

Consultazione pubblica del Ministero dell'Economia e delle Finanze sul Libro Verde "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"

Contributo di:

Renzo Costi (Emerito Università di Bologna)

Francesco Vella (Università di Bologna)

1. Il rapporto presentato dal Mef e sottoposto a pubblica consultazione rappresenta indubbiamente un passo importante verso quella necessaria opera di riforma da tempo richiesta dall'evoluzione dei mercati, dai mutamenti del quadro regolamentare comunitario, e anche dalle dinamiche più recenti innestate dalla straordinarietà della situazione sociale, economica e geopolitica che abbiamo vissuto e tuttora stiamo vivendo. Riprendendo tematiche note e colte da una ormai vasta letteratura, sulla dorsale della resilienza bisogna attrezzare mercati, intermediari, investitori e controllori per renderli capaci di affrontare, non più e non solo il rischio, ma l'incertezza che è cosa ben diversa e ovviamente molto meno decifrabile e declinabile.

Creare un efficiente, solido e diffuso mercato dei capitali non è soltanto funzionale al superamento degli atavici problemi che attanagliano il "nanismo" delle imprese italiane, piccole, frammentate, sottocapitalizzate, diffidenti verso gli investitori, tuttora appassionate di familismo e avvinghiate al credito bancario, ma ha il più ambizioso obiettivo di creare un eco sistema capace di reggere ai contraccolpi che cambiamenti improvvisi non previsti e non prevedibili possono generare per le nostre economie e le nostre condizioni di vita.

Bisogna, cioè, avere la consapevolezza che mercati seduttivi che affascinano le imprese e non le allontanano (come è successo con i noti fenomeni di delisting o di trasferimento in altri ordinamenti di alcune grandi imprese) sono utili per la crescita di un paese, ma anche per la sua sicurezza e la sua solidità, per la tutela della collettività: sono, in altri termini, un presupposto per una modernità che noi facciamo fatica a raggiungere.

Questa premessa è importante per richiamare, da un lato la più generale valenza politica e strategica riflessa nel contributo del Mef, ma dall'altro, la conseguente prospettiva metodologica che a nostro parere, merita una ulteriore maturazione.

E' evidente, infatti, che la ricognizione effettuata e il successivo piano d'azione si basano su una visione d'insieme e su un filo conduttore che il rapporto ben delinea, ma che, nella prospettiva prima indicata, necessitano di un passaggio più ambizioso e lungimirante.

Un passaggio che rifletta con chiarezza un approccio sistemico e di ampio respiro, non caratterizzato dalle tradizionali logiche di produzione normativa da «inseguimento del problema», spesso difficilmente decifrabili anche per gli operatori e che hanno non poco inciso su quella scarsa competitività delle regole del mercato dei capitali e del diritto societario richiamata dal rapporto.

Se il diritto “conta” (e indubbiamente conta) si può arricchire e modificare all’infinito la cassetta degli attrezzi, ma ci vuole qualcuno che ne declini l’utilizzabilità all’interno di un disegno che indichi la direzione da seguire, fondata sul coordinamento di tutti i diversi attori e la certezza della continuità nel tempo. Visioni unitarie e orizzontali presuppongono il superamento di traiettorie minimali, attente a singole problematiche o ai soli (pur importanti sia ben chiaro) vantaggi comparativi, con l’esigenza di definire progetti inseriti (utilizzando una parola oggi ricorrente ma con solide basi scientifiche ed empiriche) in “missioni” di lungo periodo a loro volta innervate su politiche regolamentari integrate, e soprattutto pianificate in ragione delle finalità che si intendono raggiungere.

E’ una logica di programmazione dell’intervento pubblico che, ne siamo consapevoli, richiama antiche discussioni e contrapposizioni, ma che, al di fuori di condizionamenti ideologici, può rappresentare il quadro di riferimento per soddisfare quelle esigenze di adeguato enforcement, organicità, semplificazione stabilità nel tempo e certezza del diritto che il rapporto evidenzia.

In sostanza e in estrema sintesi, ma anche qui la letteratura da tempo si occupa di questi profili: a) inquadrare un determinato periodo di tempo nel ciclo di regolazione, individuando sul piano orizzontale e verticale gli obiettivi desiderati; b) identificare il o il soggetto/i destinato/i a governare il processo, analizzando e mappando i cambiamenti in atto, descrivendo le implicazioni derivanti dai nuovi scenari (ad esempio quelli tecnologici abbondantemente trattati dal rapporto), dialogare con tutti gli stakeholder, individuare le priorità e consigliare il decisore sui disegni di lungo termine di modifica degli assetti regolamentari, quantificando il loro impatto; c) attraverso un approccio sistemico verificare le possibili alternative illuminati dagli strumenti (anche qui ci si limita ad un rapido cenno a metodologie ben conosciute e di recente arricchite e innovate da indirizzi comunitari e nazionali) della *better regulation*; d) verificare i risultati attesi e gli effetti degli interventi rispetto alle diverse alternative considerate.

2. Naturalmente, sarebbe utile e proficuo avviare una riflessione sul meccanismo istituzionale idoneo a generare e governare questi processi, ma in questa sede, e nello spirito indicato dalla consultazione pubblica, ci limitiamo a richiamare, senza nessuna pretesa di completezza, alcuni possibili passaggi coerenti con l’impostazione descritta.

Il rapporto, nell’allegato tecnico, fa riferimento alle funzioni e responsabilità delle Autorità di vigilanza in un’ottica di competitività (lett. D), opportunamente prenden-

do in considerazione i regimi di responsabilità civile ai quali sono sottoposte le stesse Autorità. Se è indubbiamente apprezzabile la finalità di definire puntualmente il perimetro di tale regime per le ragioni dal rapporto indicate, diviene difficile comprendere come non si debba specularmente affrontare l'altro e ormai antico problema della responsabilità dei vigilati.

Sia ben chiaro, non si vuole certo sostenere l'esistenza di una sorta di asimmetria corporativa, ma nell'ambito di un processo di riforma con le caratteristiche prima descritte, non si può tralasciare un riferimento al sistema sanzionatorio: l'individuazione delle condotte il cui novero si è ampliato, i modi di irrogazione delle sanzioni, la misura e la natura delle stesse, sono problemi da tempo conosciuti, sentiti dagli operatori e che incidono direttamente sul buon funzionamento di mercati ed emittenti.

Il mutamento e l'evoluzione dei modelli di vigilanza, con la definizione di standard generali senza regole puntuali e la cui declinazione è lasciata all'autonomia organizzativa dei destinatari, contribuisce indubbiamente all'efficienza del mercato, ma altrettanto indubbiamente espone gli operatori ad un rischio più accentuato di quello che si corre nell'ambito di un'architettura fondata su *rules* che offrono la possibilità di conoscere con precisione i comportamenti sanzionati e come evitarli. Le stesse Autorità di vigilanza hanno sottolineato l'opportunità di adottare strumenti in grado di favorire il rispetto delle prescrizioni, sottolineando come sia necessario «prevenire condotte scorrette dovute ad ambiguità delle norme e riservare le sanzioni solo a comportamenti intenzionalmente scorretti. Questo per evitare che un atteggiamento eccessivamente punitivo alimenti fenomeni di selezione avversa tra i partecipanti al mercato» (ci si riferisce alle comunicazioni al mercato del Presidente Consob Nava, l'unico, per inciso, nel corso degli ultimi anni di non diretta provenienza da cariche politiche).

Il pericolo è, in sostanza, che se non si tara adeguatamente il sistema in base a ruoli, competenze soggettive e standard di colpa, l'assunzione di ruoli di gestione (in particolare non esecutivi) e soprattutto di controllo implichi un grado di rischio eccessivo o imponderabile, generando quei fenomeni di selezione avversa ora richiamati.

L'obiettivo deve essere quello di contemperare un efficiente apparato di enforcement, nella ovvia consapevolezza che una risposta sanzionatoria efficace alle condotte illecite è elemento essenziale per la tutela del risparmio e del mercato, con un approccio di vigilanza pro-attivo volto soprattutto a «anticipare e orientare». Un approccio che presuppone un'attenta valutazione dell'impatto dei regimi sanzionatori.

Ed un contesto dove occorre superare il tabù relativo ad un reale recupero della terzietà di chi irroga la sanzione. Pur con i progressi realizzati nei procedimenti sanzionatori con riguardo al rispetto del principio del contraddittorio, la distinzione interna alla struttura dell'Autorità di vigilanza fra chi fa l'istruttoria e propone la sanzione e chi valuta la fondatezza della proposta, non è in grado di garantire una oggettiva terzietà. Si tratta di un sistema chiuso in cui l'Autorità, peraltro fonte normativa diretta o indiretta delle regole, agisce sia come *prosecutor* che come *judge*, e ciò alla luce di

una giurisprudenza non sempre lontana da forme di “deferenza” verso il giudizio tecnico formulato dalle Autorità.

3. La specularità nei profili di responsabilità rappresenta una utile suggestione, colta direttamente dalle proposte del rapporto, per quella visione “olistica” che abbiamo cercato di delineare, ma vi sono altri aspetti più trasversali che emergono e che meritano a nostro parere attenzione.

Così, un ambizioso processo di riforma nell’ambito delle “funzioni” delle Autorità (che come tutte le riforme ambiziose deve essere consapevole anche degli interessi con i quali inevitabilmente si scontra) non può non investire anche la loro organizzazione e il loro intervento nel processo decisionale.

In una necessaria sintesi, facilitata anche qui dall’essere tematiche da molto tempo dibattute, si possono rapidamente elencare possibili indirizzi da approfondire:

a) Organizzazione interna e governance delle Autorità, con riferimento alla individuazione di più stringenti criteri che ne garantiscano indipendenza e competenza nella loro formazione, nell’ambito del rispetto della parità di genere. Una revisione dei meccanismi di nomina che da un lato eviti che le medesime persone “circolino” senza soluzione di continuità dalla politica alle autorità con passaggi senza adeguati periodi di raffreddamento, e dall’altro favorisca processi di selezione aperti e trasparenti.

E sul punto non è facile scacciare un cattivo pensiero: negli anni ’80 e ’90 alcuni importanti settori sono stati sottratti alla politica dalle Autorità indipendenti; la politica, non essendo riuscita a recuperare i territori perduti sul piano nelle riforme istituzionali, ha accentuato il condizionamento delle nomine dei relativi vertici. La prevenzione dei rischi di cattura deve riguardare naturalmente anche i vigilati, bilanciata però con l’obiettivo di selezionare adeguate professionalità e competenze, senza imporre limiti eccessivamente rigidi, con il rischio di disincentivare l’interesse alla carica.

b) Organizzazione del sistema della Autorità, con la necessità di affrontare la ormai datata, ma alla luce della evoluzione dei mercati, e dell’offerta sempre più trasversale dei prodotti di investimento, di grande attualità, questione del miglior assetto di vigilanza, ancora eccessivamente frammentato. Il tema è notoriamente delicato e controverso, ma vi sono ormai mutamenti in atto (nelle giurisdizioni nazionali e comunitarie) che impongono comunque una razionalizzazione e semplificazione degli assetti.

c) Organizzazione delle regole, con l’esigenza di fare ordine all’interno di un costante processo di stratificazione normativa per individuare più chiari confini tra ciò che compete rispettivamente al legislatore e al regolatore, pena il rischio di una confusione di poteri e di un aggravamento di oneri di compliance (pensiamo soltanto a quei soggetti sottoposti ai controlli di più autorità) che rendono molto faticosa la normale operatività, e anche il dialogo tra controllori e controllati.

d) Un bisogno di chiarificazione e armonizzazione nel sistema delle fonti che coinvolge necessariamente l'altra grande protagonista che ha progressivamente conquistato le scene dei mercati finanziari, la *self-regulation*. C'è da chiedersi se e in che misura le istanze della autoregolamentazione debbano compiere più ambiziosi passi per garantire maggiore effettività e prescrittività degli standards individuati, ma per quanto riguarda il ruolo dei regolatori pubblici è importante una riflessione sulla possibilità di migliorare i livelli di *co-regulation* che pure nel nostro ordinamento già esistono. Definire cioè un approccio integrato verso più avanzati gradi di coordinamento, sfruttando l'elasticità e la proattività della fonte autoregolamentare, può contribuire ad una sua efficace complementarietà nel raggiungere gli obiettivi previsti in base ai citati principi della *better regulation*. A titolo di mero esempio una panel di autoregolamentazione che diventi una vera e propria "Autorità" di autoregolamentazione (siamo ovviamente consapevoli dell'utilizzo improprio di questo termine, ma e a prescindere dal fatto che nuovi contesti spesso presuppongono anche una evoluzione del lessico, non si vede perché un organo di selfregulation non possa nella sostanza vantare identiche garanzie di indipendenza e imparzialità nella sua azione) sicuramente può inserirsi in una nuova architettura dei controlli che ne favorisca con maggior successo una applicazione proporzionale e meno onerosa per le imprese. Una impostazione che in parte il rapporto già prefigura nelle proposte di maggior efficientamento del processo di listing.

Lo si ribadisce, sono questi rapidi richiami non certo in grado di esaurire tutti i profili meritevoli di riflessione, ma hanno il limitato obiettivo di indicare cantieri di lavoro che il rapporto può proficuamente essere in grado di aprire.

4. In questo contesto merita un ultimo riferimento il diritto societario.

Il rapporto affronta alcuni profili del diritto delle società quotate e propone riforme che possono essere condivise: come le proposte di alzare il moltiplicatore del voto plurimo, di dare certezza al meccanismo previsto dall'art. 108 del TUF e di semplificare la disciplina delle società diffuse.

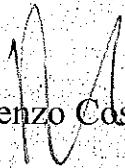
Ma, soprattutto, il rapporto sottolinea l'opportunità di una "riflessione anche più sistematica" della disciplina dell'opa.

E sotto questo profilo forse merita di essere sottolineato un dato messo in evidenza da Consob, quando rileva che nel periodo 2007-2021 il nostro mercato mobiliare ha visto soltanto 10 opa ostili sulle 174 che si sono svolte e si chiede se il quadro normativo attuale non disincentivi i "takeovers ostili".

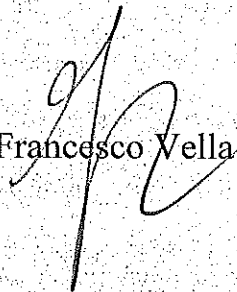
Crediamo che questo interrogativo sia giustificato e che vada collocato in un ambito più esteso. Il nostro ordinamento, tra l'offerente e l'emittente, tra l'attaccante e il difensore parteggia per il difensore. Il che non incentiva la contendibilità del controllo

societario; contendibilità che, crediamo, potrebbe favorire, con l'efficienza dei mercati regolamentati, anche l'accesso agli stessi delle imprese.

Bologna, 23 marzo 2022



Renzo Costi



Francesco Vella