



## **“Crisi, regole e intermediari di minori dimensioni: verso la Mifid-2”**

XIV congresso nazionale del Credito cooperativo

Intervento del Prof. Luca Enriques

Commissario Consob

Roma, 9 dicembre 2011

*Le opinioni espresse sono strettamente personali e non necessariamente riflettono quelle della Consob*

La crisi del debito sovrano rende necessaria l'adozione di misure che rendano l'indebitamento più sostenibile nel medio e lungo termine.

A questo scopo, è senz'altro necessario un maggior rigore di bilancio. Questo approccio deve però essere affiancato da misure che favoriscano lo sviluppo, dato che solo una crescita più robusta può assicurare la capacità di onorare il servizio del debito negli anni a venire.

Tra le misure che possono favorire lo sviluppo economico rientra senz'altro la riduzione degli oneri amministrativi che gravano sulle imprese.

Poiché gli oneri amministrativi hanno in parte una misura fissa, essi affliggono maggiormente le piccole imprese. In assenza di correttivi, regole stabilite secondo lo standard *one size fits all* (ossia: norme a taglia unica) finiranno quindi per pesare maggiormente sugli operatori di minori dimensioni, limitando la creazione di nuovi soggetti imprenditoriali e, quindi, riducendo il grado di concorrenza e di innovazione del sistema economico.

Le Banche di Credito Cooperativo (BCC) scontano quindi particolarmente le conseguenze negative degli oneri amministrativi. Da un lato, infatti, questi oneri rendono più difficoltose la nascita e la crescita dei piccoli imprenditori che rappresentano il tradizionale "terreno di caccia" per le BCC, riducendo così la potenziale clientela del credito cooperativo.

Dall'altro, le BCC stesse subiscono con intensità maggiore, in quanto imprese di dimensioni più contenute rispetto alla tradizionale banca con finalità di lucro, le conseguenze negative degli oneri amministrativi: un elemento che si ripercuote poi sui benefici di carattere mutualistico che esse sono in grado di assicurare ai propri soci, spesso a loro volta piccoli imprenditori.

Il tema è ampiamente avvertito anche a livello europeo: la revisione dello *Small Business Act* (una Comunicazione della Commissione europea diretta a favorire lo sviluppo delle piccole e medie imprese), avvenuta quest'anno (Comunicazione della Commissione europea del 23 febbraio 2011), ribadisce l'opportunità di introdurre, negli Stati membri, l'obbligo di valutare l'impatto sulle PMI delle misure regolamentari da adottare (in coerenza con l'approccio "*Think Small First*") e di ridurre per quanto possibile il *goldplating* rispetto alle disposizioni di rango europeo.

Tra gli aspetti considerati è espressamente indicata anche la necessità che la disciplina in materia bancaria e di intermediazione finanziaria non dia luogo a restrizioni nella capacità di finanziamento delle PMI, e si indica l'opportunità di prevedere percorsi facilitati per la quotazione di imprese anche di piccole dimensioni. L'Atto per il mercato unico predisposto nel 2011 dalla Commissione europea ha poi confermato la necessità di rileggere le proposte di regolazione dei servizi finanziari al fine di valutarne l'impatto sulle PMI.

In Italia, è prevedibile che il Governo voglia anch'esso procedere nella direzione di un ambiente normativo più favorevole alla nascita e alla crescita delle imprese. Un utile breviario delle riforme possibili lo fornisce la Banca Mondiale, che ogni anno pubblica un Rapporto, il *Doing Business Report*, uno studio che misura ogni anno quanto sia facile creare e gestire un'impresa in 183 paesi sotto il profilo del contesto normativo e burocratico. L'Italia negli ultimi anni è continuata a scendere in questa classifica, sempre più spesso, a torto o a ragione, citata da fonti come l'*Economist* quale indice della competitività dei vari paesi.

Una riforma a costo zero che la Banca Mondiale suggerisce è quella di eliminare il capitale minimo per le s.r.l., oggi in Italia pari alla già simbolica cifra di 2500 euro (di capitale versato): se si consentisse, come in molti altri

paesi europei, la costituzione di s.r.l. con un euro di capitale, l'Italia guadagnerebbe, *ceteris paribus*, 10 posizioni nel ranking sintetico del *Doing Business Report* (da 87esima a 77esima) e ben 53 posizioni (da 77esima a 23esima) nella graduatoria parziale sulla facilità di iniziare un'attività di impresa. E, ciò che molto più rileva, sarebbe più facile per giovani e non iniziare nuove attività.

Vorrei dedicare il resto del tempo a mia disposizione per svolgere alcune considerazioni sul principio di proporzionalità nell'ordinamento europeo, in base all'assunto per cui solo il pieno rispetto di questo criterio da parte del legislatore europeo possa permettere ai regolatori nazionali di fare altrettanto.

Tra le regole che maggiormente interessano le BCC, sono (o sono state recentemente) oggetto di revisione a livello europeo alcune previsioni che possono incidere sulla capacità di fare *funding* e sulla prestazione di servizi di investimento a costi competitivi.

Quanto al *funding*, la recente revisione della direttiva prospetti ha introdotto alcune opportune semplificazioni della disciplina, lavorando in particolare sull'ambito di applicabilità del regime europeo: ad esempio, molte costituenti BCC non avranno più bisogno di un prospetto, *ai sensi della disciplina europea*, se l'ammontare del capitale da raccogliere sia inferiore ai 5 mln/€, in luogo degli attuali 2,5. Soprattutto, molte BCC potranno avvalersi dell'innalzamento a 75 mln/€ su base annuale della soglia di inapplicabilità della disciplina del prospetto, in relazione alle obbligazioni *plain vanilla* emesse in modo continuo e ripetuto.

Al tema è particolarmente sensibile anche la Consob, che ha avviato confronti con industria e consumatori per rivedere la disciplina dei mercati finanziari e individuare norme che, ad un'analisi/costi benefici, si rivelino ingiustificate.

Così, la possibilità di esonerare da prospetto – o di sottoporre ad un documento ulteriormente semplificato non sottoposto ad approvazione dell’Autorità – le offerte al pubblico di obbligazioni non strutturate, non subordinate ed emesse per un controvalore annuo inferiore ai (50 e a breve) 75 milioni di euro, è all’esame della Commissione.

Un’alternativa in corso di valutazione a seguito delle risposte alla consultazione sarebbe quella di prevedere un regime semplificato, sul modello del KIID, per *tutte* le obbligazioni bancarie più *lato sensu* semplici che la direttiva consente di esentare in caso di emissioni fino a 50 (e poi 75) milioni di euro.

Ma in questa materia, a destare maggiore preoccupazione a livello di disciplina europea sono alcune rigidità nel *technical advice* rilasciato dall’ESMA in attuazione delle recenti modifiche apportate alla direttiva prospetti.

Ad esempio, per i prospetti di base, che naturalmente rappresentano la formula più flessibile per la raccolta obbligazionaria bancaria, si assiste alla tendenza a spostare dalle condizioni definitive dell’offerta al prospetto di base alcuni elementi informativi, i quali saranno pertanto necessariamente soggetti all’approvazione della Consob e richiederanno, in caso di variazione, la pubblicazione di un supplemento: si pensi ai *rating* e all’amplificazione degli effetti che derivano da una loro variazione, con soluzione regolamentare in controtendenza rispetto all’orientamento, ormai acquisito, secondo cui non è opportuno che i regolatori valorizzino eccessivamente le indicazioni provenienti dalle agenzie.

Quanto alla disciplina in materia di prestazione dei servizi di investimento, la normativa europea MiFID e, in futuro, “MiFID2” – nonché quindi quella nazionale di recepimento – è ispirata al principio di

proporzionalità che informa sia la disciplina *organizzativa* dell'ente sia quella dell'*attività* svolta dalle imprese (anche bancarie) e consistente nella prestazione dei servizi/attività di investimento.

Così, la direttiva di “livello 2” (2006/73/CE, 11° cons.) parte dalla constatazione che *“le imprese di investimento variano ampiamente quanto a dimensioni, struttura e natura dell'attività esercitata. La regolamentazione deve, da un lato, tenere conto di tale varietà, e, dall'altro, imporre taluni requisiti fondamentali che siano appropriati per tutte le imprese.* La stessa direttiva di “livello 2”, nel disegnare i “requisiti generali di organizzazione”, statuisce che *“Gli Stati membri assicurano che... le imprese di investimento tengano conto della natura, delle dimensioni e della complessità della loro attività, nonché della natura e della gamma dei servizi di investimento e delle attività di investimento che prestano ed esercitano nel quadro della loro attività”* (art. 5(1), ult. comma).

In recepimento, il Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob fissa tra i propri stessi “*principi generali*” il riconoscimento per il quale (art. 4, c. 2) *“Gli intermediari applicano le disposizioni del... Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati”*.

Maggiori rigidità **organizzative** discendono dal contemporaneo esercizio dell'attività bancaria e dalla scelta, in quell'area, di minori elasticità di approccio che estendono la propria efficacia, in una logica di “massimo comune denominatore”, sul soggetto banca in sé, anche quando svolge servizi di investimento. Così, ad esempio, se per la direttiva (2006/73/CE) che detta misure di esecuzione della MiFID, (art. 8) *“Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento, se ciò è opportuno e proporzionato vista la natura, le dimensioni e la complessità dell'attività dell'impresa, nonché la natura e la*

*gamma dei servizi e delle attività di investimento che essa presta ed esercita nel quadro di tale attività, di istituire e mantenere una funzione di audit interno, separata e indipendente dalle altre funzioni e attività dell'impresa di investimento”*, tale previsione non ha trovato attuazione in ambito bancario. Per cui, accanto a piccole SIM che effettivamente hanno potuto non istituire una separata funzione di *audit* interno, le banche, anche molto piccole, non hanno avuto e non hanno questa facoltà.

Oltre agli aspetti più prettamente “organizzativi” il principio di proporzionalità informa di sé anche la disciplina dell'**attività** consistente nella prestazione dei servizi di investimento. Così, (art. 35(1), della dir. L2) “*Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento ottengano dai clienti o potenziali clienti le informazioni di cui necessitano per comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti e disporre di una base ragionevole per ritenere, tenuto conto della natura e della portata del servizio fornito, che la specifica operazione raccomandata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio soddisfi [definiti criteri] criteri...*”. Qui, peraltro – e naturalmente –, trattandosi di regole di condotta e di relazione con l'esterno che devono garantire la parità concorrenziale fra gli operatori, la proporzionalità si misura alla luce del tipo di servizio di investimento fornito e del relativo contenuto, più che in termini di dimensione dell'impresa che esercita l'attività.

Anche la proposta di direttiva “MiFID 2” contiene un richiamo al principio di proporzionalità, benché riferito direttamente alla necessità che il diritto europeo non si spinga oltre a quanto necessario per la creazione di un mercato unico: esso comporta, secondo la Relazione alla proposta, la necessità che la direttiva rispetti “il giusto equilibrio tra l'interesse pubblico [al miglioramento del funzionamento del mercato unico dei valori mobiliari] e il rapporto costi-efficienza [...]. In particolare, la necessità di trovare un equilibrio

tra la protezione degli investitori, l'efficienza dei mercati e i costi del settore sono stati i punti centrali per l'elaborazione” dei requisiti stabiliti dalla direttiva.

Il fatto che il criterio di proporzionalità sia enunciato in modo esplicito tra i principi generali della proposta della direttiva MiFID 2 autorizza a domandarsi, con riguardo ai profili attinenti all'**attività**, quale possa essere l'impatto delle proposte europee sulla futura disciplina dei servizi di investimento. In termini generali, la sensazione è che la nuova disciplina accresca, a dispetto delle intenzioni, i costi complessivi di *compliance*.

Tra gli aspetti che più possono interessare le BCC si possono segnalare:

- a) L'estensione all'attività di raccolta del risparmio tramite obbligazioni delle tutele Mifid per la clientela; nulla di nuovo, in verità, per l'Italia, dove ciò è diritto vigente dal 2007, in attuazione della disposizione in tal senso contenuta nella legge sul risparmio del 2005. Si porrà dunque a livello europeo la questione applicativa di come si concilia anche concettualmente il dovere generale dell'intermediario di servire al meglio gli interessi del cliente con lo strutturale e, direi, naturale conflitto d'interessi che sussiste tra ogni venditore (in questo caso: di obbligazioni bancarie) e ogni compratore;
- b) La limitazione alle sole obbligazioni quotate o negoziate su MTF (non rilevano gli OTF) della qualifica di “strumento finanziario non complesso”: ne deriva una maggiore difficoltà nel ricorso al *funding* attraverso l'*execution only*
- c) Se è vero che a tale restrizione si potrà ovviare attraverso l'ammissione delle obbligazioni alla negoziazione su un MTF (e in tal senso è prevedibile un ulteriore sviluppo della piattaforma Hi-Mtf), è vero altresì che non solo ciò determina un aumento dei costi, ma che la stessa gestione degli MTF è stata resa più costosa in seguito all'introduzione,



per questi sistemi, di regole più simili a quelle oggi applicabili ai mercati regolamentati quanto:

- i) ai sistemi di *disaster recovery* (art. 18(1))
  - ii) alla disciplina dei conflitti di interessi eventualmente esistenti in capo ai gestori (art. 19(3))
  - iii) alle regole in materia di solidità delle piattaforma di negoziazione (art. 19/4): le piattaforme dovranno essere in grado di gestire picchi anomali, di interrompere le negoziazioni in caso di ordini palesemente errati o comunque in grado di procurare *market disruption*; devono porre filtri al *trading* algoritmico che limitino il rischio di anomalie sul mercato (anche mediante limiti al rapporto tra ordini totali e ordini eseguiti);
  - iv) al rispetto degli obblighi di comunicazione delle decisioni circa la sospensione la revoca dalle negoziazioni di un titolo a tutte le piattaforme in cui il medesimo titolo è negoziato e, in caso di ricezione di analoga comunicazione, di allineamento – salvo deroghe – alle analoghe decisioni già assunte dalle altre piattaforme (art. 32)
  - v) al rispetto degli obblighi di comunicazione delle anomalie o degli abusi di mercato riscontrati nelle negoziazioni di un titolo a tutte le piattaforme in cui il medesimo titolo è negoziato (art. 34)
- d) Potrebbe giovare all’obiettivo di favorire la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese affidate (un altro punto indicato tra le priorità della revisione dello *Small Business Act*) la possibilità di creare speciali categorie di MTF dedicate alle PMI. A quest’etichetta si legano alcune semplificazioni regolamentari per gli emittenti (al momento tali semplificazioni sono minimali, ma altre potranno esserne aggiunte dall’ESMA) ma, paradossalmente, anche costi maggiori per coloro che intendano gestire un MTF che intenda ottenere la qualifica di “mercato di crescita per le PMI” (art. 35): non solo gli SME Growth Market sono a

tutti gli effetti MTF e quindi devono applicarne integralmente la disciplina, ma a questa si aggiunge, ad esempio:

- i) l'obbligo di far sì che la maggioranza dei soggetti ammessi siano SMEs
- ii) la necessità di definire criteri di “*listing*” specifici (sia pur liberamente determinabili)
- iii) l'obbligo di verificare che vi siano informazioni sufficienti sull'emittente al momento dell'IPO
- iv) l'obbligo di verificare che l'emittente pubblichi i bilanci in via continuativa e che rispetti le regole MAR (la cui estensione agli MTF non potrà che disincentivare le SME dal domandare ammissione alle negoziazioni su uno SME Growth Market).

Per concludere, il senso di questo elenco un po' stucchevole di novità europee in arrivo è che la disciplina degli intermediari e dunque anche delle banche in quanto prestatrici di servizi di investimento ha ormai fonte esclusivamente europea, tra l'altro presto nella forma del regolamento, che neppure deve essere recepito a livello nazionale. Se vi sono delle rigidità, discendono dalle scelte fatte in Europa. Certo, non si può escludere che le autorità locali diano interpretazioni estensive o più rigorose di singole norme, ma il ruolo che l'ESMA è destinato ad assumere anche in merito all'attuazione e all'*enforcement* delle norme rende questo rischio inferiore per il futuro.

Poiché la Mifid-2 è ancora in discussione, sarebbe a mio avviso necessario interrogarsi senza pregiudizi e titubanze sulla possibilità di trovare maggiori spazi di flessibilità per gli intermediari di minori dimensioni nella stessa disciplina europea, tenendo conto che l'esperienza della Mifid-1 mostra come scarsamente efficace sia la mera enunciazione del principio di proporzionalità, se non è accompagnata da specifiche norme che diano ad esso

peso specifico attraverso una precisa declinazione degli alleggerimenti necessari.