

discutere con il presidente vicario Conti e con il dottor Rosati in occasione di una precedente audizione).

Tuttavia, l'esperienza ci insegna che la gestione delle regole e delle prassi a livello europeo ci vede sempre soccombenti: c'è un tale disallineamento tra le norme che chi è riuscito a ritagliarsi posizioni di privilegio tende a mantenerle, mentre noi, che ci siamo mossi molto spesso — ahinoi! — in direzione della iper-regolamentazione, facciamo fatica a tornare indietro.

Insomma, non mi sembra un atteggiamento condivisibile quello di aspettare che si addivenga a una regolamentazione armonizzata se, nel frattempo, rischiamo di veder morire il nostro mercato azionario. Dal mio punto di vista, sarebbe meglio accelerare il processo di deregolamentazione, procedendo, ad esempio, a una semplificazione degli adempimenti, in funzione dello sviluppo di un mercato alternativo.

Per quanto concerne le preoccupazioni espresse dai colleghi riguardo alla prospettiva che la competenza sul *listing* e sui servizi all'emittente sia attribuita, per effetto dell'accordo di integrazione tra LSE e TMX, alla borsa di Toronto, non sarebbe più opportuno riportare il *listing* in capo alla Consob, o a un'autorità *super partes*, che non sia Borsa Italiana Spa (e, di conseguenza, TMX)?

Un altro aspetto che mi pare centrale è quello che emerge da vicende come quella che ha interessato Fondiaria-SAI, sulla quale si è soffermato il collega Fluvi.

Mi sembra abbastanza evidente la situazione di conflitto di interessi nella quale si trovano le banche, le quali si occupano, sostanzialmente, tanto delle procedure necessarie per l'ammissione alla quotazione e per la permanenza sul mercato, quanto della gestione del credito nei confronti delle medesime società. Tra l'altro, i principali gruppi bancari sono quotati in borsa e sono anche soci di Borsa Italiana Spa. In tale contesto, mi pare veramente singolare aspettarsi che il Nomad, o lo Sponsor, aiuti le imprese a uscire dalla logica del debito finanziario a

breve e a passare a quella del reperimento delle risorse sul mercato del capitale di rischio.

Cosa osta all'elaborazione — in termini legislativi e regolamentari — di una disciplina che semplifichi gli obblighi informativi, anche al fine di non inondare gli investitori *retail* con ponderosa e complessa documentazione, non adeguatamente veicolata dagli intermediari? Lei, presidente, ha affermato che l'informativa contenuta nei prospetti è divenuta nel tempo sempre più complessa e tecnica rispetto alle competenze e alla cultura finanziaria degli investitori al dettaglio. Perché, allora, non pensare alla costruzione di un mercato meno condizionato dalle regole, in cui l'attribuzione del *listing* alla Consob consenta di sfruttare, come lei stesso ha posto in risalto, presidente, le sinergie informative fra tale funzione e quella di controllo del prospetto?

Passando a un argomento collegato, ho una mia idea sul Fondo italiano di investimento per le PMI. Così com'è stato strutturato, esso presenta il limite di poter intervenire soltanto in aziende sane, cioè in quelle che potrebbero farne tranquillamente a meno.

Un altro problema — e anche una delle ragioni che hanno indotto la Commissione ad avviare l'indagine conoscitiva — è rappresentato dal fatto che il Fondo ha un periodo di investimento di cinque anni, più uno eventuale di proroga, dopo di che non si sa cosa succeda.

In teoria, al momento del disinvestimento, se non è possibile intraprendere la strada della quotazione in borsa, o l'imprenditore ricompra la quota dal Fondo, o interviene un altro fondo di *private equity*.

In concreto, poiché non sembra che vi siano molti fondi di *private equity* dedicati alle PMI, se non si creano le condizioni per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato del capitale di rischio, l'operazione che si è inteso realizzare mediante la costituzione del Fondo italiano di investimento rischia di essere monca.

Mi rendo conto che le risorse del Fondo non debbano essere utilizzate per

condurre operazioni avventate. Ciò nonostante, le piccole e medie imprese che maggiormente avvertono il bisogno di un sostegno non sono quelle che già stanno bene. A mio avviso, hanno bisogno di una capitalizzazione, di un aiuto, le imprese che, pur avendo un portafoglio di ordini importante, non riescono a soddisfare le richieste della clientela, a causa del *deficit* patrimoniale.

D'altra parte, il Fondo italiano di investimento non realizza operazioni di *venture capital*.

Investendo nelle imprese che sono in una situazione di tranquillità, non mi sembra che facciamo ciò che dovremmo, vale a dire aiutare le imprese che hanno maggiore necessità di apporto patrimoniale.

Condivido che occorrono anche segnali di politica fiscale, volti a incentivare la quotazione; tuttavia, se non si lavora per cambiare lo stato delle cose — in generale — credo che difficilmente riusciremo ad avere una borsa più competitiva.

A conclusione del ragionamento che ho finora sviluppato, le pongo, presidente Vegas, le seguenti domande: è possibile uscire dalla logica di Borsa Italiana Spa? È possibile creare un mercato in cui possano essere negoziate obbligazioni convertibili, magari garantite? Quest'ultima opportunità potrebbe essere molto interessante per le imprese.

IVANO STRIZZOLO. Mi scuso di essere arrivato in ritardo, ma sono tornato stanotte da una visita a Lampedusa, dove si vive una situazione drammatica.

Saluto il presidente Vegas, che oggi ospitiamo in una veste diversa da quella cui eravamo abituati.

Sebbene abbia già accennato alla questione il presidente Conte, mi piacerebbe sapere come valuta la Consob l'istituzione delle tre nuove *authority* europee.

Più specificamente, presidente, ritiene che la nuova architettura del sistema europeo di vigilanza finanziaria sia di per sé sufficiente ad assicurare un maggiore controllo e a scongiurare ulteriori crisi finanziarie internazionali?

Infine, le chiedo se ritenga necessario perseguire una maggiore armonizzazione fiscale, se non fra tutti i 27 Paesi dell'Unione europea, almeno tra quelli dell'Eurozona.

PRESIDENTE. Do la parola al presidente Vegas per la replica.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Innanzitutto, ringrazio tutti i deputati intervenuti, anche per le parole di incoraggiamento rivolte all'Autorità che ho l'onore di presiedere. Posso assicurare fin d'ora che la Consob, grazie anche al sostegno che riceverà dal Parlamento, sarà in grado di svolgere i propri compiti in maniera sempre più efficace, nell'interesse del Paese nel suo complesso.

Sebbene siano stati introdotte nella discussione molteplici problematiche, cercherò, nei limiti del ragionevole, di esprimermi su tutte le questioni sollevate.

Il punto di partenza è che siamo in una situazione diversa dal passato: dal punto di vista dei mercati finanziari, risentiamo degli effetti prodotti dalla crisi e degli sconvolgimenti che hanno portato a spostare l'asse della ricchezza mondiale dal vecchio al nuovo mondo.

La fase attuale è connotata da una grandissima mobilità, nel senso che la valutazione critica potrà condurre all'adozione di strumenti volti a modificare in maniera anche importante l'assetto dei mercati finanziari.

In passato, la borsa è stata un luogo di delusione per molti risparmiatori. Il nostro intendimento è di far sì che non lo sia anche in futuro. Per conseguire tale risultato, dovremo, da un lato, studiare le opportune misure regolamentari e, dall'altro, svolgere quell'attività di vigilanza che è indispensabile per dar fiducia al sistema del risparmio.

Vi sono aspetti molto rilevanti di cui occorre tenere conto.

In primo luogo, la borsa, come istituzione organizzata, è — per così dire — soltanto una metà del cielo: l'altra è costituita dalle istituzioni meno organizzate, dalle altre piattaforme. Esiste, quindi, una

concorrenza tra sistemi diversi, i quali corrono con velocità diverse, seguendo anche logiche diverse. Se andassimo verso una iper-regolamentazione della parte regolamentata del mercato, potremmo correre il rischio di agevolare l'altra parte, che, tra l'altro, vale circa la metà della prima quanto a livello complessivo di risparmio allocato.

La stessa situazione si ripresenta, creando lo stesso problema, nel settore creditizio, in cui, accanto al complesso delle banche, sottoposto a regolamentazione, opera lo *shadow banking system*, il sistema bancario ombra, che intermedia circa la metà della ricchezza mondiale. Anche in questo caso, se si regola in modo errato, si corre il rischio di incentivare la parte non regolamentata del mercato e di creare seri danni ai risparmiatori e al sistema delle imprese.

C'è, nel mondo, un cambiamento complessivo nel modo di utilizzare il risparmio. Nel contempo, però, almeno per quel che riguarda il nostro Paese, ci sono alcune opportunità che, probabilmente, non si riprodurranno facilmente in futuro. Dopo la crisi, infatti, molte imprese di livello medio — lasciamo stare quelle piccole — si sono riconvertite, riscuotendo anche un discreto successo, e ora hanno la necessità di compiere il salto dimensionale (alcune possono sfruttare anche l'occasione del passaggio generazionale).

Ebbene, in un contesto nel quale le nuove regole di Basilea 3 costringeranno le banche ad attuare rilevanti operazioni di ricapitalizzazione e, di conseguenza, a razionare il credito, credo che non debba essere sprecata la possibilità di fare ricorso alle risorse veicolate dal mercato mobiliare.

In considerazione di tali contingenze « storiche », dobbiamo fare tutto il possibile, in tempi ragionevolmente brevi, per modernizzare, per rendere più efficiente e più flessibile la struttura dei nostri mercati finanziari. Ciò potrebbe portare a uno sviluppo quantitativo dei nostri mercati superiore a quello che sarebbe stato lecito sperare di ottenere in un periodo di relativa maggior calma.

Per questo, il nostro interesse principale è quello di disegnare un quadro regolamentare funzionale alla crescita del mercato dei capitali. Naturalmente, poiché siamo integrati nel contesto comunitario, la regolamentazione italiana non può contrastare con quella europea, ma deve essere con essa armonizzata. È questo il compito cui sono chiamate le nuove autorità di vigilanza europee, le quali, come ho detto nella relazione, dovranno elaborare standard tecnici e linee guida atte a produrre un livellamento del campo di gioco, in modo da porre tutti i Paesi in un sistema di effettiva concorrenza e da evitare la creazione di vantaggi competitivi che non favorirebbero una crescita complessiva del sistema Europa.

Cercherò, ora, di rispondere alle singole domande.

Credo che il provvedimento d'urgenza recante disposizioni in ordine alla proroga del termine per le assemblee di talune società non intenda affrontare il tema della nazionalità delle imprese, ma semplicemente un problema relativo ai tempi delle assemblee. Ovviamente, ogni società alla quale si applica il decreto-legge valuterà, nella propria autonomia, se avvalersene oppure no.

Ciò precisato, da un punto di vista generale, tra i compiti della Consob non vi è quello di difendere le imprese nazionali dalle scalate di società estere, ma quello di tutelare il risparmio, dando attuazione all'articolo 47, primo comma, della Costituzione.

È indubbio che, affinché il gioco si svolga in maniera equa, le regole debbono essere tali da non generare vantaggi competitivi. Sotto questo profilo, è chiaro che le nostre imprese sono più facilmente aggredibili, sia a cagione delle loro dimensioni (esse sono mediamente più piccole rispetto a quelle estere; inoltre, per alcuni « giganti » è facile reperire i capitali per realizzare interventi sui mercati azionari), sia perché quel sistema basato su patti parasociali e scatole cinesi, che, in passato, ha costituito una sorta di rete di sicurezza per molte società italiane, adesso potrebbe agevolarne la scalata (infatti, è relativa-

mente più facile impadronirsi di una serie di società a valle, una volta acquisito il controllo di quella a monte). Sarebbe opportuno, quindi, che molte imprese, se interessate a difendersi, rivedessero il proprio sistema di alleanze, per renderlo compatibile con la variazione determinatasi nei flussi di denaro a livello internazionale.

L'onorevole Ventucci si è soffermato sulle disposizioni approvate dal Consiglio dei ministri. Poiché occorrerà verificare quale attuazione concreta avranno le norme, credo sia prematura, al momento, qualunque considerazione al riguardo.

L'onorevole Comaroli ha sollevato la questione relativa alla possibilità di prevedere, sotto il profilo dei costi di quotazione e di permanenza sul listino, un trattamento diverso per le piccole e medie imprese. Ci stiamo adoperando in tal senso. Tuttavia, come ho già precisato, dobbiamo tenere conto del fatto che le direttive europee in materia, nel definire il quadro delle regole, non prevedono una graduazione degli obblighi in funzione della dimensione delle imprese.

Il problema non solo esiste — non a caso, sono stati creati mercati dedicati alle medie imprese —, ma acquista maggiore rilevanza in ragione del fatto che la struttura imprenditoriale del Paese è estremamente frammentata.

Non so se il fondo di *private equity* cui partecipa, tra gli altri soggetti, la Cassa depositi e prestiti stia operando bene (non è competenza specifica della Consob verificarlo). In ogni caso, un fondo che consenta alle imprese di accedere a un canale di finanziamento parallelo rispetto a quello bancario, di accrescere le proprie dimensioni e di essere accompagnate alla quotazione in borsa costituirebbe un obiettivo molto importante per un Paese in cui le medie imprese quotate sono davvero poche. Scorrendo le tabelle e i grafici allegati alla relazione, noterete che le medie imprese italiane quotate sono proporzionalmente di meno rispetto a quelle di altri Stati europei.

In un Paese come il nostro, caratterizzato dalla frammentazione dell'attività

economica in un numero molto elevato di imprese piccole e medie, questo è un problema molto serio — vale la pena ribadirlo —, da affrontare in tempi rapidi.

Per quanto riguarda la pubblicità ingannevole, onorevole Comaroli, proprio oggi l'Autorità ha approvato il testo di una comunicazione nella quale si richiama l'attenzione degli operatori sulle disposizioni applicabili alla diffusione di messaggi pubblicitari finalizzati a promuovere l'acquisto o la sottoscrizione di prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di OICR e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione.

Nella comunicazione abbiamo ribadito che gli annunci pubblicitari, oltre a essere riconoscibili come tali e comprensibili, non debbono avere contenuti o modalità di rappresentazione imprecisi o fuorvianti, o comunque tali da indurre in errore circa le caratteristiche, la natura e i rischi dei prodotti finanziari offerti o da ammettere alla negoziazione. In particolare, abbiamo specificato che non appaiono in linea con la normativa vigente, tra l'altro, l'indicazione di un tasso cedolare senza specificare la sussistenza di un rischio di cambio, l'omessa menzione che il rendimento del titolo si configura al lordo o al netto di oneri a carico dell'investitore, ovvero l'utilizzo di modalità grafiche difformi, finalizzate a enfatizzare i vantaggi rispetto ai rischi dell'investimento (il lettore meno avveduto potrebbe essere tratto più facilmente in inganno, in quanto portato a trascurare le informazioni scritte in caratteri piccolissimi).

L'onorevole Fluvi ha sollevato molte questioni.

Quella dell'aggregazione con la borsa di Toronto è una questione assolutamente rilevante, che presenta ombre, ma anche luci. In un mercato mondiale in cui stanno crescendo gli intermediari, e quindi le borse, una borsa di minori dimensioni non solo è più facilmente scalabile, ma può anche consentire manovre finalizzate semplicemente alla cancellazione dell'esistente. Aggregarsi, dunque, è indispensabile. Basti pensare che la capitalizzazione

delle borse di Milano, Londra e Toronto, messe insieme, è inferiore a quella della borsa di San Paolo. Per non parlare, poi, delle borse orientali!

Certo, bisogna tenere conto dei problemi che ogni tipo di *constituency* nazionale pone. Ad esempio, vi sono costi derivanti dalla predisposizione di piattaforme molto sofisticate, basate su sistemi *high frequency trading*, che al nostro Paese interessano, probabilmente, meno che ad altri. Anche questo è un aspetto da valutare.

PRESIDENTE. Nel caso in cui si decidesse di attribuire il *listing* alla Consob, sarebbe possibile bandire una gara internazionale per ottenere una piattaforma dedicata alle PMI?

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Questo è un problema che non abbiamo ancora affrontato, ma l'ipotesi si può valutare.

A proposito di *high frequency trading*, il London Stock Exchange, in collegamento con la borsa di Milano e con il TMX di Toronto si sta dotando di una nuova piattaforma basata su tale tecnologia. Trattandosi di un prodotto nuovo, il suo costo — che mi risulta essere notevole — deve essere in qualche modo ammortizzato.

Un problema ulteriore, e non del tutto banale, è che molti dei professionisti operanti nel settore rischiano di essere delocalizzati dove l'interesse per la quotazione in borsa è maggiore. C'è il rischio, quindi, di perdere professionalità sulla piazza di Milano. Questo non è un risultato desiderabile.

Sugli incentivi fiscali, in teoria, saremmo tutti d'accordo, ma è chiaro che occorrerebbe verificarne, tra l'altro, la compatibilità con i vincoli macroeconomici. Quindi, non sono in grado di pronunciarmi, se non per richiamare quanto ho già detto nella relazione riguardo alle agevolazioni fiscali volte a favorire lo sviluppo di fondi di *private equity* e *venture capital* dedicati alle piccole e medie imprese.

La questione dell'armonizzazione della tassazione, sollevata dall'onorevole Fluvi, attiene alla regolamentazione europea e trascende i meccanismi di borsa.

Non posso rispondere alle domande relative a specifiche imprese, sia perché i mercati sono aperti, sia perché, ovviamente, la Consob valuterà con la consueta accuratezza tutti i documenti che le verranno.

In proposito, tengo a precisare che l'Autorità vigila quotidianamente su quanto accade, ed è pronta ad assumere in qualunque momento le iniziative che si rendessero necessarie per garantire la tutela degli investitori, nonché l'efficienza e la trasparenza dei mercati. Seguiremo, nei limiti del possibile, l'ordinaria amministrazione, riservando, ovviamente, una particolare attenzione ai settori e alle imprese che possono destare maggiore interesse.

PRESIDENTE. Potremmo invitarla in orari in cui i mercati sono chiusi.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Potrebbe essere un'occasione piacevole per trascorrere le serate, signor presidente.

C'è anche il problema delle piattaforme diverse da quelle regolamentate. Non ci è consentito disapplicare la normativa europea, e la maggiore rigidità della nostra disciplina fa sì che questi mercati tendano ad allocarsi altrove. Ciò costituisce un problema, poiché l'espansione dei sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati è divenuta talmente imponente da provocare una sorta di *crowding-out* rispetto ai mercati regolamentati.

PRESIDENTE. Si può modificare il TUF?

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della Consob*. Per questa parte è possibile, giacché le direttive europee non pongono espliciti divieti in materia.

L'onorevole Fugatti si è soffermato sul tema dei fondi sovrani — tralascio l'altra questione, relativa a una specifica impresa, per le ragioni già indicate —, che è molto

rilevante, soprattutto in relazione agli avvenimenti che si stanno verificando sull'altra sponda del Mediterraneo.

Credo che tale tema richieda una riflessione di carattere generale.

I fondi sovrani non sono molto trasparenti, perché, a volte, non se ne conosce bene la *governance* (aspetto molto importante quando viene in considerazione il buon funzionamento delle imprese) e possono anche essere rischiosi (quando non perseguono obiettivi di natura esclusivamente economica). È anche vero, però, che essi possono costituire un elemento di stabilizzazione politica, dal momento che i Paesi cointeressati in un investimento si sentono più legati dal punto di vista commerciale: i legami commerciali, com'è noto, sono un antidoto contro le recrudescenze non pacifiche, che, invece, possono manifestarsi più facilmente quando mancano legami commerciali e finanziari.

Il tema, quindi, può essere oggetto di valutazione, purché si guardino entrambe le facce della medaglia.

Il presidente Conte ha posto sul tappeto le questioni riguardanti l'armonizzazione delle regole e delle prassi di vigilanza, la iper-regolamentazione — argomento cruciale, soprattutto in questo periodo —, le piccole e medie imprese, le banche e le società di gestione che ad esse fanno capo.

È chiaro che, per quanto concerne i fondi comuni d'investimento, sarebbe auspicabile lo sviluppo di strutture di distribuzione autonome, capaci di offrire anche un servizio di consulenza indipendente (che costituirebbe, in quanto tale, un valore aggiunto per i clienti). È anche vero che, talvolta, i costi di distribuzione non sono esattamente riferibili a uno specifico settore di mercato, ma servono a compensare un certo andamento generale. Ovviamente, ciò può creare problemi. Sarebbe auspicabile, pertanto, una maggiore concorrenza.

PRESIDENTE. Colgo l'occasione per ricordare che, quando approvammo la legge sul risparmio, modificammo l'articolo 160 del TUF, vietando, tra l'altro, che la società di revisione e le entità appartenenti alla

rete della medesima, i soci, gli amministratori, i componenti degli organi di controllo e gli stessi dipendenti della società di revisione, delle società controllanti o controllate, collegate o sottoposte a comune controllo potessero fornire servizi di consulenza alla società che aveva conferito l'incarico di revisione, alle società controllanti, controllate o sottoposte a comune controllo.

Cosa osta a stabilire che le banche creditrici non possono assumere alcun ruolo nella procedura di ammissione alla quotazione della società debitrice? Perché non distinguere nettamente i ruoli?

GIUSEPPE VEGAS, Presidente della Consob. Il presidente Conte ha accennato anche ai problemi della razionalità e della velocità delle innovazioni regolamentari, facendo riferimento a un'esigenza di semplificazione di carattere generale, che è indispensabile soddisfare, per attenuare, appunto, la sensazione di ostilità del mercato, generata da regole troppo complesse.

A tale riguardo, la Consob ha avviato dei tavoli di lavoro con gli operatori del settore e con i consumatori, per vagliare alcune proposte di semplificazione delle procedure, negli ambiti in cui è possibile intervenire a livello regolamentare. In tal modo, sarà possibile procedere alla rimozione di taluni ostacoli di carattere normativo, che si traducono in costi ingiustificati per le imprese. Basti pensare agli oneri che le società sopportano per dotarsi sia del personale addetto alla cura dei rapporti con la Consob sia di meccanismi di *disclosure* dell'informazione societaria. Questo sistema di costi scoraggia l'ingresso in borsa delle società e, di conseguenza, riduce la trasparenza del mercato, riflettendosi in modo negativo sul sistema nel suo complesso.

La semplificazione è uno dei nostri obiettivi principali: quasi una sorta di pronto intervento da realizzare tempestivamente.

D'altronde, come osservato in precedenza, i prospetti informativi sono molto sofisticati e di difficile intelligenza: vanno bene per l'operatore del settore, ma non

per il risparmiatore, sovente costretto a firmare documenti contrattuali che non è in grado di comprendere.

È necessaria, pertanto, un'estrema semplificazione dei prospetti relativi ai prodotti non azionari: è ragionevolmente sufficiente uno schema di poche pagine, nel quale l'indicazione dei rischi sia declinata in maniera comprensibile per il risparmiatore.

Per alcuni tipi di strumenti finanziari più semplici, individuati sulla base di criteri certi, quali la semplicità, la durata e la liquidabilità, si potrebbe anche pensare — è un'idea alla quale stiamo lavorando — alla predisposizione di una sorta di « bollino blu ». In tali casi, il prospetto sarebbe notevolmente semplificato, e il risparmiatore potrebbe acquistare i prodotti senza eccessive complicazioni.

Diversamente, qualora fosse interessato a prodotti più complessi, il risparmiatore dovrebbe essere maggiormente responsabilizzato.

PRESIDENTE. Capisco l'approccio delle associazioni dei consumatori, le quali insistono sulla *disclosure*, sulla trasparenza e via discorrendo. Tuttavia, le azioni sono diverse dalle obbligazioni e dai titoli di Stato. Insomma, il risparmiatore che si indirizza verso il mercato azionario dovrebbe sapere già in partenza che va alla ricerca di titoli più rischiosi.

Insomma, è fondamentale semplificare il prospetto, ma si dovrebbe intervenire anche sulla *disclosure*. In questo campo la Consob può semplificare, o esistono limiti comunitari che glielo impediscono?

GIUSEPPE VEGAS, Presidente della Consob. È stato avviato un processo di revisione della direttiva 2003/71/CE (cosiddetta « Direttiva prospetto »), che si muove in direzione della semplificazione.

È anche vero che, non essendo tutti uguali i prodotti, non devono essere tutti uguali i prospetti: sui titoli azionari l'attenzione deve essere maggiore e, di conseguenza, anche il prospetto deve essere più dettagliato (senza arrivare, tuttavia, al gigantismo); se si tratta, invece, di titoli

obbligazionari *plain vanilla* — sono sempre di più, giacché le banche, per ragioni fiscali, trovano nelle emissioni di obbligazioni la fonte di finanziamento più conveniente —, le procedure di approvazione e i contenuti dei prospetti possono essere notevolmente semplificati, dal momento che lo strumento finanziario non è molto diverso, in questo caso, dagli altri prodotti bancari. Abbiamo in animo di arrivare a questa soluzione. Una modifica del trattamento fiscale delle obbligazioni risolverebbe il problema in radice, nel senso che eliminerebbe la convenienza per le banche ad emettere obbligazioni (ma non si tratta di una scelta di nostra competenza e, comunque, potrebbero porsi problemi di copertura finanziaria).

Venendo alla questione sollevata dall'onorevole Strizzolo, nell'attuale fase, le autorità europee risentono ancora della vecchia strutturazione del sistema europeo di vigilanza finanziaria: si trovano in una fase di passaggio.

Dipende dagli organi comunitari, ma anche dalle singole autorità dei vari Paesi, cercare di dare loro funzioni più pregnanti. A nostro sommo avviso, l'attività delle nuove autorità, alle quali spettano compiti di indirizzo e coordinamento, dovrebbe essere finalizzata a evitare il riprodursi, in futuro, di episodi come quelli che hanno colto di sorpresa i precedenti organismi di vigilanza e, in tal modo, a scongiurare nuove crisi finanziarie.

Per conseguire tale obiettivo, è opportuno che l'azione delle predette autorità non sia limitata al mero *management* della crisi, ma sia centrata maggiormente sulla regolamentazione di prospettiva.

Comunque, confidiamo che l'obiettivo indicato possa essere raggiunto agevolmente nel prossimo futuro.

PRESIDENTE. Non ha risposto, presidente, alla domanda concernente la possibilità di attribuire il *listing* alla Consob.

GIUSEPPE VEGAS, Presidente della Consob. Non ci sono particolari ostacoli. Da un punto di vista generale, sarebbe una scelta possibile, tant'è vero che anche nella

relazione ho affrontato il tema apertamente e diffusamente.

Se il Parlamento dovesse decidere di esaminare la questione, saremmo disponibili a fornire dati e, ove richiesti, eventuali suggerimenti.

PRESIDENTE. Ringraziamo il presidente Vegas per l'ampia discussione che la sua partecipazione all'audizione odierna ci ha consentito di svolgere e anche per la documentazione consegnata, di cui autorizzo la pubblicazione in allegato al reso-

conto stenografico della seduta (*vedi allegato*).

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 14,45.

*IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE*

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

*Licenziato per la stampa
il 29 agosto 2011.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO



CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE (FINANZE)

**INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO
DEGLI STRUMENTI FINANZIARI**

**AUDIZIONE DEL PRESIDENTE DELLA CONSOB
GIUSEPPE VEGAS**

Roma, 23 marzo 2011

INDICE

1.	La struttura del sistema finanziario italiano e il ruolo del mercato degli strumenti finanziari	27
2.	Le ragioni dello scarso sviluppo della borsa in Italia	30
3.	Le opzioni di <i>policy</i> per incentivare lo sviluppo del mercato azionario e il ruolo della CONSOB	33
4.	Iniziative di mercato e interventi pubblici per rilanciare il mercato azionario delle medie imprese	38
5.	Il potenziamento della piazza finanziaria italiana	39
6.	L'impatto dell'evoluzione del quadro regolamentare europeo	42
	Appendice	47

1. *La struttura del sistema finanziario italiano e il ruolo del mercato degli strumenti finanziari*

Il sistema finanziario italiano si caratterizza per la centralità dell'intermediazione bancaria sia nel modello di finanziamento delle imprese che nelle scelte di allocazione del risparmio delle famiglie. Il mercato azionario ha da sempre rivestito, per contro, un ruolo modesto, che nell'ultimo decennio ha conosciuto un ulteriore ridimensionamento in parte spiegato da andamenti congiunturali sfavorevoli. Nel periodo 2000-2010 il numero delle società quotate domestiche è diminuito, portandosi da 297 a 286, così come la capitalizzazione, passata da 818 a 423 miliardi di euro; nello stesso periodo si è altresì contratto il peso della capitalizzazione sul prodotto interno lordo dal 69% al 35% circa (Tav. a1).

Si è andato ampliando, quindi, il divario con gli altri paesi europei e in particolare con Francia, Germania e Regno Unito, i quali, pur sperimentando nel periodo considerato un ridimensionamento del listino, continuano a registrare un'incidenza della capitalizzazione sul Pil di gran lunga maggiore (rispettivamente circa 90, 50 e 157% a fine 2010). Risulta significativa anche la differenza in termini di nuove ammissioni a quotazione: 160 società in Italia, a fronte delle 633 in Francia, 234 in Germania e 1.911 nel Regno Unito.

Un altro profilo che distingue il mercato azionario italiano dalle principali piazze finanziarie europee riguarda il peso contenuto delle piccole imprese sul listino.

In particolare, a febbraio 2011 si contano 84 società con capitalizzazione inferiore a 50 milioni di euro, pari al 29% circa del totale delle società quotate; tale valore si attesta attorno al 50% per Francia e Regno Unito e sale al 64% circa per la Germania (Tav. a2).

Notevoli differenze tra il nostro e i principali paesi europei si rilevano, inoltre, con riferimento al grado di sviluppo dei mercati dedicati alle PMI.

Il numero di PMI ammesse a negoziazione sull'Aim Italia e sul Mac a febbraio 2011 risultava pari a 19 mentre la relativa capitalizzazione ammontava a 0,4 miliardi di euro circa; l'Aim UK annovera, invece, 968 imprese (capitalizzazione 66 miliardi di euro); l'Entry-Standard in Germania 127 società (17 miliardi) e l'Alternext in Francia 136 (5 miliardi circa; Tav. a3).

Con riguardo alla raccolta di capitale di rischio, nel periodo 2001-2010 le società quotate hanno raccolto 122 miliardi di euro, valore pari al 22% della capitalizzazione media del periodo, ma il contributo maggiore è riferibile prevalentemente alle offerte di titoli da parte di società già quotate tramite aumenti di capitale in opzione agli azionisti (82% circa), piuttosto che alle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione (Fig. a1). Nello stesso periodo, tuttavia, i dividendi distribuiti (e i

riacquisti di azioni proprie) hanno superato gli aumenti di capitale e il flusso netto complessivo di risorse restituite agli azionisti è stato pari a 141 miliardi di euro, pari a una media annua del 2,6% della capitalizzazione (Fig. a2).

A livello aggregato, quindi, nell'ultimo decennio la borsa non ha rappresentato un canale di reperimento di risorse per sostenere i processi di investimento, crescita e innovazione.

Al peso contenuto dei flussi di investimento canalizzati dal mercato azionario si associa il ritardo strutturale del mercato obbligazionario, al quale ricorrono soprattutto banche e società non finanziarie di grandi dimensioni e con elevato merito di credito. Per ciò che riguarda in particolare le imprese non finanziarie, la raccolta obbligazionaria è ascrivibile quasi interamente alle principali blue chip quotate: nel decennio 2001-2010 le prime cinque società hanno rappresentato il 55% della raccolta complessiva (valore che sale al 61% circa se riferito alle prime dieci).

Le modalità di finanziamento delle PMI si connotano per la prevalenza del ricorso all'autofinanziamento e al credito bancario. Nell'ambito dei debiti finanziari complessivi, in particolare, è significativa l'incidenza dei debiti finanziari a breve, attestatasi nel periodo 1998-2007 attorno al 60% (Fig. a3).

I debiti finanziari verso le banche sono, inoltre, la componente prevalente anche delle passività a medio/lungo termine (76% circa nel 2007; Fig. a4).

Tale struttura finanziaria espone le PMI italiane alla variabilità dei tassi a breve e alle fluttuazioni del ciclo economico. In questo contesto, le banche si limitano molto spesso ad assicurare la continuità nel tempo del sostegno finanziario alla gestione ordinaria; modesto è invece l'apporto al processo di crescita che dovrebbe avvalersi di interventi di finanza straordinaria e di erogazione di credito a medio lungo termine.

L'autofinanziamento rappresenta, infatti, la principale fonte di risorse per le PMI; in realtà, ciò accade anche per i principali gruppi quotati non finanziari per i quali l'autofinanziamento, nel periodo 2001-2009 ha rappresentato l'84% circa del totale delle fonti finanziarie (Fig. a5). Il più agevole accesso al mercato obbligazionario rende tuttavia più equilibrata la composizione dei debiti finanziari dei grandi gruppi quotati non finanziari (46% circa obbligazioni e 36% circa debiti verso le banche a fine 2009; Fig. a6).

Lo scarso ruolo degli investitori istituzionali e, in particolare, il modesto peso di quelli specializzati in investimenti nel capitale di rischio delle imprese (cosiddetti fondi di *private equity*) rappresentano debolezze strutturali del sistema finanziario italiano, che emergono in modo evidente dal confronto con altri paesi europei.

Questo fenomeno si riflette in una strutturale sottocapitalizzazione delle imprese italiane: sia le medie imprese che i grandi gruppi quotati hanno un rapporto “debiti finanziari/patrimonio netto” superiore all’unità e nel confronto internazionale, a parità di classe dimensionale, risultano più indebitate rispetto alle imprese dei principali paesi europei (Figg. a7 e a8). Secondo quanto riportato dall’Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), a fronte di 170 operatori attivi nel settore del private equity, i 283 interventi realizzati nel 2009 sono nettamente inferiori agli 898 della Spagna, 987 del Regno Unito, 1.324 della Germania e 1.469 della Francia. I suddetti interventi hanno riguardato imprese italiane in fase di avvio in meno di un terzo dei casi; tale dato si avvicina invece al 50% nel caso tedesco¹.

Le banche costituiscono il riferimento principale anche per le scelte di investimento delle famiglie. A fine 2010 le passività bancarie – depositi e obbligazioni – rappresentavano una quota stimabile in circa il 58% delle attività finanziarie delle famiglie italiane (mentre i titoli di Stato, italiani ed esteri, pesavano per il 14%)² (Fig. a9). La propensione alla liquidità delle famiglie italiane è elevata (i depositi bancari e il risparmio postale pesano per quasi il 45% della ricchezza finanziaria), ma l’investimento diretto in prodotti con elevato rischio di liquidità (quali in particolare obbligazioni e polizze assicurative a contenuto finanziario) rimane una caratteristica strutturale dei comportamenti degli investitori non professionali, che spesso detengono portafogli poco diversificati e in forma di risparmio amministrato.

La scarsa propensione degli investitori italiani a partecipare al mercato azionario viene accentuata dal basso livello di cultura finanziaria e dalla ridotta diffusione dei servizi di consulenza ad alto valore aggiunto: l’analisi dei dati disponibili su un campione rappresentativo di famiglie italiane mostra, infatti, che i portafogli più diversificati e meno concentrati su depositi e titoli di Stato appartengono alle famiglie assistite da consulenti. Fallimenti inattesi di singoli emittenti, che scaturiscono da condotte fraudolente o da crisi finanziarie e che investono l’intero sistema finanziario, innescano inoltre cali di fiducia generalizzati nell’integrità del mercato e nella correttezza di comportamento degli intermediari. Come mostrano alcune recenti analisi economiche, un basso clima di fiducia esaspera l’avversione all’investimento azionario coinvolgendo non solo i risparmiatori con bassa cultura finanziaria ma anche le fasce di investitori più abbienti.

Sul piano microeconomico, lo scarso sviluppo del mercato azionario ha impedito agli imprenditori di cogliere i benefici della quotazione riconducibili, tra l’altro, alla diversificazione del proprio patrimonio, alla maggiore liquidità dei titoli della società, all’ampliamento dei canali di finanziamento disponibili, al rafforzamento dei rapporti con fornitori e clienti, al maggiore potere contrattuale con le banche e al più agevole processo di ricambio generazionale che, in taluni casi, può presentare un elemento di criticità tale da porre a repentaglio la stessa continuità aziendale.

¹ Dati riportati nella memoria predisposta da AIFI in occasione dell’Audizione sull’indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, 6° Commissione Finanze della Camera dei Deputati, Roma, 17 febbraio 2011.

² Elaborazioni e stime su dati GfK Eurisko basati su indagini campionarie relative a circa 2.500 famiglie italiane.

Sul piano macroeconomico, le caratteristiche strutturali del mercato finanziario italiano, sinteticamente citate, hanno probabilmente inciso sulle potenzialità di crescita del sistema produttivo.

Recenti contributi della letteratura economica offrono, al proposito, evidenze significative. In particolare, tali contributi indagano due questioni concernenti, rispettivamente, la relazione tra sviluppo dei mercati azionari e crescita economica (finance and growth) e il confronto tra strutture finanziarie, ossia sistemi “bancocentrici” e sistemi “di mercato” (financial structure and growth). Quanto al primo profilo (finance and growth) l’ampia evidenza empirica raccolta consente di ritenere provata l’esistenza di una relazione positiva tra mercati azionari liquidi e sviluppo economico. Aumentando le opportunità di negoziazione e quindi di profitto, infatti, mercati azionari evoluti stimolano la produzione di informazione sulle imprese, favorendo l’allocazione delle risorse verso gli impieghi più meritevoli; creano i presupposti per lo sviluppo di meccanismi di governo societario efficienti; migliorano la gestione del rischio; favoriscono la raccolta del risparmio e riducono i costi di negoziazione. Quanto al secondo profilo (financial structure and growth) le indagini più recenti mostrano come i sistemi finanziari più sviluppati esibiscono la tendenza ad allontanarsi dalla struttura “bancocentrica”.

Mentre non esiste un risultato univoco circa la superiorità di una specifica struttura finanziaria, appare tuttavia sempre più chiara la correlazione positiva tra grado di sviluppo del sistema finanziario nel suo complesso, risultante dalla combinazione di un settore bancario concorrenziale e un mercato azionario liquido, e crescita delle imprese (soprattutto quelle innovative).

Sembra trovare avallo nella riflessione economica, quindi, la necessità di adoperarsi affinché il ruolo del mercato azionario cresca in modo da bilanciare la centralità del credito bancario nel modello di finanziamento delle imprese italiane, con la consapevolezza che la soluzione preferibile risiede nella combinazione, piuttosto che nella contrapposizione, del sistema bancocentrico e del sistema di mercato. Tale soluzione appare, inoltre, quasi obbligata alla luce della recente evoluzione della normativa in materia di requisiti patrimoniali delle banche (Basilea III) che verosimilmente comporterà un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e un razionamento delle imprese più rischiose ma potenzialmente più innovative e impegnate nei settori tecnologicamente avanzati.

2. *Le ragioni dello scarso sviluppo della borsa in Italia*

È opinione condivisa che le ragioni del modesto ruolo del mercato borsistico italiano vadano ricercate in talune caratteristiche strutturali del nostro

sistema produttivo e negli elevati costi di quotazione e permanenza sul listino. Sul piano strutturale, un ostacolo significativo alla crescita delle dimensioni del listino si rinviene nella frammentazione dell'attività economica in un numero elevatissimo di imprese piccole e medie, che non avrebbero quindi le dimensioni minime per affrontare i costi fissi legati alla quotazione.

Secondo quanto si evince dai dati dell'ultimo censimento generale Istat, la dimensione delle imprese italiane dell'industria e dei servizi è mediamente pari a circa il 60% di quella degli altri paesi dell'Unione Europea. In particolare, il 95% delle imprese ha meno di 10 addetti; a questa classe dimensionale è riferibile tuttavia un peso in termini di occupazione pari al 47%, contro il 21% in Germania, il 22% in Francia e il 27% nel Regno Unito.

I fattori alla base di questo fenomeno sono radicati nell'evoluzione storica delle scelte di politica economica e fiscale del nostro paese, nonché nella centralità della famiglia nell'attività imprenditoriale. Tale centralità alimenta la riluttanza ad accettare la maggiore trasparenza richiesta dall'accesso al mercato azionario e incentiva, nel caso di quotazione, l'adozione di misure in grado di garantire la stabilità degli assetti proprietari (quali, ad esempio, il contenimento del flottante e la stipula di patti parasociali) con ripercussioni negative sulla liquidità e sull'efficienza del mercato del controllo societario.

A fine 2010, quasi due società quotate su tre risultavano controllate di diritto o di fatto da un unico azionista, titolare della maggioranza dei diritti di voto o in grado di esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria, e circa il 20% delle società era controllato da patti di sindacato (Tav. a4). Contribuiscono a scoraggiare l'investimento azionario anche fenomeni che inficiano la trasparenza dei processi decisionali delle società italiane, quali ad esempio il cosiddetto interlocking, ossia la presenza nel consiglio di amministrazione di soggetti che hanno cariche in altre società quotate; a fine 2010, circa il 16% delle società quotate aveva un consiglio di amministrazione composto per oltre la metà da soggetti con cariche in altre società quotate (Tav. a5).

Con riguardo all'incidenza dei costi di ammissione e permanenza sul listino, è utile una breve ricognizione del processo di quotazione così come si è andato delineando, in ambito europeo, a seguito dell'attuazione delle direttive di cui al *Financial Services Action Plan* (FSAP) in materia di prospetto informativo, *transparency*, abusi di mercato, diritti degli azionisti, MiFID. Tali direttive hanno definito un quadro regolamentare che, oltre a creare spazi alla competizione tra ordinamenti (come si dirà più in dettaglio oltre), ha alimentato la concorrenza tra diverse tipologie di mercati connotati da costi e tempi di accesso molto differenti.

Le imprese, infatti, possono chiedere l'ammissione alla negoziazione sia su mercati regolamentati sia su mercati non regolamentati (Sistemi multilaterali di negoziazione – Mtf). L'accesso su un mercato regolamentato presuppone il possesso di una serie di requisiti – concernenti tra gli altri la presenza di adeguati meccanismi di governo societario e di *disclosure* dell'informazione societaria, il flottante, la capitalizzazione, il numero di bilanci certificati, etc. – che la legislazione comunitaria definisce secondo un principio di armonizzazione minima. L'ammissione a quotazione e l'ammissione alla negoziazione, inoltre, possono essere assegnate alla società di gestione del mercato (secondo uno schema seguito da tutti i paesi dell'Europa continentale), oppure fare capo rispettivamente all'Autorità di vigilanza e alla società di gestione del mercato (secondo lo schema adottato invece dal Regno Unito). In entrambi i casi è richiesta l'approvazione del prospetto informativo da parte dell'Autorità di vigilanza, in attuazione di disposizioni comunitarie di cui si dirà oltre (par. 3.4).

L'ammissione alla negoziazione in un Mtf comporta invece un costo nullo se il sistema agisce nella veste di *passive secondary listing*, ossia si limita a organizzare scambi su titoli quotati altrove, spesso senza nemmeno comunicare o aver acquisito il preventivo consenso dell'emittente. L'accesso ha un costo, viceversa, se il mercato non regolamentato agisce come *primary Mtf* offrendo servizi di *listing* all'emittente³. I *primary Mtf* definiscono generalmente requisiti meno rigorosi di quelli dettati per l'accesso ai mercati regolamentati e non sono assoggettati alle direttive comunitarie in materia di prospetto, abusi di mercato e trasparenza informativa, salvo che gli ordinamenti nazionali non dispongano diversamente.

Le società che accedono a un primary Mtf, infine, devono avvalersi di intermediari specializzati (cosiddetti Listing sponsor o Nominated advisor – Nomad) che, tra le altre cose, effettuano la due diligence del prospetto e rilasciano dichiarazioni circa la veridicità e la completezza delle informazioni contenute nel prospetto stesso. In Italia, lo sponsor è anche tenuto ad attestare l'adeguatezza del sistema di controllo di gestione dell'emittente (cfr. oltre).

Rimane da verificare se il nuovo quadro regolamentare e di mercato emerso con il pieno recepimento delle direttive del *Financial Services Action Plan* (FSAP) si sia tradotto in un contenimento dei costi di quotazione per gli emittenti italiani e se abbia effettivamente creato opportunità di accesso al

³ Tra i *passive Mtf* si ricordano Chi-X, Bats, Smartpool, Torquoise, mentre esempi di *primary Mtf* sono Aim London, Aim Italia, NYSE Alternext ed Entry Standard. I *primary Mtf* citati sono definiti *exchange regulated*, in quanto istituiti e disciplinati da mercati regolamentati (rispettivamente Lse, Borsa Italiana, NYSE-Euronext e Deutsche Borse).