

5/2022

Consultazioni

Osservazioni Assonime alla consultazione pubblica avviata dal MEF sul Libro Verde su 'La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita'

Manifestiamo innanzitutto il nostro apprezzamento per l'iniziativa adottata dal MEF con la pubblicazione del Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani e la contestuale consultazione pubblica per raccogliere commenti e considerazione sul documento.

Il Libro Verde muove da un'approfondita analisi della situazione attuale del mercato finanziario italiano a un confronto con le recenti tendenze dei mercati finanziari europei e internazionali. L'analisi registra, da un lato, una debolezza generalizzata dei mercati dei capitali europei rispetto alle piazze finanziarie internazionali degli Stati Uniti e della Cina; dall'altro, che il mercato italiano mostra un cronico ritardo anche rispetto ad altri paesi europei, a causa di limiti strutturali dell'ecosistema di riferimento, ma anche della presenza di un sistema normativo e regolamentare particolarmente rigido e oneroso, ben al di là degli standard fissati dall'armonizzazione europea.

Si condivide pienamente l'analisi di contesto svolta nel Libro Verde e si sottolinea come la gravità del problema sia ampiamente dimostrata dai dati più recenti.

Se è vero che negli ultimi due decenni il numero di società quotate si è drasticamente ridotto in tutti i paesi sviluppati, si deve però anche rilevare che negli ultimi due anni, soprattutto nel corso della pandemia, sono emersi alcuni segnali di inversione di tendenza (negli Stati Uniti, in Asia e in misura minore nel Regno Unito), che mostrano una notevole reattività alla crisi economica generata dal Covid.

I capitali raccolti dalle imprese quotate nel mondo (tramite IPO o aumenti di capitale) sono quasi raddoppiati nel 2020 rispetto all'anno precedente e hanno mantenuto un elevato tasso di crescita nel 2021. In particolare, nel periodo 2020-21 la raccolta di capitali sui mercati degli Stati Uniti è stata pari al doppio di quella in Cina (inclusa Hong Kong) e circa cinque volte quella raccolta nei paesi dell'UE27. Se si rapportano questi dati al Pil delle diverse aree economiche la differenza resta sostanziale: negli ultimi due anni il mercato dei capitali americano ha mostrato una capacità di finanziamento dell'economia reale superiore del 50% a quella della Cina e di 4 volte a quella dell'UE27.

Anche tra i paesi europei si riscontrano differenze rilevanti: sempre nel biennio 2021-22, il rapporto tra capitali raccolti e PIL è stato comparabile a quello di Stati Uniti e Cina solo nel Regno Unito, Svezia e Olanda; Germania, Francia e Spagna hanno valori compresi tra la metà e un terzo di quello americano; l'Italia ha un valore inferiore di 16 volte a quello americano e di 6 volte a quello medio dell'UE27.

Le dimensioni del mercato dei capitali in Italia restano quindi drammaticamente sottodimensionate rispetto alle dimensioni dell'economia e alle esigenze di finanziamento delle imprese.

Negli ultimi 10 anni ci sono state 36 IPO sul mercato principale con una raccolta di circa 17 miliardi di euro. Più dinamico è stato il mercato AIM con 175 IPO, ma una raccolta totale di meno di 4 miliardi di euro. Anche la raccolta di capitale da parte delle società già quotate è stata modesta: circa 60 miliardi di euro, quasi esclusivamente sul mercato principale. Complessivamente, il mercato dei capitali ha fornito meno di 70 miliardi di euro alle imprese italiane in 10 anni, pari a quanto raccolto sulla borsa di Londra nel solo 2020.

Da questi dati appare evidente come il superamento del sottosviluppo del mercato dei capitali italiano rappresenti una priorità assoluta, considerati gli ambiziosi obiettivi del PNRR che richiedono una mole rilevante di investimenti da parte delle imprese. Occorre dunque una profonda riflessione sui limiti strutturali dell'ecosistema e dell'assetto istituzionale italiano per disegnare interventi di riforma mirati ed efficaci.

In questo senso, il Libro Verde rappresenta uno strumento fondamentale. Esso, infatti, presuppone il coinvolgimento di tutti gli attori rilevanti – Governo, Autorità di controllo, gestore del mercato e tutte le componenti del mercato – per sollecitare e coordinare una pluralità di iniziative e riforme, sia a livello normativo-regolamentare, che di prassi. Il documento indica inoltre una strategia di intervento che prevede iniziative puntuali, modulari e gradualistiche all'interno di una visione coerente e sistematica del ruolo che il mercato dei capitali deve svolgere al servizio dell'economia reale.

Se questa linea di azione è pienamente condivisibile, occorre sottolineare l'importanza di inserire qualsiasi intervento di riforma nel più ampio contesto europeo e ricordare che solamente la creazione di una vera integrazione dei mercati dei capitali europei, secondo il programma delineato per la Capital Markets Union, può rendere la piazza finanziaria europea competitiva a livello internazionale e funzionale alla crescita economica europea e alle ambizioni declinate nel programma Next Generation EU. Si ritiene dunque indispensabile che gli interventi a favore dell'evoluzione del mercato italiano siano accompagnati da una decisa linea di *policy* a favore della costruzione della Capital Markets Union.

Le linee di riforma del mercato dei capitali domestici

Tenuto conto delle criticità rilevate e della necessità di un'azione tempestiva e coesa per una efficace e organica riforma del mercato dei capitali, il Libro Verde individua le possibili aree di intervento per l'ammmodernamento e la revisione del quadro regolamentare e delle prassi amministrative e di mercato italiane. Un programma ambizioso ma anche concretamente attuabile nel breve e medio-lungo termine che, su impulso e coordinamento del MEF, poggia su un piano di azione condiviso dagli attori più rilevanti del mercato, prefigurando un'azione congiunta del legislatore, delle autorità di vigilanza e del gestore del mercato. In quest'ottica,

l'attuazione del Libro Verde prevede modifiche alla normativa primaria e/o secondaria o a livello di orientamenti di vigilanza, così come la revisione dei regolamenti del gestore del mercato.

Dall'esame delle quattro aree di intervento su cui si concentra il Libro Verde, emergono alcune caratteristiche generali che riteniamo debbano guidare un processo di riforma del mercato dei capitali.

Tra queste, il documento del Ministero evidenzia con chiarezza due costanti che si intrecciano nell'esame della legislazione e della regolamentazione nazionale: da un lato, l'introduzione o il mantenimento quasi sistematici nel nostro ordinamento di un quadro più oneroso e stringente rispetto alla disciplina armonizzata del diritto dei mercati finanziari (cd. *goldplating*), dall'altro lato, la scelta di mantenere, anche nelle aree di minore armonizzazione come, ad esempio, il diritto societario, le peculiarità dell'ordinamento nazionale che sovente si riflettono – soprattutto se confrontate con altri ordinamenti europei – nella compressione degli spazi dell'autonomia statutaria. La costanza e l'intreccio di questi due fenomeni e la conseguente stratificazione di norme, primarie e secondarie, regole di quotazione e prassi amministrative, incidono significativamente sulla qualità e sulla competitività dell'ordinamento domestico e ciò ha conseguentemente contribuito alla scelta di alcune società italiane di trasferire la propria sede legale in ordinamenti più favorevoli allo *status* di società quotata, mantenendo o ottenendo la quotazione in Italia (cd. *forum shopping* "societario"). Un fenomeno che appare sempre più rilevante sul mercato italiano: a fine 2021, il peso delle società estere sulla capitalizzazione era pari a un quarto dell'intero listino di Borsa (26%, quasi quadruplicato rispetto al 7% registrato a fine 2013) e appare particolarmente significativo nell'indice delle blue chips, dove le estere pesavano per quasi un terzo di tutte le società del FTSE MIB (30%, rispetto all'8% a fine 2013). Condividiamo dunque le motivazioni e gli obiettivi di semplificazione e razionalizzazione delle proposte di riforma individuate nel documento di consultazione e nel relativo allegato tecnico, sia con riferimento alla fase di quotazione (a partire dalla approvazione del prospetto, alla predisposizione delle misure organizzative e di obblighi informativi) sia rispetto al quadro normativo applicabile alla società già quotata (con particolare attenzione alla rigidità degli oneri procedurali, in particolare nella raccolta di capitale, e della rigidità dei divieti, in particolare nella articolazione dei diritti di voto).

Il documento di consultazione evidenzia inoltre la necessità di considerare l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali e, in particolare, l'insieme delle modalità di finanziamento di un'impresa in funzione della sua crescita dimensionale e della sua specializzazione nel tempo (cd. *funding escalator*). Si tratta di un ulteriore elemento di competitività per il quale il mercato italiano sconta un ritardo strutturale soprattutto rispetto alle piazze finanziarie internazionali più dinamiche, come ad esempio quelle statunitensi, caratterizzate da un maggiore sviluppo delle

infrastrutture di mercato anche sotto la spinta dell'evoluzione tecnologica e della emersione di nuove forme di intermediazione, come ad esempio le piattaforme di *equity* e *lending*, e di accesso diretto al mercato, quali il *direct listing*. Questo secondo elemento di competitività traspare indirettamente anche dal fenomeno del cd. "listing" *shopping*, ossia dalla scelta di alcune società italiane di quotarsi esclusivamente sulle principali piazze finanziarie internazionali anche utilizzando forme di accesso diretto al mercato alternative alle tradizionali IPO: negli ultimi mesi diverse società italiane di dimensione medio-grande hanno scelto la piazza di New York per la loro quotazione, per una capitalizzazione complessiva pari a circa 10 miliardi di dollari.

Per assicurare l'efficacia della riforma delineata nel documento di consultazione riteniamo opportuno soffermarci anche su alcuni ulteriori fattori che incidono significativamente sulla competitività del mercato domestico e che dovrebbero perciò essere adeguatamente considerati nell'ambito dell'ambizioso progetto di riforma delineato dal Ministero.

In primo luogo, la riforma degli obblighi informativi e procedurali delle imprese dovrebbe essere adeguatamente accompagnata da una valutazione dell'efficacia di alcuni attuali strumenti posti a tutela degli investitori e di una loro possibile evoluzione volta a favorire la consapevolezza e la responsabilità delle scelte (da un approccio di "*investor protection*" a quello di "*investor enablement*").

Spesso gli stessi esempi di *goldplating* individuati nel documento di consultazione o, più in generale, le scelte e gli istituti che contraddistinguono il nostro ordinamento per una maggiore rigidità rispetto agli ordinamenti concorrenti appaiono, infatti, formalmente sostenuti da peculiari esigenze di tutela che non trovano necessariamente riscontro nel panorama europeo e che spesso si dimostrano sostanzialmente inefficaci nel realizzare l'obiettivo che dovrebbero idealmente assicurare. Un esempio paradigmatico, già individuato nel documento di consultazione, riguarda la disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante: una categoria che rappresenta un *unicum* nel panorama europeo e alla quale è stata estesa parte della disciplina armonizzata delle società quotate, come, ad esempio, la disciplina delle operazioni con parti correlate, con un approccio talvolta formalistico e non sufficientemente fondato sulle esigenze di tutela degli investitori e sulla loro concreta attuabilità nel mutato contesto di riferimento. Altri esempi più puntuali si rinvengono anche nella disciplina delle società quotate, dove potrebbe essere utile considerare vantaggi e svantaggi della scelta, ad esempio, di irrigidire la politica per la remunerazione degli amministratori, sottoponendola al voto vincolante dei soci, o quella di mantenere una forte limitazione alla possibilità di maggiorazione/moltiplicazione dei diritti di voto, valutando se e come tali scelte siano concretamente funzionali ad assicurare una adeguata tutela degli investitori o se invece un

modello più flessibile alle esigenze dell'impresa accompagnato da adeguati obblighi informativi non possa realizzare lo stesso o un più efficace livello di protezione dei soci.

Proprio con riferimento al caso della maggiorazione dei diritti di voto, le stesse esigenze di tutela rafforzata appaiono inoltre sostanzialmente superate dal complesso intreccio di norme di diritto italiano ed estero che trovano correntemente applicazione sul mercato domestico. Considerando la presenza delle società estere sul mercato regolamentato italiano si osserva infatti che, se da un lato, alle società di diritto italiano è preclusa una forma di maggiorazione superiore a due o tre voti (in base all'introduzione del voto maggiorato o plurimo), dall'altro, le società di diritto estero quotate sul mercato di Milano possono usufruire di un quadro giuridico più liberale (come, ad esempio, quello olandese) che offre la possibilità di ampliare, anche significativamente, il fattore di moltiplicazione. Nei fatti, questa opzione è attuata dalla metà delle società estere quotate sul mercato regolamentato italiano (7 su 13, tutte di diritto olandese), che rappresentano il 20% della capitalizzazione del mercato italiano e il 24% della capitalizzazione del FTSE MIB.

La scelta della forma di tutela per gli investitori e l'adeguata considerazione della sua concreta efficacia appaiono dunque cruciali e dovrebbero accompagnare l'insieme delle riforme proposte nel documento di consultazione. Ad esempio, i divieti o le limitazioni imposti alle società italiane che appaiano più rigidi rispetto agli altri ordinamenti o che comunque costituiscono un elemento di svantaggio competitivo non necessario, potrebbero essere sostituite, dove opportuno e ragionevole, con scelte legislative più flessibili ma anche più trasparenti che abilitino gli investitori all'assunzione di scelte consapevoli, responsabilizzando il loro comportamento e fondamentalmente aumentandone il grado di tutela effettiva.

La prospettiva di una evoluzione della tutela degli investitori potrebbe infine estendersi anche al di là del contesto in cui muove il presente documento di consultazione, nell'ottica di favorire una maggiore competitività dell'ordinamento europeo. In tal senso si potrebbe procedere, ad esempio, a una valutazione dell'adeguatezza delle scelte di tutela degli investitori fatte nell'ambito della disciplina dell'Opa, tema in parte già considerato nel documento di consultazione con riferimento alla disciplina degli obblighi di acquisto, e della efficacia dell'equilibrio raggiunto rispetto all'obiettivo della efficienza del mercato del controllo societario.

Un secondo elemento di riflessione evocato nel documento di consultazione riguarda la proporzionalità delle misure imposte a imprese e investitori. In particolare, tra le ipotesi di riforma delineate nel documento di consultazione si condivide l'auspicio della introduzione di una nuova e più elevata soglia dimensionale per la identificazione delle PMI, proposta da alcuni studi europei (es. Rapporto TESSG, Capital Market Union High Level Forum Report). Al riguardo, si ritiene però necessario che questa nuova definizione trovi poi adeguata applicazione nella

elaborazione di un efficace ed effettivo quadro di riferimento, sviluppando dunque la proporzionalità sia nell'ambito degli obblighi informativi imposti alle imprese quotate, sia nell'ambito degli obblighi procedurali. Anche sotto questo profilo, infatti, le scelte nazionali hanno raramente considerato le ipotesi di semplificazione offerte dalla disciplina europea, contribuendo anche in questo campo alla creazione del *goldplating*.

Un mercato dei capitali efficace e competitivo non dipende, infine, solo dall'adeguatezza del quadro regolamentare ma dalla sua efficace applicazione che richiede una efficiente azione giudiziaria ed amministrativa. Anche questo tema è evocato nel documento di consultazione ma trova poi ancora limitata applicazione della identificazione delle possibili misure delineate nell'allegato tecnico. Accanto all'esame dei regimi di responsabilità dei funzionari delle autorità di vigilanza, che costituiscono uno dei profili di debolezza dell'assetto istituzionale italiano segnalati dall'OCSE, e di una possibile limitazione dei profili di responsabilità dei componenti degli organi e dei dipendenti dell'autorità di vigilanza, si ritiene che il profilo dell'efficacia dell'*enforcement* meriti una più ampia riflessione sia rispetto all'adeguatezza e all'efficienza del sistema giudiziario, sia con riferimento all'adeguatezza del corrente quadro sanzionatorio amministrativo che appare in alcuni elementi sovradimensionato rispetto agli approcci prevalenti negli altri paesi dell'Unione europea.

Conclusioni

Condividendo gli obiettivi e le stesse ipotesi di revisione delineati nel documento di consultazione, assicuriamo la massima disponibilità di Assonime a contribuire attivamente al processo di riforma avviato dal Ministero. Considerata l'efficacia dei lavori sino a qui svolti, riteniamo infatti di fondamentale importanza mantenere aperto il tavolo di lavoro per definire e monitorare l'attuazione di un primo pacchetto di interventi necessari per dare concretezza alla strategia del Libro Verde. In quest'ottica immaginiamo un lavoro graduale in cui il secondo step, successivo alla pubblicazione del presente documento di consultazione, potrebbe essere costituito dall'elaborazione di un articolato di norme (primarie e secondarie) oggetto di semplificazione su cui l'*industry* potrà fornire i propri contributi specifici.

Al contempo, riteniamo che l'attuazione del progetto avviato nel presente documento di consultazione potrebbe beneficiare di un adeguato processo di verifica degli effetti conseguiti dall'applicazione di singoli interventi. Pur comprendendo la difficoltà di stimare gli effetti di singoli interventi normativi, considerato che la correlazione tra semplificazione delle norme e benefici non è immediata ed è influenzata anche da fattori esogeni, riteniamo che la identificazione di obiettivi misurabili, quali, ad esempio, il numero di IPO, numero di delisting, volume di raccolta

sui mercati primari e secondari, capitalizzazione del mercato rispetto al PIL¹, potrebbe essere presa a riferimento su un arco temporale predeterminato per cercare di stimare i benefici delle riforme attuate e individuare ulteriori ipotesi di intervento.

¹ Fattori che sono stati presi in considerazione nel Report di Oxera (Primary and secondary equity markets in the EU, November 2020) e nel Report dell'OCSE del 2021 (The Future of corporate governance in capital markets following the COVID-19 crisis, 2021).

Allegato





