Capital Markets Union (CMU), avviato nel 2015, che si propone di aumentare il grado di integrazione dei mercati europei in modo da fornire nuove fonti di finanziamento alle imprese, soprattutto piccole e medie, ridurre il costo della raccolta di capitali, aumentare le opzioni per i risparmiatori in tutta l'UE, agevolare gli investimenti transfrontalieri ed attrarre maggiori investimenti stranieri nell'UE, sostenere progetti a lungo termine, rendere il sistema finanziario dell'UE più stabile, resiliente e competitivo. Per questo progetto Consob partecipa ai lavori dei comitati permanenti costituiti in sede ESMA che su richiesta della Commissione europea hanno elaborato opinion tecniche su alcune delle misure contenute nel Piano d'azione sulla CMU.

A livello nazionale sono state assunte diverse misure normative volte ad agevolare l'accesso delle imprese alla finanza, promuovere un ambiente più favorevole agli investimenti produttivi, incentivare la capitalizzazione e la quotazione delle imprese. Tra queste si annoverano misure finalizzate a incentivare la quotazione (come l'introduzione di azioni a voto plurimo o maggiorato, le modifiche alle soglie OPA e partecipazioni rilevanti

per le PMI, riduzione del capitale minimo delle SpA) e altre volte a favorire l'accesso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario (introduzione di mini-bond, PIR, *equity crowdfunding* e *lending crowdfunding*, apertura del mercato del credito a nuovi soggetti quali i fondi di credito, le società di cartolarizzazione e le assicurazioni).

A tutte queste misure, Consob ha dato supporto e contributo tecnico, sia in fase di definizione della normativa primaria (con analisi e approfondimenti sull'impatto di possibili misure di incentivazione e di sviluppo del mercato) sia nell'ambito della regolamentazione secondaria, con l'emanazione del Regolamento Equity Crowdfunding a seguito della normazione del fenomeno nell'ordinamento nazionale ad opera del cosiddetto Decreto crescita *bis*.

Consob sostiene le misure di sviluppo dei mercati finanziari, e in particolare dei canali di finanziamento delle imprese complementari al credito bancario, sia perché se ne avvantaggerebbe il sistema finanziario nel suo complesso (in punto di stabilità) sia perché la maggiore varietà di offerta di strumenti finanziari che ne scaturirebbe migliora l'allocazione del risparmio, favorisce la diversificazione del portafoglio e, per tale via, concorre alla mitigazione dei rischi.

Per il perimetro della propria attività, Consob è consapevole dell'importanza di esercitare con appropriatezza l'attività di regolamentazione e con efficacia l'attività di controllo anche per favorire la crescita del mercato dei capitali. Regolamentazione appropriata e vigilanza efficace sono requisiti per lo sviluppo sia della domanda di strumenti finanziari (attraverso una maggiore partecipazione al mercato da parte dei risparmiatori) sia dell'offerta di alternative di investimento da parte delle imprese che necessitano di risorse.

Alcuni altri "ingredienti chiave" per lo sviluppo di un mercato dei capitali che sia anche canale complementare di finanziamento per le imprese, sono gli stessi che favoriscono lo sviluppo del mercato finanziario in quanto tale: fiducia e conoscenza.

Il capitale fiducia è cruciale. Va alimentato e soprattutto preservato. Il tasso alto o basso di fiducia è frutto di tanti fattori. Risente certamente delle condotte degli intermediari, del funzionamento della vigilanza, dei rimedi previsti per i disservizi e anche dell'integrità dei mercati finanziari, reale e percepita. Richiede perciò anche sensibilità diffusa per la gestione di informazioni che possono avere un impatto su titoli quotati.

Un'altra componente essenziale del processo di crescita è, come ho detto, la conoscenza e quindi l'educazione finanziaria di risparmiatori/investitori e imprenditori/finanziati.

La recente costituzione di un Comitato per la Strategia Nazionale dell'Educazione Finanziaria è stata un passaggio importante nel processo di accrescimento del grado di competenze finanziarie della popolazione. In seno al Comitato, Consob è impegnata e attiva. Numerose iniziative stanno avendo luogo in questo periodo in occasione della Wif che è parte del mese dell'Educazione finanziaria promosso dal Comitato.

Anche per le imprese è essenziale la conoscenza dei meccanismi di funzionamento dei canali di accesso alle risorse ulteriori rispetto a quello bancario. In quest'ambito Consob ha assunto iniziative con caratteristiche strutturate e diffuse, per raggiungere in modo capillare i possibili interlocutori. Fra queste iniziative rientra la collaborazione tra Consob e Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (CNDCEC), avviata nel 2015, nel settore degli strumenti di finanza innovativa (*equity crowdfunding*, minibond, cambiali finanziarie, ecc.). L'obiettivo primario di tale collaborazione è quello di approfondire lo studio di tali strumenti e delle dinamiche proprie del settore in modo da diffondere "nella provincia" la comprensione e la consapevolezza delle caratteristiche e delle peculiarità degli strumenti di finanza innovativa. Più in generale per la formazione finanziaria delle PMI la Consob si è attivata in ambito domestico, in collaborazione con

Unioncamere, e si sta attivando in ambito internazionale, in un progetto OCSE mirato.

Tutte queste leve non fanno capo solo a Consob e si potrebbero meglio usare nell'ambito di una strategia comune delle Istituzioni per la crescita di un canale alternativo di finanziamento per le imprese, che sia parte di una strategia nazionale di crescita più ampia.

Il mercato sta elaborando proprie risposte per il rilancio delle quotazioni e della gamma di strumenti per il finanziamento dell'economia reale.

In tale ambito si registrano numerose novità: i) con riferimento alle tecniche di raccolta del risparmio (si veda il ricorso sempre più frequente alla quotazione "mediata" attraverso la costituzione di special purpose acquisition company SPAC, o il ricorso al *direct listing* ossia senza avvalersi di un intermediario, di cui Spotify è un esempio); ii) con riferimento alle *trading venues* (il concetto di borsa non coincide più con quello di mercato regolamentato ma si estende all'ampia gamma di piattaforme quali MTF e *growth markets*, fino ad arrivare ai *private placement* e alle piattaforme di *crowdfunding*); iii) con riferimento agli strumenti emessi, non solo azionari ma anche obbligazionari (diversi da bond bancari).

Serve però più coordinamento. Serve una strategia per la crescita del mercato dei capitali che sia parte della strategia



nazionale sulla crescita economica. Tuttavia non è pensabile che tale strategia si definisca e si porti avanti senza debita considerazione per le ricadute, in termini di rischi e di opportunità, per il sistema creditizio e, a catena, per tutta la filiera che ad esso attinge. Questo mi pare un elemento su cui servirebbe maggiore confronto aperto su obiettivi e strumenti con i quali perseguire il disegno. Si rischia altrimenti di non centrare l'obiettivo, malgrado gli sforzi. E di non consentire al sistema creditizio nazionale di accrescere la propria competitività e la propria valenza in contesti di trasformazione dell'economia e della finanza come quelli in corso.

Anche per questo motivo, occasioni di confronto come quella di oggi, sono preziose. Ringrazio quindi gli organizzatori per avere invitato la Consob a prendervi parte.