

Incontro annuale con il mercato finanziario

Milano, 11 maggio 2015



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Giuseppe Vegas

Milano, 11 maggio 2015



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. L'attività di Consob
2. Il quadro congiunturale
3. La quotazione delle imprese
4. La tutela degli investitori
5. Il quadro normativo europeo
6. Il finanziamento delle Pmi
7. Un'agenzia europea per le Pmi
8. La *capital markets union*

הוּא תָּהָה אוֹמֵר , אִם אֵין אֲנִי לִי , מִי לִי . וְכִשְׁאַנִּי לְעַצְמִי , מָה אֲנִי .
וְאִם לֹא עֲכָשְׁיוֹ , אֵימָתִי

«Se io non sono per me, chi è per me? E se io sono solo per me stesso, cosa sono? E se non ora, quando?»

(Talmud, Rabbi Hillel, *Pirkei Avot*, I.14.)

Autorità, Signore e Signori,

L'Esposizione Universale ha sempre rappresentato, nell'immaginario collettivo, l'incontro tra i popoli e le conoscenze più elevate. Dalla prospettiva illuministica di un progresso illimitato siamo oggi giunti a quella, diversa e più coerente con il mondo attuale, di 'saperi' condivisi e applicabili alla soluzione dei grandi dilemmi del nostro tempo e dell'umanità.

La Milano storica e la Milano moderna rappresentano uno straordinario esempio di coesistenza e integrazione di conoscenze tecnico-scientifiche, di industria e finanza, di cultura e arte. La Milano del dopoguerra seppe risorgere dalle macerie, mantenere salda la propria identità e farsi grande proprio grazie all'audacia e all'inventiva di personalità della politica, dell'economia e della cultura.

L'impresa, pubblica e privata, artefice del 'miracolo', in gran parte nata e sviluppata in questo territorio, è sottoposta negli ultimi anni a una profonda trasformazione. Oggi, Milano ha tutti i requisiti per dare al Paese una straordinaria spinta verso il futuro. Lo ha dimostrato anche nel modo in cui ha saputo reagire agli eventi dei giorni scorsi.

Come ha recentemente affermato il Presidente della Repubblica, Sergio Mattarella, cui vanno i nostri auguri per l'avvio del settennato, Expo è «una grande occasione e una preziosa opportunità per il sistema-Paese».

Desidero esprimere profonda gratitudine, mia e dell'Istituto, al Commissario unico di Expo, Giuseppe Sala, per aver offerto ospitalità al nostro incontro annuale con il mercato.

1 L'attività di Consob

Negli ultimi mesi si sono avuti alcuni importanti cambiamenti negli assetti interni di Consob.

Nel luglio 2014 Anna Genovese è stata nominata commissario, apportando all'Istituto professionalità ed esperienza. È in corso la procedura di nomina degli altri due commissari che completeranno la composizione del collegio.

All'inizio dell'anno ha rassegnato le dimissioni da direttore generale Gaetano Caputi ed è stato nominato in sua sostituzione Angelo Apponi, cui auguriamo buon lavoro.

La Commissione presta sempre maggiore attenzione ai profili di efficienza operativa e di contenimento dei costi. Già prima del varo dei provvedimenti di riforma della pubblica amministrazione, Consob ha realizzato consistenti risparmi, che hanno portato, fra il 2011 e il 2013, a una riduzione del *budget* complessivo del 12 per cento, tenuto anche conto che i trasferimenti da parte dello Stato sono stati completamente azzerati per effetto delle disposizioni in materia di *spending review*.

Nel 2014 è proseguito il decremento della spesa, che si è attestata a 112,3 milioni di euro, in calo di quasi 2 punti percentuali rispetto al 2013. Complessivamente, dal 2011, la spesa è diminuita di circa il 14 per cento. Tale risultato è stato raggiunto nonostante il contributo finanziario di Consob, per un importo pari a 2,17 milioni di euro, a favore di altre Autorità indipendenti, introdotto dalla legge di stabilità per il 2014. I contributi di vigilanza sono risultati sostanzialmente in linea con il 2013, attestandosi a 99,9 milioni di euro. Il lieve incremento, rispetto alla quota di 98 milioni registrata lo scorso anno, è in larga parte attribuibile al citato contributo alle altre Autorità.

La dinamica della spesa risente positivamente degli interventi di razionalizzazione nell'uso delle risorse, operati nel

corso degli ultimi anni (in materia di gestione e manutenzione degli immobili, noleggio delle auto di servizio, banche dati e pubblicazioni) e beneficerà di interventi già programmati, dei quali ha positivamente preso atto il Collegio dei revisori, in qualità di organo preposto al controllo sulla gestione finanziaria dell'Istituto.

Queste iniziative determineranno, tra l'altro, ulteriori risparmi nella spesa per gli immobili. La sede di Roma è oggi costituita da un unico edificio di proprietà, nel quale sono state ricollocate tutte le attività già ospitate in un immobile in affitto. Il Comune di Milano ha offerto all'Istituto un immobile adiacente alla sede milanese, che permetterà di ridurre le spese di affitto complessive. Al Sindaco Giuliano Pisapia va la riconoscenza della Commissione per l'attenzione e sensibilità verso l'attività istituzionale di Consob.

Altri effetti positivi sul contenimento della spesa deriveranno, in attuazione della riforma della pubblica amministrazione, dalla stipula di una convenzione con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato per la gestione in comune di alcuni servizi interni e di una convenzione con altre Autorità indipendenti per l'espletamento in comune di procedure concorsuali per l'assunzione di personale.

È da oggi operativo il nuovo sito *internet* dell'Istituto. È stato ridisegnato per mettere a disposizione del pubblico e di tutta la comunità finanziaria il patrimonio informativo delle banche dati di Consob – a cominciare dagli atti di regolamentazione – in forma strutturata e facilmente fruibile. Il sito costituirà, per i soggetti vigilati, uno strumento efficiente per l'invio di documentazione in forma digitale e, per gli investitori, un importante canale di educazione finanziaria, attraverso aree interattive dedicate.

Con una pronuncia resa nel marzo di quest'anno, il Consiglio di Stato ha affermato la compatibilità del regolamento Consob in materia di procedimento sanzionatorio con i principi dell'equo processo sanciti dall'art. 6 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo (Cedu). La pronuncia, originata da un ricorso avverso una contestazione in materia di abusi di mercato, ha, tuttavia, fatto emergere l'opportunità che i soggetti destinatari di

una contestazione possano replicare alle conclusioni dell'Ufficio sanzioni amministrative. A tal fine Consob ha già posto in consultazione modifiche regolamentari volte a rafforzare ulteriormente il contraddittorio.

Nel 2014 sono stati portati a compimento 160 procedimenti sanzionatori. In linea con lo scorso anno, 140 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni. L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie è stato pari a circa 21 milioni di euro.

2 Il quadro congiunturale

Nel primo semestre 2014 i mercati azionari europei hanno registrato *performance* positive, in linea con quelle del mercato americano, mentre nella seconda parte dell'anno l'andamento delle borse è stato condizionato negativamente dalla debolezza della ripresa economica, dall'acuirsi delle tensioni in Ucraina e dall'incertezza politica in Grecia.

Il *trend* positivo dei mercati nella prima parte del 2014 ha favorito la quotazione di nuove imprese in tutte le principali borse dei Paesi avanzati.

In Italia si sono quotate 26 nuove società (10 in più rispetto al 2013), di cui 5 sul mercato principale (Mta) e 21 sull'Aim Italia. È aumentata la partecipazione degli investitori *retail* alle offerte finalizzate alla quotazione, con una quota riservata al pubblico passata da poco più del 7 per cento nel 2013 al 17 per cento circa nel 2014. Il ruolo degli investitori istituzionali resta comunque preponderante.

A fine 2014 il rapporto fra capitalizzazione e Pil risultava pari al 28,4 per cento, valore lievemente superiore a quello di fine 2013 (27,9 per cento). Nello stesso periodo le società domestiche quotate sono passate da 278 a 293 (+ 5,4 per cento).

Il programma di acquisto di titoli pubblici, cosiddetto *quantitative easing*, avviato nel mese di marzo 2015 dalla Banca centrale europea (Bce), con l'obiettivo di contrastare le pressioni deflazionistiche, ha indotto un radicale cambiamento nelle aspettative degli operatori e dei mercati finanziari.

Dall'inizio dell'anno la crescita dei corsi azionari è stata pari al 22,6 per cento in Italia a fronte di una crescita del 19,4 per cento in Germania e del 19,1 per cento in Francia. Gli indici si sono riportati al di sopra dei valori registrati prima della crisi del debito sovrano esplosa nell'estate del 2011, ma sono ancora inferiori di circa il 40 per cento rispetto ai livelli raggiunti nel 2007, prima della crisi finanziaria culminata con il fallimento della Lehman Brothers. Il mancato recupero rispetto ai livelli pre-crisi, già raggiunti e abbondantemente superati in Germania, dipende in larga parte dall'andamento negativo del settore bancario, il cui peso sul nostro listino è più elevato che in altri Paesi europei.

L'intervento della Bce ha consolidato le attese di una possibile rapida inversione della fase ciclica e ha fortemente attenuato la percezione del rischio sovrano, soprattutto per i Paesi periferici dell'Eurozona. Resta, tuttavia, il timore di possibili effetti di contagio derivanti dalle rinnovate tensioni in Grecia.

Il *quantitative easing* ha determinato un calo senza precedenti dei tassi di interesse e dei rendimenti dei titoli pubblici, che ridurrà la spesa per il servizio del debito e renderà più agevole la realizzazione delle misure di contenimento del *deficit* da parte dei Paesi con maggiori squilibri di finanza pubblica.

Parallelamente, l'enorme liquidità affluita sui mercati borsistici ha contribuito a innalzare in maniera repentina il valore dei corsi azionari. In particolare, la crescita del rapporto prezzo/utigli potrebbe rappresentare un segnale di rischio circa la possibilità che si formino bolle speculative.

L'insieme di condizioni macroeconomiche favorevoli dovrebbe portare a una ripresa di consumi e investimenti e riattivare la domanda di credito. La cessione alla Bce di titoli sovrani detenuti dalle banche consente di liberare risorse a favore dell'economia reale e di espandere gli impieghi al settore privato. Questo effetto potrebbe essere molto rilevante in Paesi quali Italia e Spagna, in cui i titoli pubblici domestici pesavano, a fine 2014, per il 10 per cento circa degli attivi bancari.

L'andamento positivo del mercato azionario ha reso possibili significative operazioni di ricapitalizzazione da parte

delle banche quotate italiane. Il processo di rafforzamento patrimoniale si è iscritto nell'ambito dell'*Asset Quality Review* (Aqr) e degli *stress test* propedeutici all'entrata in vigore del meccanismo unico di supervisione bancaria (*Single Supervisory Mechanism - Ssm*).

L'avvio del Ssm, con l'assunzione da parte della Bce di responsabilità dirette di vigilanza prudenziale, ha condotto a ulteriori interventi in materia di adeguatezza patrimoniale. La Bce ha effettuato valutazioni sui dati di bilancio relativi al 2013 e al 2014, tenendo conto delle operazioni di rafforzamento patrimoniale realizzate nello stesso 2014. Ne è emersa la strutturale solidità del sistema bancario italiano.

Va ricordato che le banche italiane hanno accresciuto il patrimonio facendo ricorso quasi esclusivo a investitori privati, mentre i sistemi bancari di alcuni grandi Paesi europei hanno beneficiato di rilevanti ricapitalizzazioni con risorse pubbliche (250 miliardi di euro in Germania, 60 in Spagna, 50 in Irlanda e Paesi Bassi, poco più di 40 in Grecia, 19 in Belgio e Austria e 18 in Portogallo; in Italia il sostegno pubblico è stato di circa 4 miliardi di euro).

La trasformazione in società per azioni delle maggiori banche popolari, oltre a produrre un impatto positivo sugli assetti di *governance*, permetterà loro un più agevole accesso al mercato dei capitali, anche in vista di possibili ulteriori rafforzamenti patrimoniali e in funzione di nuove aggregazioni. Il mercato bancario ne risulterà più trasparente e competitivo.

Significativi inasprimenti delle norme sui requisiti patrimoniali delle banche deriverebbero dall'introduzione, a partire dal 2017, dell'obbligo di detenere strumenti di capitale e debito tali da assorbire perdite significative (cosiddetta *Total Loss Absorbing Capacity - Tlac*). Si tratta di una regolamentazione che potrebbe sfavorire il nostro sistema bancario, perché relativamente più onerosa per strutture di gruppo come quelle nazionali, in cui è assente al vertice una *holding* non operativa.

È necessaria una riflessione approfondita sull'attuale tendenza della regolamentazione a focalizzarsi quasi esclusivamente sui profili di stabilità, trascurando gli effetti che, da questo

approccio, possono ricadere sulla crescita economica e sulla funzionalità stessa del sistema finanziario.

Un'eccessiva attenzione dei regolatori europei ai profili di stabilità può introdurre nuovi e diversi rischi nei mercati finanziari, portando a una contrazione dell'attività produttiva. Infatti, le imprese con un più basso merito di credito che, per effetto di regole più severe sulla stabilità, non riescono ad accedere al credito bancario, devono rinunciare a investire ovvero reperire risorse sul mercato. Si potrebbe quindi creare un meccanismo di selezione avversa, che porta verso il mercato le imprese meno solvibili con il rischio di causare una fuga degli investitori verso altri sistemi finanziari.

La ricerca della stabilità ha avuto un costo, che bisognava sopportare per evitare danni maggiori. Ma è giunto il momento di riflettere sulle cause del mancato sviluppo delle economie europee e della nostra in particolare.

Nel nostro Paese, dal 2011 ad oggi, la contrazione dei prestiti alle imprese è stimabile in circa il 10 per cento; nello stesso periodo il Pil è sceso del 4,8 per cento.

Rimane ampio anche il divario nei costi e nelle condizioni di accesso al credito per le imprese dei diversi Paesi dell'Eurozona. La forbice è più accentuata per le piccole e medie imprese (Pmi), con conseguenti riflessi negativi nei Paesi, come l'Italia, in cui le Pmi rappresentano una quota rilevante dell'intero tessuto produttivo. Quota pari, nel 2013, a circa il 70 per cento del valore aggiunto (contro il 58 per cento a livello europeo) e all'80 per cento degli occupati (67 per cento a livello europeo).

3 La quotazione delle imprese

La disciplina degli oneri legati allo *status* di società quotata è una delle questioni più delicate della regolamentazione dei mercati finanziari.

È necessaria un'attenta analisi su come definire un sistema di incentivi per le imprese, che sia funzionale all'obiettivo

di promuovere la crescita del mercato azionario, mantenendo fermo un adeguato livello di tutela dei risparmiatori.

La stratificazione nel tempo di norme di varia natura, non sempre strettamente o direttamente connesse alla tutela del risparmio, ha creato, invece, un sistema di incentivi che, innalzando in maniera ingiustificata lo 'scalino normativo' fra le società, secondo che siano o meno quotate, tende a premiare la scelta di rimanere fuori dal mercato borsistico. Trattamenti differenziati disincentivano la quotazione e finiscono così per pregiudicare gli interessi degli investitori e dell'economia nel suo complesso.

Le regole dovrebbero avere la finalità di spingere gli imprenditori a cercare la trasparenza e a sottoporsi allo scrutinio del mercato, nella consapevolezza che si tratta di una scelta premiante per le loro imprese, come è dimostrato da molti casi di successo.

Consob, nell'ambito del progetto *PiùBorsa*, ha avviato da tempo, insieme ai principali operatori del mercato, un'approfondita riflessione sulla possibilità di definire regole mirate a soddisfare questo obiettivo.

Alcune proposte contenute nel progetto sono state fatte proprie dal governo nell'ambito del 'decreto competitività' del 2014.

In primo luogo, è stato rimosso il divieto di emettere azioni a voto multiplo. Le azioni a voto multiplo possono rappresentare un incentivo alla quotazione e alla crescita delle imprese, perché bilanciano le esigenze di mantenimento del controllo con quelle di rafforzamento patrimoniale. Si tratta di un'opzione che si sta gradualmente affermando.

Consob ha modificato il regolamento emittenti per adattare la disciplina dell'Opa e delle partecipazioni rilevanti a questi nuovi strumenti.

In secondo luogo, sempre in materia di Opa, è stata prevista la possibilità che le piccole e medie imprese possano definire, in via statutaria, una soglia dell'Opa obbligatoria diversa da quella ordinaria del 30 per cento (entro un intervallo compreso

fra il 25 e il 40 per cento). La maggiore flessibilità consente una più ampia libertà circa il grado di contendibilità che l'azienda si pone come obiettivo e, quindi, permette alle imprese di non elevate dimensioni di accedere alla borsa senza sottostare, in tutti i casi, alle regole valide per le più grandi.

Gli obblighi di *disclosure* delle partecipazioni al capitale azionario delle piccole e medie imprese sono stati elevati dal 2 al 5 per cento. Si riducono in questo modo gli oneri amministrativi e si incentivano gli investitori a partecipare al capitale di queste società.

Il decreto competitività ha infine introdotto un'agevolazione fiscale per le imprese che si quotano su un mercato regolamentato o che chiedono l'ammissione a un sistema multilaterale di negoziazione, aumentando del 40 per cento la detrazione prevista dall'Ace (Aiuto alla crescita economica).

Un ulteriore tema oggetto di riflessione è quello dei controlli interni alle società quotate. L'attuale assetto è frutto di una regolamentazione stratificata nel tempo, che ha generato un sistema complesso e costoso. Vi sono almeno cinque organi o funzioni coinvolte (collegio sindacale, comitati endoconsiliari, funzione di *internal audit*, organismo di vigilanza di cui al d.lgs. 231/2001, dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari) senza possibilità di graduare la struttura organizzativa in funzione delle dimensioni dell'impresa. È un sistema che determina elevati costi di *compliance*, non garantendo maggiore capacità nella prevenzione di condotte illegittime o anche inefficienti.

Anche il tema dell'applicazione dei principi contabili internazionali al bilancio di esercizio delle società quotate potrebbe essere ragionevolmente affrontato.

Più in generale, è necessario facilitare il ricorso a modelli alternativi di amministrazione e controllo, il monistico e il dualistico, affermati e conosciuti nei principali Paesi avanzati. Una delle ragioni del loro scarso impiego sta nel fatto che il nostro codice civile non prevede una analitica disciplina in materia, mentre fa ampio uso del rinvio al modello tradizionale, rendendo particolarmente complesso discostarsi da quest'ultimo.

Occorrerebbe, infine, riconsiderare la disciplina delle attribuzioni del consiglio di amministrazione, dettando regole specifiche su funzionamento, compiti e organizzazione interna. Si eviterebbe in tal modo di concentrare in capo al consiglio le funzioni di alta amministrazione, supervisione strategica e gestione operativa e buona parte dei controlli, senza ripartire in modo chiaro e articolato tali funzioni tra le sue diverse componenti.

4 La tutela degli investitori

Il passaggio da un sistema finanziario incentrato sulle banche a un sistema dove i mercati hanno un ruolo crescente, impone un rafforzamento della tutela degli investitori. Ciò proprio in quanto si determina un rapporto diretto tra l'investitore e l'impresa, non intermediato da un istituto bancario.

In un contesto di bassi tassi di interesse, la ricerca di rendimenti elevati può indurre i risparmiatori a sottoscrivere prodotti altamente complessi e opachi. Gli investitori non professionali non sempre sono in grado di valutare appieno la congruità del *pricing* e il profilo di rischio di questo tipo di prodotti.

Consob, con una comunicazione del dicembre 2014, ha adottato una strategia di intervento a tutela degli investitori che si basa sull'individuazione di una lista esemplificativa di prodotti finanziari a elevata complessità e opacità, per loro natura non adatti alla clientela *retail*. Poiché la disciplina vigente non consente ancora di vietare direttamente il collocamento di questi prodotti, Consob, anticipando le finalità della prossima normativa sulla *product intervention*, contenuta nel nuovo pacchetto MiFID, ha posto vincoli espliciti alla loro distribuzione.

Questi prodotti potranno essere distribuiti solo seguendo specifiche cautele. Esse consistono in una piena assunzione di responsabilità da parte dell'emittente; nell'adozione di presidi a garanzia dei soggetti acquirenti; nell'esplicita indicazione della loro pericolosità per i risparmiatori non professionali e, infine, nell'indicazione che Consob ne sconsiglia l'acquisto da parte della clientela *retail*.

Sono presìdi che non fanno naturalmente venire meno la necessità che il risparmiatore sia sempre pienamente informato e consapevole delle caratteristiche dei prodotti finanziari che gli vengono offerti.

A tal fine, l'educazione finanziaria rappresenta uno degli elementi portanti della strategia di protezione degli investitori ed è fondamentale per aumentare l'efficacia dell'azione di vigilanza.

Una politica pubblica di educazione finanziaria contribuisce a rendere consapevoli i risparmiatori delle loro scelte d'investimento e dei rimedi in caso di truffe e raggiri.

Consob ha avviato un piano di *investor education* che si caratterizza per l'individuazione delle diverse tipologie di destinatari (investitori *retail*, formatori e studenti) e per l'utilizzo di due strumenti principali di divulgazione: il nuovo portale *internet* di educazione finanziaria e la formazione tramite lezioni e seminari nelle scuole e presso le associazioni dei consumatori.

La collaborazione con le associazioni dei consumatori, che hanno strutture operative capillari sul territorio nazionale, è stata e sarà sempre più importante. È stato avviato un ciclo di formazione per i loro referenti (cosiddetta 'formazione dei formatori') per favorirne l'aggiornamento sulle tematiche finanziarie. Il canale comunicativo diretto con l'Istituto consentirà di accrescere la consapevolezza degli investitori.

Ma non è sufficiente. Occorre un ulteriore passo in avanti per assicurare una tutela sostanziale. È necessario riformare l'attuale sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di contratti finanziari, secondo il modello dell'Arbitro bancario e finanziario, incentrato sull'adesione obbligatoria degli intermediari.

Il nuovo sistema potrebbe consentire una più rapida ed efficiente composizione delle liti, tutelando maggiormente i risparmiatori e deflazionando il contenzioso presso la giustizia ordinaria.

Il recepimento della direttiva MiFID II potrebbe costituire l'occasione per procedere in questa direzione.

5 Il quadro normativo europeo

Si è da poco conclusa un'importante fase di revisione delle principali direttive europee in tema di mercati finanziari. La parola è ora ai parlamenti nazionali. Consob ha, in molti casi, anticipato contenuti e posto all'attenzione temi poi confluiti nella nuova normativa comunitaria.

La recente revisione della disciplina MiFID (MiFID II e MiFIR), già approvata a livello europeo e la cui entrata in vigore è prevista nel gennaio 2017, attribuisce alle Autorità di vigilanza un potere diretto di *product intervention*, che consentirà di proibire o limitare la diffusione di prodotti finanziari e attività commerciali che pongono rischi per la tutela degli investitori, per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati, nonché per la stabilità del sistema finanziario.

Il Consiglio dei ministri ha approvato in via definitiva, lo scorso 8 maggio, il decreto delegato di recepimento della direttiva *Solvency II*, confermando la vigilanza di Consob in materia di prodotti finanziario-assicurativi e conferendole altresì i relativi poteri di *product intervention*.

Si tratta, come già detto, di novità in linea con gli interventi già adottati da Consob in tema di distribuzione di prodotti complessi.

Lo stesso processo di revisione della direttiva MiFID ha condotto all'introduzione, per la prima volta in Europa, di un insieme di regole specifiche sul *trading* algoritmico e ad alta frequenza, tema sul quale Consob è già intervenuta per mitigarne i possibili riflessi negativi in termini di integrità dei mercati e ordinato svolgimento degli scambi.

Con riferimento alla nuova direttiva europea in materia di *market abuse*, la normativa prevede che gli Stati membri, per le condotte gravi, dovranno affiancare alle sanzioni amministrative adeguate sanzioni penali, ovvero - e in questo sta la novità di maggiore rilievo - optare esclusivamente per le sanzioni penali.

La previsione di un doppio regime sanzionatorio (amministrativo e penale) per gli stessi fatti, potrebbe risultare non compatibile con i principi dettati dalla Corte europea dei

diritti dell'uomo (Cedu) in tema di *ne bis in idem*. Sarà compito del legislatore fissare una possibile linea di confine tra le condotte più gravi e commesse con dolo, da assoggettare a sanzioni penali, e le altre violazioni, punibili con sanzioni amministrative. Fermo restando l'esercizio da parte di Consob dei poteri di indagine previsti dal Testo unico della finanza (Tuf) e il consolidato e fruttuoso coordinamento con la magistratura.

Sempre in materia di sanzioni, il governo ha approvato in via definitiva, pochi giorni fa, il decreto legislativo di recepimento della direttiva sui requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di investimento (CRD IV) nel quale, come da tempo auspicato da Consob, ha escluso che vengano sanzionate le violazioni bagatellari (violazioni non gravi in cui vi sia, inoltre, un'assoluta mancanza di pregiudizio per la tutela degli investitori e del mercato).

La nuova direttiva *Transparency* può rappresentare l'occasione per rivedere l'entità della soglia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, attualmente fissata al 2 per cento. Questa soglia potrebbe essere allineata a quella dei principali Paesi europei (3 per cento), mantenendo fermo il regime agevolato per le Pmi (5 per cento), oppure essere innalzata per tutte le società al livello stabilito dalla direttiva (sempre 5 per cento).

Inoltre, la medesima direttiva consente agli Stati membri di eliminare l'obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio sulla gestione (cosiddetta 'relazione trimestrale'), opzione che il legislatore comunitario ha voluto al fine di ridurre gli oneri amministrativi per gli emittenti quotati e di indirizzare verso una valutazione dei risultati di più lungo termine. L'obbligo di redazione della trimestrale va graduato in funzione della dimensione delle imprese e delle reali esigenze informative del mercato, tenendo conto anche delle scelte che saranno operate dagli altri Stati membri.

Il quadro normativo comunitario è destinato ad arricchirsi con ulteriori importanti iniziative.

La più rilevante riguarda la proposta di regolamento sulla separazione fra banca commerciale e banca d'investimento

(«Proposta di regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi dell'Unione europea»). Essa prevede che le banche che superano determinate soglie dimensionali (totale attivo superiore a 30 miliardi di euro per almeno tre anni e attività di *trading* pari ad almeno 70 miliardi di euro o ad almeno il 10 per cento del totale attivo) o, comunque, quelle a rilevanza sistemica (individuate dalle Autorità nazionali competenti per la vigilanza prudenziale) non possano effettuare operazioni di negoziazione in conto proprio su strumenti finanziari.

La disciplina è volta a evitare che i rischi derivanti dall'attività di *trading* possano riflettersi sulle attività tipiche di raccolta e impiego del risparmio e a impedire che la provvista a basso costo tramite depositi, che beneficia di specifici strumenti di assicurazione in favore dei risparmiatori, sia utilizzata per finanziare operazioni speculative.

Si tratta di una proposta di riforma molto importante. Gli obiettivi sono pienamente condivisibili, ma le ricadute sui sistemi bancari nazionali devono essere valutate con estrema attenzione, tenendo conto dei costi che ne potrebbero derivare, anche alla luce della limitata attività di *trading* delle banche domestiche, in rapporto a quella dei loro concorrenti esteri. In caso contrario, le nuove regole potrebbero tradursi in una condizione di svantaggio competitivo per le banche italiane.

6 Il finanziamento delle Pmi

Tornando ai temi dell'economia reale, la questione fondamentale per le imprese è oggi quella di attivare canali di finanziamento alternativi al credito bancario.

Nell'Europa continentale e, quindi, anche in Italia, la provvista delle imprese deriva, per la sua quasi totalità, dalle banche. Solo le imprese più grandi – e qualcun'altra, piccola ma 'coraggiosa' – si sono affidate direttamente al mercato. La maggior parte attraverso la borsa; altre attraverso il ricorso a *corporate bond* o a fondi di *private equity*.

Ancor prima della crisi si sarebbe potuto comprendere che non si trattava di un sistema efficiente. Sarebbe bastato rivolgere lo sguardo oltreoceano.

In questi anni la situazione non è cambiata. A fine 2013 negli Stati Uniti i prestiti bancari alle imprese non finanziarie pesavano solo per il 4 per cento del Pil, mentre nell'Eurozona raggiungevano il 45 per cento e, in Italia, il 52 per cento. Dati, questi, sufficienti a evidenziare un'anomalia che è stata sottovalutata, nella convinzione che il sistema bancario europeo fosse sostanzialmente più solido e in grado, da solo, di assicurare lo sviluppo dell'economia. La diversificazione delle fonti di finanziamento e la reciproca concorrenza costituiscono invece elementi indispensabili per assicurare al settore produttivo una provvista di capitali adeguata e stabile nel tempo. Affidarsi a un canale in via esclusiva significa legarsi troppo strettamente ai suoi andamenti ciclici.

Circostanza che si è puntualmente verificata. Perché, se è vero che la solidità complessiva del sistema bancario europeo è stata assicurata, anche grazie all'intervento pubblico, pur tuttavia si è resa necessaria l'adozione di specifiche misure di tipo prudenziale per prevenire future crisi sistemiche e preservare la fiducia dei risparmiatori nel sistema bancario.

Queste indispensabili misure – che hanno comportato una serie di inasprimenti e successive verifiche dei requisiti patrimoniali delle banche – hanno inevitabilmente condotto a una restrizione dei flussi di credito destinati al sistema produttivo. Ciò nell'ovvia consapevolezza che la concessione di credito a imprese non adeguatamente solvibili avrebbe avuto effetti negativi in termini di assorbimenti patrimoniali per l'istituto erogante.

L'esame dei bilanci condotto dalle Autorità di vigilanza prudenziali ha fatto emergere con chiarezza come un elemento di debolezza del nostro sistema bancario fosse rappresentato dall'elevato peso delle sofferenze su crediti (circa il 10 per cento degli impieghi). Debolezza che si è amplificata con il perdurare di una fase ciclica negativa.

La risposta al problema del finanziamento delle imprese non può dunque che essere quella di adoperarsi per realizzare un mercato più simile al modello americano, in cui il settore finanziario abbia un peso tendenzialmente equivalente a quello bancario.

Solo un mercato che veda al suo interno un maggior equilibrio fra banca e finanza può assolvere appieno il ruolo di motore di sviluppo di un sistema economico avanzato. Questa assenza di equilibrio non è certo imputabile alla scarsità di risorse finanziarie private. L'Italia è, tuttora, uno dei Paesi a più alto tasso di risparmio delle famiglie, anche nel confronto internazionale. Secondo gli ultimi dati disponibili, la ricchezza complessiva delle famiglie è pari a circa 4 volte il debito pubblico del Paese. Al netto degli immobili, essa risulta pari a 2 volte il Pil nazionale. L'Ocse ha stimato che, nel 2012, la ricchezza netta risultava pari a 8 volte il reddito lordo disponibile; un livello questo che si poneva al secondo posto tra i Paesi del G7.

Ci sarebbe quindi lo spazio per favorire lo sviluppo del mercato dei capitali nel nostro Paese.

Tanto più oggi, in un contesto in cui i rendimenti dei titoli di Stato e dei depositi si sono fortemente assottigliati fino, in alcuni casi, a diventare negativi. L'investimento in titoli a reddito fisso, quando avviene per il tramite di prodotti di risparmio gestito, spesso non è remunerativo, anche a causa di un sistema di commissioni in misura fissa.

I risparmiatori sono in cerca di forme di impiego del risparmio più redditizie. I dati sulla raccolta dei fondi comuni in Italia nel primo trimestre dell'anno, che è risultata positiva per 36 miliardi, hanno evidenziato un ritorno di interesse sugli strumenti del risparmio gestito. Ciò vale in particolare per gli investimenti in capitale di rischio. Infatti, a fronte di una raccolta dei fondi azionari negativa per 186 milioni di euro nell'ultimo trimestre del 2014, i primi tre mesi del 2015 hanno registrato una inversione di tendenza con un dato positivo per circa 5 miliardi di euro.

Per consentire agli investitori di operare una razionale diversificazione nelle scelte di portafoglio, occorre offrire loro un mercato finanziario adeguatamente sviluppato. Obiettivo

irraggiungibile, se non si procederà con risolutezza e rapidità nel cammino di riforme intrapreso, in primo luogo estendendo a livello europeo il percorso di semplificazione normativa già da tempo avviato in ambito nazionale.

A questo fine, Consob ha individuato alcune possibili modifiche della disciplina comunitaria in grado di alleviare i carichi normativi cui sono sottoposte le Pmi. Ad esempio, in materia di offerte pubbliche di sottoscrizione o di vendita si potrebbero prevedere schemi di prospetto con contenuto estremamente semplificato per tutte le offerte di titoli già quotati su mercati regolamentati o Mtf (*Multilateral Trading Facilities*). Si potrebbe inoltre riflettere sulla possibilità di consentire alle Pmi di effettuare un *opt-out* statutario rispetto alla disciplina dell'Opa obbligatoria.

In ogni caso, per risolvere il problema del finanziamento delle Pmi, occorre andarne a ricercare le cause e non si può prescindere da alcune considerazioni di fondo.

Anche qualora si riuscisse a portare in quotazione un maggior numero di imprese, rimarrebbe pur sempre la necessità di assicurare un adeguato livello di liquidità del mercato, liquidità in grado di garantire la stabilità delle quotazioni e una loro maggiore coerenza con i valori fondamentali dell'impresa.

Questa criticità, che si traduce in un forte disincentivo alla quotazione può, d'altra parte, essere superata, come è stato proposto, attraverso un sistema di fondi, che faccia perno su un 'fondo di fondi' in grado di raccogliere presso primari investitori istituzionali risorse da convogliare in strumenti d'investimento dedicati alle Pmi quotate, in modo da garantire un adeguato volume di scambi.

Si tratta di uno strumento finanziario rivolto quasi esclusivamente, per sua natura, a una clientela di tipo professionale. Diventa dunque determinante che il 'fondo di fondi', in analogia a quanto avviene in altri Paesi, veda la partecipazione in particolare dei fondi pensione, che hanno obiettivi di investimento di medio-lungo periodo. Lasso di tempo indispensabile per ottenere un ritorno adeguato in questo settore.

In Italia il ruolo svolto nei mercati azionari dai fondi pensione risulta ancora troppo limitato. Secondo i più recenti dati Ocse, l'investimento dei fondi pensione italiani in azioni è pari al 20 per cento circa del totale degli investimenti, a fronte di una media dei Paesi Ocse del 40 per cento circa e del 50 per cento negli Stati Uniti. Considerando esclusivamente gli investimenti diretti in titoli di capitale italiani, tale dato risulta inferiore all'uno per cento.

Una composizione del portafoglio più orientata verso i mercati azionari, che hanno un maggiore potenziale di sviluppo, può tradursi in un più elevato rendimento dei prodotti pensionistici. Obiettivo, questo, cruciale per tutelare le aspettative delle generazioni future. In questo senso, appare di estrema importanza l'adozione di scelte di portafoglio coerenti con l'orizzonte temporale dell'investimento e il profilo dell'investitore, che implicino rischi commisurati a un impegno a lungo termine.

7 Un'agenzia europea per le Pmi

Accedere agevolmente e a basso costo a informazioni finanziarie affidabili, standardizzate e chiare sulla situazione economica e patrimoniale delle Pmi, è indispensabile per consentire agli investitori di far affluire risorse alle Pmi non quotate e sviluppare, per tale via, un mercato dei capitali efficiente.

In base alla disciplina comunitaria, le Pmi non quotate non sono tenute a far certificare il proprio bilancio da una società di revisione, né ad applicare i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Si tratta di un assetto coerente con l'esigenza di adeguare i costi di *compliance* alla dimensione dell'impresa, ma che ha come conseguenza quella di rendere l'informativa finanziaria sulle Pmi fortemente disomogenea a livello europeo e di qualità non adeguata alle esigenze conoscitive degli investitori.

In sostanza, anche per l'investitore più sofisticato l'accesso ai dati finanziari delle Pmi e la loro valutazione possono avere un costo troppo elevato rispetto ai ritorni attesi. Si tratta di un caso di 'fallimento di mercato', dovuto al fatto che i costi per la produzione dell'informazione sono difficilmente sopportabili

per imprese di piccole dimensioni. Solo l'intervento di un soggetto in grado di operare su base europea in modo centralizzato può realizzare quelle economie di scala indispensabili per consentire a tutti la fruizione del *set* informativo necessario per orientare le scelte d'investimento.

Un'agenzia europea per le informazioni finanziarie sulle Pmi potrebbe rappresentare la risposta ottimale.

L'agenzia assicurerebbe la raccolta e la diffusione delle informazioni economiche e finanziarie sulle Pmi europee attraverso un unico sistema informativo pubblico. In tal modo si renderebbe visibile agli investitori istituzionali europei e internazionali l'ampio spettro delle opportunità d'investimento finanziario nell'economia reale europea. Verrebbe così favorito l'incontro tra la domanda di attività finanziarie da parte degli investitori e l'offerta da parte di imprese di dimensioni medio-piccole, che intendano finanziare i propri progetti di sviluppo. Si creerebbe in tal modo una sorta di 'vetrina' per le Pmi che vogliono aprirsi al mercato dei capitali.

La città di Milano e il sito di Expo, in particolare, rappresentano il luogo ideale per insediare l'agenzia.

Milano è il cuore del sistema manifatturiero italiano; è il centro finanziario del Paese; è sede di università e istituti di ricerca di fama internazionale. Possiede dunque la naturale vocazione a ospitare un polo delle conoscenze a supporto delle imprese e degli investitori.

Le infrastrutture di Expo, inoltre, potrebbero offrire lo spazio funzionale e organizzativo ideale per ospitare un *hub* europeo di servizi professionali dedicati alle Pmi e alle *start-up* innovative, in grado di sostenere le imprese nel processo di avvio dell'attività imprenditoriale e nelle fasi di crescita dimensionale e internazionale dell'azienda.

Milano può e deve, oggi, rappresentare la nuova frontiera dello sviluppo, saper attirare le migliori energie del Paese – e non solo – e attrezzarsi per diventare un polo finanziario a livello globale.

8 La *capital markets union*

Il 2015 si presenta come un anno di svolta. Si è completato il processo istituzionale che ha dato vita alla *banking union* e la Commissione europea ha annunciato il progetto di *capital markets union*.

Si tratta di un radicale cambiamento di impostazione.

L'Europa oggi si presenta come un'area geografica poco attraente per gli investitori di altri continenti. In particolare, in Italia, essi manifestano interesse verso investimenti diretti prevalentemente ad acquisire quote di controllo nel settore industriale e in quello immobiliare. Sono invece poco interessati agli investimenti di natura puramente finanziaria. È un limite alle potenzialità di sviluppo del nostro mercato dei capitali.

L'Unione europea, pur rappresentando una delle aree più progredite e ricche del mondo, è ancora alla ricerca di una reale integrazione economica e finanziaria.

È ancora forte la tendenza di singoli Stati membri a sfruttare a proprio esclusivo vantaggio gli spazi di discrezionalità lasciati dal legislatore comunitario, senza attuare una strategia comune volta a rafforzare la posizione competitiva dell'Unione verso altre aree geografiche. Ne sono derivate incertezze normative, che hanno aperto spazi per arbitraggi tra sistemi giuridici, a cui si è risposto attraverso regole sempre più dettagliate e complesse, che frenano gli investimenti esteri.

Si è venuta a creare in tal modo una giungla in cui è pericoloso il solo addentrarsi.

A rendere più complessa la situazione contribuisce il fatto che l'Unione europea, a fronte di un potere legislativo esercitato, negli ultimi anni, in maniera sempre più ampia, non dispone di incisivi poteri di controllo sull'attuazione delle norme a livello nazionale.

La realizzazione della *banking union* rappresenta la prima vera risposta coordinata e razionale a questi problemi. La previsione di un meccanismo unico di supervisione, unitamente a

un sistema di regole comuni, potrà eliminare in radice ogni forma di arbitraggio fra ordinamenti.

Con la *banking union* è stato definitivamente spazzato via quell'approccio campanilistico, che aveva contraddistinto molti ambiti della vita delle banche europee. Soprattutto, si è conferita nuova fiducia ai risparmiatori rispetto alla solidità delle grandi banche dell'Eurozona e alla sopravvivenza stessa della moneta comune.

Il processo non è stato indolore. Ha portato, come detto, a severe politiche di rafforzamento patrimoniale del settore bancario, ma ha indicato una strada da percorrere, anche con riferimento ai mercati finanziari. La *banking union* costituisce solo il primo passo in questa direzione. Ma, come spesso accade, il primo passo è quello fondamentale. Quello che fa cambiare le tendenze.

La *banking union* non rappresenta di per sé un processo di armonizzazione completo e definitivo. Per realizzare un vero livellamento del piano di gioco (*level playing field*) occorre intervenire su molti altri comparti della regolamentazione che insistono sul mercato del credito, a partire dalle norme civilistiche e fallimentari. Anche differenze istituzionali e operative nell'organizzazione del sistema giudiziario, che incidono sul tempo e la complessità delle procedure di recupero dei crediti, creano disparità tra ordinamenti, che possono condizionare la scelta del Paese in cui avviare un'impresa bancaria.

Se l'obiettivo ultimo è quello di disporre di un sistema normativo e istituzionale in grado di sostenere l'attività economica, la *banking union* non può che essere parte di un disegno più ampio, volto a promuovere tutte le diverse forme di finanziamento delle attività produttive. Per questo motivo non si può che apprezzare l'iniziativa della Commissione europea che, per dare una più concreta attuazione al principio della libera circolazione dei capitali, ha ritenuto che fosse giunta l'ora di dare vita al progetto di una unione dei mercati dei capitali realmente integrata.

Il *green paper*, che contiene le proposte della Commissione e che è attualmente sottoposto a pubblica

consultazione, pone un obiettivo di carattere molto ambizioso: agevolare il finanziamento delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni (Pmi), aprendo loro l'accesso al mercato finanziario e consentendo una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento.

Per la prima volta in un documento ufficiale, si prende atto che i meccanismi, che eravamo abituati a utilizzare per favorire lo sviluppo economico, non funzionano più. La crisi ha mutato la pelle del sistema bancario, che non potrà più essere quello strumento tradizionale di finanziamento cui eravamo abituati ad affidarci.

L'Europa ha individuato nell'unione dei mercati finanziari il soggetto destinato ad assumere questo compito nel futuro.

Si tratta di una scelta irreversibile.

Con una conseguenza. Uno stabile sviluppo economico non potrà mai essere ottenuto da un singolo mercato finanziario confinato in un contesto esclusivamente nazionale, ancorché solido ed esteso.

È necessario costruire quella massa critica che può essere offerta solo dall'intero mercato europeo.

A tal fine, i diversi soggetti che concorrono a finanziare le attività produttive dovranno essere sottoposti a una disciplina regolamentare e di vigilanza omogenea. Ciò potrà avvenire abolendo gli ambiti di attuazione discrezionale della regolamentazione da parte dei singoli Stati e le differenze nelle modalità di supervisione e di *enforcement*.

Un sistema di regole e una vigilanza decisi unitariamente e coordinati a livello europeo costituiscono l'unico strumento in grado di cogliere contemporaneamente i due obiettivi della tutela dei risparmiatori e della competitività del mercato. Per tale via, si scongiurerebbe il rischio di *free riding* di alcuni sistemi-Paese, a danno di altri, evitando che giurisdizioni più permissive possano beneficiare di vantaggi competitivi.

Per accompagnare questo processo, occorre prendere le mosse dalla redazione di un vero e proprio Testo unico della

finanza europeo, che codifichi in una singola fonte tutte le norme sui mercati finanziari del Vecchio Continente, razionalizzandole, conglobando l'infinita congerie di regolamenti e direttive esistenti in materia, semplificandone i contenuti e presentandosi come un *corpus* normativo finalizzato a sostenere lo sviluppo economico comune.

Non è un obiettivo irrealistico. Può essere perseguito nella corrente legislatura europea.

Se questa sarà la reale portata della *capital markets union*, essa potrà rappresentare il cruciale punto di passaggio verso una vera unione economica e fiscale.

Per far funzionare un mercato finanziario europeo realmente unificato, infatti, non si può trascurare il tema della tassazione. Se essa resterà, come è oggi, troppo diversificata fra Paesi, il mercato non potrà mai essere 'unico' e l'Europa sarà meno competitiva rispetto ad altre aree geografiche.

Ad esempio, se si armonizzasse il trattamento fiscale delle rendite finanziarie, sarebbe difficile giustificare la permanenza di regimi fiscali disomogenei sui redditi d'impresa e da lavoro. Con la conseguenza che, ad analoghi livelli di imposizione, non potranno non corrispondere, tendenzialmente, analoghi livelli di spesa pubblica. Ne deriverebbe, in definitiva, una spinta all'unificazione della legislazione fiscale e a una maggiore integrazione delle politiche di bilancio.

Come abbiamo avuto modo di constatare negli ultimi anni, la moneta, da sola, non basta. Se vogliamo realizzare le aspirazioni dei Padri Fondatori e conseguire un livello di sviluppo e benessere condivisi dai popoli di tutta l'Europa, dobbiamo darci anche la medesima tassazione e la medesima legge.

Autorità, Signore e Signori,

la realizzazione del progetto di *capital markets union* sarà decisiva per lo sviluppo economico del Continente nel prossimo decennio. La sfida è impegnativa, ma alla nostra portata.

Dopo anni difficili, in cui un'Europa miope ha trascurato i doveri connessi al suo ruolo internazionale e al vincolo di solidarietà interno, ci troviamo oggi nella possibilità di compiere quel 'passo' rinviato per troppo tempo.

La reale entità dei problemi è stata compresa. La crescente liquidità, il cambio favorevole, l'inflazione bassa e il petrolio a buon mercato costituiscono l'indispensabile propellente di un'occasione che non si ripresenterà.

In questo percorso ci può aiutare il monito del Talmud che recita: «Se io non sono per me, chi è per me? E se io sono solo per me stesso, cosa sono? E se non ora, quando?». Ciascuno si deve attivare per costruire il proprio futuro, ma non si può costruire nulla di solido se non lo si fa in armonia con i propri simili. E bisogna saper cogliere il momento giusto per unire le forze e agire. Ma il monito ci ricorda anche che il tempo che abbiamo a disposizione non è infinito.

Lasciarlo trascorrere invano sarebbe una colpa imperdonabile.