



*Assemblea Biennale di Assonime*

**Ministero dell'Economia e delle Finanze**

Intervento del Ministro dell'Economia e delle Finanze  
**Tommaso Padoa-Schioppa**

*Roma, 19 giugno 2007*

*Assemblea biennale di Assonime*

Intervento del Ministro dell'Economia e delle Finanze

**Tommaso Padoa-Schioppa**

*Roma, 19 giugno 2007*

**1.** Ringrazio l'Assonime, il suo Presidente e il suo Direttore Generale per avermi invitato a partecipare all'Assemblea dell'Associazione. Mi rallegro con il Presidente Mincato per la riconferma nella carica e formulo i migliori auguri di buon lavoro a lui, ai suoi collaboratori e a tutta l'Associazione.

Ho ascoltato con attenzione il discorso del Presidente e ho preso buona nota delle sue osservazioni, comprese quelle relative alle tematiche fiscali, sulle quali, tuttavia, non mi soffermerò. L'incontro di oggi mi sembra, piuttosto, una preziosa occasione per svolgere qualche riflessione sulle norme e sulle istituzioni preposte a preservare l'integrità e a garantire l'efficiente funzionamento del mercato finanziario italiano. Ritengo che Assonime sia una delle sedi più adatte a questo discorso; nel corso dei suoi quasi cento anni di attività, è stato decisivo l'apporto della vostra Associazione al dibattito sulla regolamentazione, all'elaborazione della normativa e alla concreta applicazione delle norme, sia attraverso studi e contributi teorici sia attraverso la definizione di "*migliori pratiche*" e di codici di autodisciplina.

**2.** Nella storia del nostro sistema finanziario, i mercati hanno avuto un ruolo piuttosto marginale: la disponibilità di capitali, esigua ma già presente nel periodo preunitario, veniva tradizionalmente assorbita dal debito pubblico e da impieghi poco rischiosi. L'investimento borsistico divenne un'alternativa appetibile solo verso la fine del secolo diciannovesimo, ma la crisi finanziaria del 1907 smorzò la fiducia nella Borsa, spingendo le imprese ad appoggiarsi alle banche per ogni esigenza di finanziamento.

A partire dal secondo dopoguerra, il sistema finanziario è stato caratterizzato dal perdurare del dominio delle banche – per lungo tempo sotto il controllo pubblico – e da esigenze pressanti di finanziamento dello Stato, due elementi che hanno condizionato profondamente il funzionamento dei circuiti finanziari. In questo contesto i mercati hanno continuato ad avere un ruolo marginale, restando una realtà asfittica, nella quale più che altro si aggiustavano gli equilibri tra i gruppi proprietari, mentre il debito pubblico continuava a rappresentare l'investimento quasi esclusivo di quella parte del risparmio che non prendeva la forma del deposito bancario.

Dall'inizio degli anni novanta, è venuta accelerando una metamorfosi profonda nelle scelte di risparmio delle famiglie, nel finanziamento delle imprese, nel ruolo degli intermediari creditizi e finanziari. La privatizzazione delle grandi imprese pubbliche ha sospinto lo sviluppo del mercato azionario italiano, contribuendo ad aumentarne notevolmente il flottante e gli scambi.

In soli dieci anni il sistema è radicalmente mutato, soprattutto forse dal punto di vista normativo: una legislazione che, salvo alcune eccezioni, era ancora basata su norme antecedenti la seconda guerra mondiale è stata sostituita da una legge organica, il Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1998), allineata ai principi internazionali della regolamentazione dei mercati finanziari. Il Testo Unico della Finanza (TUF) ha, tra le altre cose, introdotto una soddisfacente disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e delineato nuove soluzioni in materia di governo societario, ispirate all'attività degli investitori istituzionali, all'autonomia statutaria e alla protezione degli azionisti di minoranza. Tali soluzioni sono state riprese e sviluppate dalla successiva riforma delle società di capitali del 2003 e hanno dato nuovo impulso al dibattito sul governo societario e sulla separazione fra proprietà e controllo nelle imprese italiane.

La necessità di ammodernamento del sistema finanziario e, in particolare, del suo assetto normativo e istituzionale, non viene meno agli inizi del nuovo secolo, soprattutto con riferimento a tre fenomeni che continuano a caratterizzare lo sviluppo dei mercati finanziari:

- *l'innovazione finanziaria*, che annulla le differenze tra gli originari segmenti del mercato finanziario (assicurativo, creditizio, mobiliare);

- la *tecnologia* delle telecomunicazioni, che elimina le barriere fisiche/geografiche all'azione degli intermediari;
- la *globalizzazione*, che sposta a livello sopranazionale, europeo e mondiale (Parlamento, Commissione e Comitati della procedura Lamfalussy, Comitato di Basilea, *Financial Stability Forum*) il momento delle scelte normative in materia di mercati finanziari.

**3.** Rispetto a questi stimoli il sistema italiano non sempre ha reagito prontamente, né sul fronte “interno”, né su quello “esterno”: da un lato, non c'è stato un adeguamento tempestivo dell'assetto istituzionale (regole e sistemi di vigilanza) ai mutamenti del mercato; dall'altro, non si è inciso sul processo decisionale europeo rappresentando in modo unitario la strategia italiana, affinché fossero sufficientemente riconosciute e tutelate alcune legittime istanze nazionali.

Occorre recuperare un ritardo e definire un chiaro disegno che consenta di assicurare condizioni di parità competitiva per la piazza finanziaria italiana. Più d'una sono le aree sulle quali si deve ancora intervenire e occorre farlo nella piena consapevolezza che la regolamentazione è determinante per il grado di concorrenza del mercato finanziario e di conseguenza per la crescita economica.

La regolamentazione (in campo finanziario come in qualsiasi altro) nasce per limitare gli effetti negativi dei cosiddetti fallimenti del mercato e per garantire un buon equilibrio complessivo degli interessi. Questa è una condizione necessaria ma non sufficiente per indurre un intervento dei pubblici poteri: l'ulteriore condizione è che il costo dell'intervento pubblico sia adeguato ai benefici che si intendono conseguire; questo deve avvenire solo quando i vantaggi risultano superiori ai costi diretti e indiretti che esso inevitabilmente comporta.

Un esempio: due recenti studi sulle ragioni del declino della piazza finanziaria statunitense nella scena internazionale, rispetto soprattutto a quella britannica, hanno individuato le cause del fenomeno nella regolamentazione, sottolineandone la complessità, l'eccessiva prescrittività e i costi. Quegli studi hanno, invece, evidenziato i pregi dell'azione di regolamentazione della *Financial Supervisory Authority* britannica (FSA)

per i principi di efficienza e proporzionalità, la capacità di tener conto di diverse situazioni, di diversi segmenti di clientela e di mercato, la collaborazione e il dialogo con i soggetti vigilati e, infine, per la disponibilità a sottoporsi all'esame dei propri risultati.

L'FSA è stata tra le prime Autorità di controllo che hanno adottato il metodo dell'analisi d'impatto (o, nel linguaggio anglosassone caro ai mercati finanziari, la *Regulatory Impact Assessment* - RIA): una metodologia di valutazione economica *ex ante* delle ricadute – in termini qualitativi e quantitativi – della regolazione sull'organizzazione e il funzionamento delle pubbliche Amministrazioni e sulle attività dei cittadini e delle imprese. L'analisi di impatto è affiancata e sostenuta poi dalle consultazioni con gli operatori.

**4.** L'esperienza britannica ci dice che una regolamentazione “amica del mercato” non cala dall'alto, ma viene realizzata dalle Autorità in stretta collaborazione con chi opera sui mercati.

Ebbene, qual è l'esperienza italiana in questo campo? L'obiettivo della qualità della regolazione solo di recente è stato oggetto di vera attenzione nel nostro Paese. I disagi e gli oneri che la cattiva regolazione impone ai cittadini, alle attività produttive ed alla stessa pubblica Amministrazione possono essere inutilmente gravosi. Il Legislatore, nel dettare le norme sulla tutela del risparmio, ha introdotto il principio di proporzionalità, inteso come “criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minor sacrificio degli interessi dei destinatari”; “a questo fine” – afferma ancora il Legislatore – “le Autorità consultano gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori “. E', inoltre, previsto che sia condotta e resa pubblica una valutazione dell'impatto economico di ogni nuovo atto regolamentare.

Il metodo della consultazione pubblica, del confronto con tutte le categorie interessate, in primo luogo quelle dei consumatori-utenti-risparmiatori, senz'altro contribuisce all'adozione di regole, come si suole dire, “partecipate”. Una più intensa collaborazione fra regolatori, soggetti vigilati e investitori, può contribuire al rafforzamento della struttura finanziaria. E' circostanza non rara che il mercato individui prima del regolatore debolezze e rischi insiti nel sistema. E' necessario, pertanto, che tutte le parti interessate ai procedimenti di regolazione (sia il Legislatore sia le Autorità di

vigilanza) siano sollecitate nel cogliere i suggerimenti provenienti da coloro che sono nel mercato, in primo luogo dalle associazioni di categoria, al fine di rendere la regolamentazione più efficace, adeguandola tempestivamente alle dinamiche del mercato per garantirne il corretto funzionamento. Ecco un campo in cui Assonime svolge una funzione preziosissima con competenza e autorevolezza.

**5.** Ho parlato del metodo, ora vorrei accennare a tre importanti atti normativi in corso: la MiFID, l'OPA e il disegno di legge in materia di riforma delle Autorità di vigilanza.

Come è noto, MiFID è il nome che si dà alla Direttiva 2004/39/CE che ha per oggetto la disciplina della prestazione dei servizi e delle attività d'investimento e di funzionamento dei mercati finanziari. Questa Direttiva avrà un notevole effetto sull'industria finanziaria italiana; essa infatti, insieme con le disposizioni di secondo livello che ne derivano, definisce un quadro normativo fortemente innovativo. In Italia, il recepimento della Direttiva è finalmente prossimo a compiersi, dopo l'approvazione, anche da parte della Camera, del disegno di legge che ha riaperto fino al 30 settembre i termini per l'esercizio da parte del Governo della delega in materia.

Non abbiamo voluto perdere l'occasione, che il recepimento della MiFID ci offriva, di rendere più leggera la disciplina nazionale. Il testo del decreto legislativo – cui seguiranno regolamenti, anche congiunti, di Consob e Banca d'Italia – lascia maggiori spazi di autonomia gestionale agli operatori allo scopo di alleviare i costi della regolamentazione e rendere le misure organizzative proporzionali agli obiettivi di tutela dell'interesse pubblico. Vorrei far notare che il testo prevede ora espressamente, tra gli obiettivi delle Autorità di vigilanza, anche quello di promuovere la competitività del sistema finanziario nazionale.

**6.** Il disegno di legge, da poco approvato, riapre anche i termini per l'esercizio della delega relativa al recepimento della Direttiva in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto. È noto che quella Direttiva è un compromesso non felice, che rende opzionali le disposizioni di maggiore impatto sulla contendibilità del mercato del controllo societario.

Consultazioni con le Autorità di vigilanza e con la stessa Assonime, nonché un ampio dibattito nella comunità scientifica e tra gli operatori economici hanno permesso di analizzare a fondo il tema. Sono orientato a confermare le disposizioni della normativa italiana vigente, con particolare riguardo alla cosiddetta ‘regola di passività’ (*passivity rule*) e alla facoltà di recesso dai patti di sindacato in pendenza di offerta pubblica, e ad affidare alla clausola di reciprocità solo il compito di ovviare al differente grado di contendibilità assicurato dalla legislazione di altri Stati membri. Ciò significa mantenere l’alto grado di contendibilità del controllo d’impresa che vige nel mercato italiano in tutti i casi nei quali esso non ponga i controllanti in condizione di svantaggio rispetto a un potenziale ‘aggressore’. Il Governo si muoverà in questo senso nella sua interlocuzione con le sedi parlamentari.

**7.** Parallelamente al ripensamento del sistema di regolazione, il Governo ha proposto la riforma delle Autorità deputate alla supervisione. Nel campo della finanza, la riforma è necessaria per superare l’attuale sistema ibrido: il disegno di legge di iniziativa del Governo sul riordino delle Autorità intende portare a compimento il modello di vigilanza basato sull’attribuzione delle responsabilità per finalità. Ciò significa anche riduzione del numero delle Autorità di controllo, secondo una tendenza comune a tutti i Paesi europei.

Nel disegno di legge ha particolare interesse l’articolo dedicato ai procedimenti e agli atti delle Autorità, che ripropone il metodo della cosiddetta “regolazione partecipata”. Esso stabilisce, ad esempio, che le Autorità consultino i soggetti interessati e i loro organismi rappresentativi e che lo facciano in forma pubblica; prevede anche che le Autorità possano promuovere la redazione di codici deontologici o norme di autoregolamentazione da parte di soggetti regolati o vigilati. Sia nelle leggi vigenti sia nel disegno di legge attuale emerge la tendenza a temperare l’ampiezza dei poteri normativi delle Autorità con l’introduzione dei predetti istituti di partecipazione.

**8.** L’analisi dell’adeguatezza delle attuali infrastrutture del sistema finanziario italiano, e più in generale della sua posizione competitiva, è operazione complessa che

richiede la partecipazione di tutti gli operatori del sistema finanziario. A tal fine è stato costituito il Comitato per la Piazza Finanziaria, animato e presieduto con passione dal Viceministro Pinza, Comitato che rappresenta un luogo di consultazione permanente dell'industria finanziaria nazionale, analogo a quelli già operanti in Francia, in Gran Bretagna e in Germania. Il Comitato è lo strumento attraverso il quale promuovere una riflessione strategica sul futuro dell'industria finanziaria nazionale.

Il Comitato per la Piazza Finanziaria contribuisce ad accelerare la presa di decisioni, a selezionare gli argomenti strategici per il sistema italiano da indicare a Commissione e Parlamento europei, ad applicare la prima descritta analisi d'impatto delle norme. La Piazza Finanziaria applicherà questa tecnica *ex ante*, nel momento di identificazione delle aree prioritarie e di valutazione degli strumenti, ed *ex post*, per valutare gli effetti delle regolamentazioni già in essere.

Un primo risultato dei lavori della Piazza Finanziaria, frutto dell'applicazione del metodo dell'analisi costi-benefici, riguarda i meccanismi di governo societario (*corporate governance*). Il dibattito italiano e internazionale in materia si è concentrato, negli ultimi tempi, sui meccanismi di controllo delle società quotate; il Comitato ha ritenuto quindi opportuno avviare uno studio approfondito che tenga conto anche degli elementi emersi in questo dibattito. I risultati evidenziano che spesso nel dibattito si confondono le cosiddette "scatole cinesi" con i gruppi piramidali; mentre le prime hanno ormai un peso ridotto nel nostro mercato, i gruppi piramidali continuano ad avere una presenza rilevante. Il problema dei gruppi piramidali, tuttavia, va affrontato soprattutto attraverso la corretta applicazione delle norme sulle operazioni con parti correlate.

Alla luce di queste prime analisi sembrerebbe potersi affermare che nuovi interventi normativi dovrebbero trovare giustificazione solo a fronte di ulteriori evidenze empiriche e di una corretta e documentata analisi costi-benefici.

**9.** Ho parlato di quanto Governo e Parlamento stanno facendo. Al termine del mio dire vorrei ricordare che, parallelamente all'azione istituzionale di cui le Autorità si fanno promotori, è necessario, indispensabile che il settore privato, e in primo luogo le società quotate, facciano la loro parte. Una regolamentazione più agile richiede maggiore consapevolezza e responsabilità da parte di chi a quelle regole deve dare attuazione

pratica: se ciò non avviene, possono osservarsi comportamenti non coerenti. Quando si lamenta un costo eccessivo delle regole, occorre tenere presente che alle volte il maggior costo dipende anche dalle modalità con cui ci si adegua ad esse. E' vero che vi possono essere sovrapposizioni normative, ma occorre anche chiedersi come le società danno pratica attuazione alle regole. La complessità normativa è aumentata negli anni, non solo in Italia; ma proprio per questo è necessario aggiornare il modo con cui ci si adegua alle regole stesse.

Le regole devono divenire parte della cultura aziendale, debbono essere incorporate nell'elaborazione delle strategie e nei processi. Un nuovo metodo di regolamentazione da parte delle Autorità è efficace solo se è accompagnato da un nuovo metodo nell'adempimento delle norme, nella cosiddetta *compliance*: solo la combinazione di questi due elementi può ridurre il costo delle regole. Una regolamentazione più snella valorizza l'autonomia degli operatori economici e non posso non ricordare, in questa occasione, la positiva esperienza del codice di autodisciplina delle società quotate, di cui Assonime è stata promotrice, e al quale un numero sempre maggiore di società quotate aderisce in maniera sostanziale.

Proprio quando la regolamentazione lascia maggiore spazio all'autonomia degli agenti economici, la capacità delle Autorità di vigilanza di garantirne il rispetto con la massima efficacia ed efficienza deve a sua volta accrescersi.

A Lei, Presidente, all'Assonime, agli operatori economici presenti in questa sala auguro buon lavoro.