

Alcune considerazioni sulle prospettive di sviluppo del mercato mobiliare italiano

Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori

Elementi di analisi

Nella difficile fase economica che il sistema italiano sta affrontando in conseguenza della pandemia, il mercato mobiliare è chiamato a svolgere un ruolo fondamentale per accompagnare e sostenere un percorso di ripresa che non può realizzarsi senza una sostanziale ricapitalizzazione delle imprese.

La debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane, aggravata dalla pandemia, e lo scarso sviluppo del mercato dei capitali possono infatti compromettere la realizzazione degli investimenti in digitalizzazione, innovazione e sostenibilità necessari per realizzare gli obiettivi strategici posti alla base del Recovery Plan e nel tradurre gli effetti in uno strutturale innalzamento del potenziale di crescita dell'economia e della creazione di occupazione. Secondo un recente studio¹, le imprese europee avranno bisogno di circa 1.000 miliardi di euro di capitale, di cui 175 miliardi in Italia, per avviare la ripresa economica. Considerato che nel prossimo biennio le istituzioni europee, tramite ad es. NextGeneration EU, metteranno a disposizione 400-550 miliardi, ne consegue che occorrerà mobilitare ulteriori 450-600 miliardi di euro di capitale. Nel 2020 l'ammontare delle emissioni di titoli di capitale quotati ha raggiunto i 77 miliardi di euro che rappresentano solo il 7,7% del fabbisogno complessivo di capitale.

Gli interventi straordinari di ricapitalizzazione promossi dal Governo costituiscono un primo strumento emergenziale di sostegno per le imprese più colpite dagli effetti della crisi, ma possono essere insufficienti se non si rafforza strutturalmente la capacità delle imprese italiane di accedere al mercato dei capitali. Nel 2020, le emissioni di capitale sul mercato azionario italiano sono state pari al 15% di quelle realizzate sul mercato inglese, meno di un terzo di quelle realizzate sul mercato tedesco, circa la metà di quelle realizzate sul mercato francese e su quello svizzero.

Accanto alle misure di incentivazione e di miglioramento del contesto infrastrutturale, appare pertanto necessario prevedere uno specifico piano di azione volto a sostenere un salto strutturale nella capitalizzazione delle imprese, attraverso interventi permanenti di sistema che, da un lato, rimuovano i vincoli, normativi e organizzativi, all'accesso al mercato, dall'altro, introducano istituti e incentivi che favoriscano e stimolino tale accesso. Le debolezze del mercato dei capitali italiano e l'opportunità di un intervento riformatore volto a promuovere il suo sviluppo sono state sottolineate dal rapporto dell'OCSE sul mercato dei capitali in Italia², realizzato nel 2019, cioè ben prima dell'emergere della pandemia. Le raccomandazioni, contenute in quel Rapporto, per migliorare il quadro istituzionale e normativo, con l'intento di fornire alle imprese un accesso migliore al finanziamento e garantire pari opportunità per i risparmiatori, forniscono utili indicazioni sulle iniziative che potrebbero essere esplorate.

La Consob può svolgere un ruolo importante nel promuovere e indirizzare tale processo, sia attraverso l'uso dei suoi poteri regolamentari e di vigilanza, sia portando il proprio contributo tecnico alle possibili iniziative legislative in ambito nazionale e dell'Unione Europea funzionali a questo scopo.

¹ Cfr. AFME, Recapitalising EU businesses post COVID-19, 2021

https://www.afme.eu/Portals/0/AFME_COVID-19Recapitalisation2020.pdf?ver=2021-01-18-161527-010

² Cfr. OECD Capital Market Review of Italy 2020. Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers
<http://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Italy.pdf>

Il COMI, che rappresenta le varie componenti del mercato italiano, mette a disposizione della Consob le proprie competenze al fine di contribuire all'identificazione delle maggiori criticità della regolamentazione e del funzionamento del mercato mobiliare che attualmente ne limitano la funzione di supporto alla crescita e all'individuazione di possibili soluzioni.

A tal fine, il COMI ritiene utile che si avvii un'analisi sistematica di queste problematiche, con specifico riferimento ad alcune aree della regolamentazione che appaiono particolarmente critiche, quali la disciplina dei prospetti e degli abusi di mercato, dove il sovrapporsi di difetti di impostazione nelle norme europee con diffuse forme di gold plating a livello nazionale ha creato costi rilevanti per gli emittenti la cui giustificazione implica una valutazione sui corrispondenti i benefici per gli investitori.

Altre aree di approfondimento potranno riguardare alcune peculiarità dell'ordinamento italiano, quali la disciplina delle società con titoli diffusi tra il pubblico e l'attribuzione di alcuni doveri agli organi di controllo degli emittenti, che non trovano riscontro nella regolamentazione europea e la cui utilità potrebbe essere considerata nell'ottica del rafforzamento e dell'armonizzazione dei mercati europei.

Qualora la Commissione condivida l'opportunità di questa analisi, il COMI predisporrà uno specifico piano di lavoro, che potrà essere avviato in occasione del suo nuovo mandato.

Sin d'ora, il COMI ha comunque ritenuto opportuno sottoporre all'attenzione della Commissione alcune considerazioni relative alle opportunità che il prossimo cambiamento di controllo del gruppo Borsa Italiana e la sua integrazione nel gruppo Euronext offre proprio nella prospettiva di favorire lo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

Valorizzazione degli asset strategici e interazione con gli stakeholder della Borsa

Di seguito sono innanzitutto indicati alcuni punti che si ritengono importanti per lo sviluppo ulteriore della Borsa Italiana nei prossimi anni.

Mantenimento e sviluppo dell'identità di "Borsa Italiana"	Dal punto di vista commerciale, ma anche istituzionale, vanno contemplate eventuali opportunità di integrazione con l'esigenza di conservare e valorizzare l'identità e riconoscibilità del gestore dei mercati italiani, al fine di preservare il valore reputazionale della sua storia e quello operativo di garante della trasparenza e dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni.
Piano di investimenti in infrastrutture e servizi	La certezza di un piano di investimenti in innovazione tecnologica rappresenta un tema chiave per assicurare un buon livello di competitività dei servizi di Borsa Italiana sul mercato finanziario europeo. L'obiettivo primario per Borsa Italiana dovrà essere incentrato nel proseguire il suo percorso di sviluppo all'interno di un piano strategico di lungo termine a livello aggregato.
Valorizzazione delle piattaforme specializzate nel contesto competitivo internazionale	Se da un lato l'aggregazione delle borse risponde al rationale di incrementare le economie di scala per meglio competere a livello globale con le principali piazze finanziarie, non meno importante è la possibilità di controllare gli asset strategici di Borsa Italiana: in una visione di medio periodo quest'ultimo fattore potrebbe portare benefici in termini di competitività e crescita che, seppur meno immediati, potrebbero avere un impatto ancor più rilevante per lo sviluppo futuro. Sebbene in un'ottica

	<p>semplificata che non include valori intangibili di Borsa Italiana – come il riconoscimento sul mercato e le professionalità di elevato calibro che vi lavorano – possiamo certamente individuare tra gli asset principali del gestore italiano le sue piattaforme specializzate di negoziazione, clearing e settlement. Anche alla luce dell’elevato debito pubblico italiano, MTS rappresenta per Borsa Italiana un asset critico nella gestione del debito pubblico e un centro di eccellenza nelle trattazioni su titoli di stato. Lo stesso vale per altre due piattaforme centrali di Borsa Italiana, CC&G e Monte Titoli, rispettivamente per l’attività di clearing su derivati e per il settlement del transato sui mercati nazionali. L’auspicio è che siano posti al centro del piano strategico relativo alla Borsa Italiana la valorizzazione di tali piattaforme, anche in un’ottica internazionale, preservando il know-how sviluppato e puntando alla scalabilità da un punto di vista tecnologico.</p>
<p>Interazione con gli stakeholder</p>	<p>Il continuo interscambio con emittenti, intermediari, associazioni di categoria ed operatori del settore è alla base di una efficace regolazione del funzionamento dei mercati e, più in generale, può favorire il disegno di soluzioni ottimali per garantire un’efficiente allocazione del capitale.</p> <p>Si ritiene pertanto auspicabile che la società di gestione del mercato assicuri forme istituzionalizzate di interlocuzione con le principali categorie di stakeholder nei vari livelli su cui si articola la definizione delle strategie operative e regolamentari (quindi sia a livello di <i>holding</i> Euronext sia a livello di gestore nazionale), attraverso l’istituzione e la valorizzazione (ove esistenti) di <i>advisory board</i>, composti da esponenti degli <i>stakeholder</i>, cui affidare un ruolo consultivo e propositivo per tutte le principali decisioni strategiche del gruppo e dei gestori nazionali.</p>

Emittenti: accesso ai mercati dei capitali e visibilità presso gli investitori

Anche gli emittenti sono potenzialmente toccati dalle modifiche negli assetti delle borse e nella loro governance. L’obiettivo principale per le società private che decidono di raccogliere capitale sul mercato, sia attraverso un percorso di quotazione in Borsa che sotto forma di debito, è certamente quello di poter accedere agevolmente ai mercati dei capitali tramite un processo efficiente e non eccessivamente oneroso. Dall’altro lato, gli emittenti già quotati devono poter avere la giusta visibilità con gli investitori e attingere rapidamente al mercato per reperire nuove risorse in successivi collocamenti. Di seguito alcuni elementi da considerare a questo fine.

<p>Accesso efficiente ai mercati dei capitali</p>	<p>Allo stato attuale, l’accesso al mercato dei capitali in Italia risulta più lungo e complesso rispetto ad altri mercati europei. Solo per citare qualche esempio in ambito di quotazione, l’appesantimento del processo si può ricondurre, tra i molteplici aspetti, anche alla duplicazione del processo di istruttoria imposto dalle richieste di documentazione sia da parte di Consob che di Borsa Italiana, che a volte eccedono quanto previsto dalla normativa europea e comportano la redazione di documentazione addizionale. Anche una volta quotato, un emittente che vuole reperire risorse addizionali o effettuare il passaggio al mercato principale è chiamato a produrre</p>
--	--

	<p>documentazione con un grado di dettaglio pari a quello dell'IPO, con evidenti inefficienze e ridondanza di informativa. Anche sul fronte del debito quotato, si sono osservati spesso tempi di istruttoria superiori e un processo di redazione della documentazione più gravoso per l'emittente rispetto a quanto avviene su altri mercati europei. È chiaro che in questo contesto risulta più che mai opportuno un processo di semplificazione che permetta di efficientare l'accesso al mercato. Tale tematica risulta particolarmente rilevante per le PMI, che devono sostenere costi di quotazione ingenti, sia diretti che indiretti, e che possiedono per loro natura minore alternative di finanziamento rispetto a società più grandi e mature.</p> <p>Appare quanto mai opportuna una sostanziale revisione delle prassi di vigilanza, volta a ridurre i tempi e gli oneri di produzione del prospetto, e una riconsiderazione di alcune scelte regolatorie, riconducibili sia alla normativa nazionale che europea, anche alla luce della migliore prassi nell'ambito della federazione di Borse europee gestite da Euronext.</p>
<p>Copertura da parte degli analisti di ricerca</p>	<p>Una volta centrato l'obiettivo della quotazione, è fondamentale per l'emittente mantenere visibilità presso la comunità finanziaria al fine di sostenere il valore aziendale. In questa prospettiva la ricerca azionaria rappresenta un tassello fondamentale, specialmente per le società <i>small cap</i> che, a causa della minore liquidità sul titolo, rischiano di essere oggetto di minori attenzioni da parte degli investitori. Borsa Italiana si è dimostrata attenta a queste esigenze: il modello dello Specialista sul segmento STAR di Borsa Italiana – che include al suo interno anche l'obbligo di copertura dell'emittente con almeno due ricerche all'anno – è indubbiamente un caso di successo a livello europeo. In virtù di ciò, andrebbe considerata e incentivata l'eventuale diffusione di questa prassi su tutto il mercato regolamentato o almeno con riferimento ai titoli con capitalizzazione inferiore a un miliardo di Euro. Anche alla luce del caso virtuoso del segmento STAR, Borsa Italiana ha introdotto nel 2018 modifiche sostanziali al Regolamento Emittenti sul mercato AIM Italia, includendo la copertura di ricerca obbligatoria da parte dello Specialista con caratteristiche analoghe al modello STAR. L'offerta di un'adeguata copertura dei titoli quotati da parte della ricerca resta un tema fondamentale che influisce sulla liquidità del mercato e sull'attrazione degli investitori. È opportuno quindi che si individuino soluzioni che favoriscano un'estensione dell'offerta di ricerca. Si è naturalmente consapevoli dei costi di tale attività, che non dovrebbero gravare in misura rilevante sugli emittenti, in particolare minori, né sugli intermediari o gli investitori: a questo fine, potrebbero essere opportune agevolazioni e benefici fiscali coerenti con il fine, di interesse pubblico, di una maggiore e più profonda informazione sugli strumenti finanziari.</p>
<p>Accesso ad una ampia base di investitori</p>	<p>Aumentare la visibilità degli emittenti quotati sul mercato italiano sarà fondamentale per allargare la platea di investitori, soprattutto internazionali, che guardano con interesse al nostro listino. Si alimenta così un circolo virtuoso per cui un maggior numero di investitori determina un maggiore appeal della Borsa e della quotazione, attirando le imprese migliori verso questo percorso. Agire con ancor crescente efficacia su questa</p>

	<p>leva, tramite iniziative che possano far incontrare il risparmio con le imprese, potrà dare un notevole impulso alla crescita del listino nazionale, con forti benefici in termini di accesso a nuovi capitali da parte delle imprese.</p>
 Mercati dedicati alle PMI	<p>Il modello AIM Italia ha rappresentato negli ultimi anni un'importante novità per il mercato azionario italiano, seppur con caratteristiche parzialmente difformi dai modelli di mercato per le PMI di Euronext (<i>Access & Growth</i>), in particolare in termini di corporate governance degli emittenti (si pensi alla cosiddetta opa statutaria e all'applicazione di altre regole a tutela degli investitori). Si auspica prudenza nella modifica o eliminazione di tali regole, in particolare nei segmenti di mercato aperti anche a investitori meno sofisticati.</p> <p>In linea generale, è auspicabile l'affermarsi di un unico <i>brand</i> comune a livello pan-europeo per i mercati dedicati alle PMI ed un certo grado di convergenza nelle regole, al fine di facilitare investimenti <i>cross-border</i>. Tuttavia, poiché alcune delle attuali caratteristiche dell'AIM Italia sembrano essere alla radice del suo successo con gli investitori, è auspicabile che le modifiche all'attuale impianto regolamentare vengano valutate con particolare cautela, pur nel rispetto della libertà di disegno dei mercati da parte delle società di gestione.</p>

Investitori: ampie opportunità di investimento su titoli di qualità

I titoli sul listino principale di Borsa Italiana – specialmente *blue-chip* – includono un'importante presenza di investitori esteri nel capitale, a dimostrazione dell'interesse verso il nostro mercato. Tuttavia, riteniamo che sia fondamentale allargare la platea di investitori – domestici ed internazionali – anche a titoli a minore capitalizzazione. Per raggiungere questo risultato, è necessario agire su due fronti: i) aumentare la qualità dell'investimento in *mid-small cap* italiane e ii) rafforzare le misure volte a colmare il *gap* informativo che ostacola tale tipologia di investimento. Di seguito alcune misure che possono andare in questa direzione.

Attrattività della quotazione per le imprese di eccellenza	<p>Sebbene il compito di <i>scouting</i> delle imprese di eccellenza sia prevalentemente appannaggio di banche e advisor finanziari, il gestore del mercato gioca un ruolo importante nel dotarle di tutti gli strumenti necessari, commerciali e regolamentari, per rendere attrattiva la strategia di sviluppo attraverso i mercati finanziari. A più di otto anni dalla sua nascita, il programma ELITE di Borsa Italiana si è dimostrato un efficace strumento a servizio delle società private che guardano con interesse ai mercati finanziari. Riteniamo che occorra trarre spunto dal successo di ELITE per continuare l'attività di <i>education</i> verso le società private. Tuttavia, la formazione finanziaria non è sufficiente: è necessario collaborare con le istituzioni affinché possano essere condotti programmi di comunicazione ad-hoc verso le imprese italiane per promuovere l'apertura del capitale e i mercati finanziari, in una logica di diversificazione delle fonti di finanziamento rispetto al canale bancario, ancora preponderante sul mercato italiano.</p>
---	---

Capacità segnaletica delle società quotate più virtuose	<p>Il segmento STAR di Borsa Italiana rappresenta sicuramente un'innovazione di successo sul mercato italiano, promuovendo presso la comunità finanziaria le società più meritevoli sulla base di criteri oggettivi che misurano l'apertura verso gli interessi degli investitori. Si ritiene importante che anche a seguito dell'aggregazione si continui per questa via a valorizzare le eccellenze presenti sul listino italiano, con riflessi positivi sia per gli investitori che per gli emittenti maggiormente attenti alle esigenze del mercato. La dimensione pan-europea del nuovo azionista potrebbe portare ad espandere i confini STAR, creando un indice PMI di eccellenza a livello europeo capace di attirare anche gli investitori passivi.</p>
Regole trasparenti per il mercato	<p>Come accennato in precedenza, Borsa Italiana si è mossa in maniera decisa negli ultimi anni per migliorare il quadro regolamentare sul mercato AIM Italia al fine di promuovere elementi di maggiore tutela verso gli investitori. Già nel 2018 ha introdotto importanti modifiche, tra le quali il numero minimo di investitori istituzionali e la pubblicazione dell'intervallo di prezzo in sede di IPO, la nuova disciplina per SPAC e FIA oltre che la già citata introduzione della ricerca obbligatoria. A luglio 2020 si sono introdotte modifiche regolamentari in merito alle operazioni di OPA su titoli AIM Italia. È fondamentale che gli investitori mantengano piena fiducia nel ruolo istituzionale di Borsa Italiana e che sussistano norme mirate che mantengano un ampio grado di trasparenza pur senza ingessare eccessivamente gli emittenti, specialmente le PMI.</p>
Potenziamento della figura dello Sponsor nei consorzi di collocamento	<p>Si ritiene opportuno riflettere su modifiche selettive al regolamento di Borsa Italiana finalizzate a rafforzare la rilevanza e l'indipendenza dello Sponsor con riguardo anche al ruolo che esso svolge nel consorzio di collocamento.</p>

Intermediari finanziari: servizi di trading best-in-class

Nel quadro delineato, gli intermediari finanziari domestici hanno rappresentato storicamente l'anello di congiunzione tra tutti i soggetti coinvolti. L'efficienza nell'attività di negoziazione è la base per un mercato liquido e pienamente accessibile per gli investitori, di cui indirettamente beneficiano sia gli emittenti che, in ultima istanza, il gestore del mercato. Per poter svolgere efficacemente il loro ruolo, gli operatori di Borsa necessitano di una piattaforma all'avanguardia che permetta loro di competere sia in termini di servizio che di costo con la concorrenza estera, in una logica di massimizzazione del rapporto "qualità-prezzo". Di seguito gli elementi decisivi in questa chiave di lettura.

Accesso rapido ai mercati con servizi di negoziazione best-in-class	<p>È fondamentale per gli intermediari finanziari italiani poter usufruire di una piattaforma che garantisca un accesso rapido al mercato, al fine di soddisfare le esigenze di una clientela di investitori più sofisticata. Ciò è stato possibile negli anni grazie ad hardware localizzati sul territorio italiano che hanno permesso di contenere la latenza, ovvero l'intervallo di tempo per portare a termine una negoziazione. Occorre garantire agli operatori italiani lo stesso livello di servizio al fine di evitare la frammentazione degli scambi su mercati OTC non regolamentati che diminuirebbe la liquidità e la trasparenza sui titoli italiani, aumentando al contempo la volatilità.</p>
--	---

Contenimento dei costi di trading e fornitura dei dati di mercato

Al contrario, dal lato dei costi il margine di miglioramento risulta più elevato rispetto a quanto avvenuto negli ultimi anni: a fronte di ricavi in contrazione, gli intermediari finanziari hanno visto aumentare costantemente i costi dell'operatività sul mercato e dell'approvvigionamento dei dati. Benché potrebbero esserci *switching cost* iniziali qualora Euronext dovesse portare a compimento le sinergie sul lato della piattaforma di trading, le aspettative degli operatori di Borsa si traducono in una struttura di costi meno gravosa di cui possa beneficiare tutto il mercato, investitori inclusi.

Brevi riflessioni sui prossimi passi

Il quadro che emerge dall'analisi sui singoli stakeholder delinea la stretta interconnessione fra i soggetti coinvolti e le potenziali conseguenze delle decisioni prese dal gruppo acquirente in seno ad un'operazione di aggregazione di una società di gestione del mercato. Nello specifico caso di Borsa Italiana, i prossimi passi di Euronext sul mercato italiano saranno fondamentali per delineare la nuova fase di integrazione e rilanciare il mercato dei capitali domestico.

Anche in virtù di ciò, si auspica che Euronext instauri un dialogo costante con gli emittenti, gli investitori e gli intermediari finanziari, nell'ambito di un tavolo adeguatamente calibrato, così da poter agire in maniera efficiente, ma al contempo inclusivo di tutti i punti di vista e interessi legittimi dei soggetti coinvolti nel sistema finanziario nazionale.