

Mercato finanziario unico un passaggio cruciale

di Andrea Sironi*

CAPITALI E MERCATI



Una parte essenziale del progetto di integrazione europea è rappresentata dallo sviluppo di un mercato finanziario unico all'interno del quale le imprese possano raccogliere capitali, in modo agevole ed efficiente, nei diversi Paesi dell'Unione e i risparmiatori possano investire, a costi uniformi e contenuti, nei diversi mercati nazionali. Si tratta di un obiettivo di particolare rilevanza in un'area economica come quella dell'Europa continentale, storicamente molto più dipendente dal credito bancario di quanto non avvenga in altri Paesi, in un contesto nel quale l'industria bancaria è soggetta a vincoli regolamentari di capitale e di liquidità sempre più stringenti che limitano la propria capacità di finanziare l'economia reale.

Un mercato dei capitali integrato, efficiente e liquido rappresenta una componente essenziale del mercato unico, una condizione necessaria affinché

le imprese possano raccogliere fondi a medio-lungo termine e finanziare così i propri gli investimenti, i propri progetti di crescita e di internazionalizzazione emettendo titoli di debito e di capitale, e dunque un elemento cruciale per favorire la competitività dell'Unione Europea (UE). Un mercato dei capitali sviluppato consente peraltro al sistema economico di essere meno vulnerabile rispetto alle crisi del settore bancario che, come osservato negli ultimi anni, hanno più volte influito sulle dinamiche dell'economia reale. La crisi finanziaria ha infatti costretto le banche a ridurre in modo significativo la dimensione dei propri bilanci, di fatto contraendo il credito alle imprese e ai privati.

LA CAPITAL MARKETS UNION

Negli ultimi anni la Commissione Europea ha perseguito questo obiettivo attraverso il progetto della Capital Markets Union, volto a rafforzare, specie nei confronti delle imprese di minori dimensioni e di quelle giovani e innovative, i finanziamenti di mercato e dunque a ridurre la dipendenza dal credito bancario. La creazione di un mercato unico dei capitali nell'UE entro il 2019 rappresentava un elemento chiave del piano di investimenti annunciato dalla Commissione Juncker nel novembre 2014 e si è concretizzata in una serie di misure mirate a rimuovere gli ostacoli incontrati dalle piccole e medie imprese europee nell'accesso al mercato dei capitali e a uniformare le condizioni di accesso a tale mercato nei diversi Paesi. L'obiettivo ultimo era, ed è ancora oggi, quello di sviluppare un mercato unico dei capitali dove gli investitori possano investire senza ostacoli attraverso le frontiere e le imprese possano reperire i fondi necessari da una molteplicità di fonti, indipendentemente da dove si trovano.

In linea con l'obiettivo della Capital Markets Union, l'Eurosistema ha realizzato TARGET2-Securities (T2S), la piattaforma paneuropea multivalutaria per il regolamento delle transazioni in titoli in moneta di banca centrale. T2S rappresenta una piattaforma unica

** Andrea Sironi è Vicepresidente dell'Università Bocconi, dove è Professore di Economia degli Intermediari Finanziari, e Presidente di Borsa Italiana.*

per il regolamento delle transazioni in titoli, fondata sull'utilizzo, da parte delle banche, dei conti che ciascuna di esse detiene presso la Banca Centrale. In pratica, quando un investitore acquista o vende titoli, i titoli e il pagamento devono essere oggetto di scambio, un processo denominato *settlement* o regolamento. Mentre in precedenza questo processo si fondava su un complesso sistema di procedure transfrontaliere che ostacolava in modo significativo gli scambi fra operatori di diversi Paesi europei, oggi con T2S le transazioni in titoli sono regolate agli stessi costi e con le stesse modalità in tutti i mercati nazionali dell'UE, indipendentemente dal Paese d'origine dell'investitore. Si tratta dunque di un sistema che agevola lo scambio di titoli contro contante, di fatto riducendo in modo significativo il rischio di transazione e di regolamento e rendendo dunque le operazioni più sicure ed efficienti.

Per comprendere l'importanza di T2S occorre ricordare che i sistemi di regolamento dei titoli costituiscono le fondamenta sulle quali poggia la struttura finanziaria delle economie moderne. Questi sistemi consentono infatti lo scambio degli strumenti finanziari e del loro controvalore monetario tra gli operatori. Sistemi di regolamento sicuri ed efficienti costituiscono la premessa per il buon funzionamento dei mercati: in particolare, in un'area valutaria integrata, al fine di garantire la possibilità di investire alle stesse condizioni in tutti i mercati, il regolamento transfrontaliero degli strumenti finanziari deve avvenire a condizioni equivalenti al regolamento domestico. Favorendo il regolamento dei titoli nell'Unione e uniformando i costi associati a questo processo nei diversi Paesi, T2S contribuisce all'obiettivo di una maggiore integrazione del mercato finanziario europeo. Inoltre, rendendo più agevole ed efficiente il mercato secondario, favorisce indirettamente anche il mercato primario e dunque la raccolta di capitali da parte delle imprese. Attualmente circa 20 Paesi europei utilizzano T2S.

QUOTAZIONE E BORSE

Un altro provvedimento promosso dalla Commissione Europea come parte della Capital Markets Union è rappresentato dalla normativa relativa ai prospetti adottata nel 2017. Si tratta di un'innovazione volta a rendere più semplice e meno oneroso per le piccole e medie imprese l'accesso al mercato dei capitali, prevedendo specifiche esenzioni rispetto agli oneri connessi alla predisposizione di un prospetto in sede di emissione di titoli. Purtroppo, l'efficienza del processo di approvazione di un'emissione è in larga parte determinata dal quadro normativo e dalle pratiche regolamentari adottate dalle singole autorità nazionali, le quali possono comunque risultare, come nel caso italiano, particolarmente onerose. Questo è in particolare vero per le emissioni azionarie, per le quali l'autorità responsabile per l'approvazione del prospetto è lo Sta-

to nel quale l'emittente ha la propria sede, diversamente dal caso delle emissioni obbligazionarie, per le quali un emittente ha il diritto di scegliere il Paese UE in cui fare domanda di approvazione.

In Europa coesistono oggi numerose piazze finanziarie, in competizione fra loro per attirare emittenti e investitori. Sul fronte delle borse valori, vi sono numerosi soggetti fra i quali dominano tre gruppi:

- il gruppo Euronext, un mercato paneuropeo composto dalle cinque borse di Belgio, Francia, Irlanda, Paesi Bassi e Portogallo;
- il gruppo London Stock Exchange, una piattaforma globale alla quale appartengono London Stock Exchange e Borsa Italiana;
- il gruppo Nasdaq Nordic, composto dalle borse scandinave (Svezia, Danimarca, Finlandia, Islanda), baltiche (Estonia, Lituania, Lettonia, Armenia) e del Caucaso.

Si tratta di gruppi che competono fortemente fra loro per attirare emittenti e investitori. Questa competizione è anche alla base di un aspetto positivo legato alla raccolta di capitale di rischio nel mercato europeo: le commissioni relativamente modeste, verosimilmente determinate da maggiori pressioni competitive, richieste dalle banche di investimento (in media del 3-4 per cento) rispetto a quanto prevalente nel mercato statunitense (circa 7 per cento) e giapponese (8 per cento). A fronte di queste commissioni più modeste vi è tuttavia un più forte sconto applicato alle valutazioni in sede di emissione (IPO). Il fenomeno, noto come *IPO underpricing*, può raggiungere livelli del 20 per cento e si riflette inevitabilmente in un costo occulto per l'emittente. La presenza di uno sconto elevato può scoraggiare le imprese, in particolare quelle di maggiori dimensioni le quali hanno maggiori possibilità di ricorrere a canali alternativi di finanziamento. Non è un caso che negli ultimi anni un numero limitato di grandi imprese si è rivolto ai mercati azionari pubblici per la raccolta di nuovi capitali mediante IPO. Le quotazioni più recenti sono state soprattutto relative a imprese di medie e piccole dimensioni nei mercati alternativi quali l'Alternative Investment Market (AIM) di Borsa Italiana, mercati non regolamentati nei quali gli oneri regolamentari sono decisamente più contenuti rispetto a quelli connessi alla quotazione nei mercati principali. Un caso di particolare rilevanza è stato rappresentato dall'IPO della società svedese Spotify, che si è quotata in modo diretto, senza il ricorso a intermediari quali banche di investimento, di fatto evitando non solo le commissioni di underwriting ma anche uno sconto da IPO.

Fra i fattori che ostacolano l'obiettivo di un mercato unico dei capitali in Europa vi è anche, per quanto concerne il capitale di debito, l'assenza di un unico debitore sovrano. Anche in presenza di una valuta unica per

quanto concerne i Paesi che partecipano all'Area euro, la mancanza di un'unica politica fiscale e in particolare di un meccanismo centralizzato di garanzia reciproca dei debiti sovrani fa sì che il rischio Paese sia molto diverso da Stato a Stato. Questo si riflette inevitabilmente in condizioni di accesso al mercato, e in particolare di raccolta del capitale di debito, assai differenti in termini di costo dei fondi per un'impresa greca o italiana rispetto a un'impresa tedesca: le imprese dei diversi Paesi pagano necessariamente un tasso di interesse che riflette il merito di credito dell'emittente sovrano.

In conclusione, nonostante gli sforzi profusi dalla Commissione Europea e dalla Banca Centrale Europea, nell'Unione Europea coesistono ancora mercati dei capitali nazionali frammentati, regolamentazioni e pratiche difformi, e condizioni per la raccolta di capitali anche molto diverse per le imprese dei diversi Paesi. Questo vale anche per le imprese dei Paesi dell'Area euro, caratterizzati dalla condivisione di un'unica valuta. Ciò premesso, non si possono dimenticare i continui progressi delle tecnologie digitali, le quali stanno favorendo lo sviluppo di nuovi canali di finanziamento, specie per le piccole e medie imprese, quali il *peer-to-peer lending* e il *crowdfunding*. Queste forme di finanziamento, apparentemente in contrasto con la teoria economica, la quale afferma la necessità di una forma di intermediazione volta a superare le asimmetrie informative fra debitore e creditore, sono in realtà in forte crescita. È verosimile ipotizzare che gli sviluppi futuri delle tecnologie digitali possano, come accaduto in numerosi altri settori, modificare in modo significativo i processi operativi e dunque anche le modalità con cui le imprese raccolgono capitali, e forse in questo modo superare alcuni degli ostacoli che ancora oggi frenano lo sviluppo di un mercato unico dei capitali in Europa.

IL QUADRO ITALIANO

In questo contesto di frammentazione e competizione fra mercati europei, è utile ricordare l'importanza per il nostro Paese di disporre di infrastrutture di mercato efficienti e internazionali, capaci di garantire a imprese

e sistema economico un accesso efficace ed efficiente ai capitali globali. A fronte della storica riluttanza degli imprenditori italiani ad aprire il proprio capitale, Borsa Italiana ha avviato alcune importanti iniziative volte ad avvicinare le PMI al mercato. L'iniziativa di maggiore rilevanza è rappresentata da ELITE, un percorso di affiancamento pensato per le migliori imprese che unisce alla formazione in aula un supporto pratico per individuare le aree di miglioramento e che al tempo stesso accresce la visibilità nazionale e internazionale dell'impresa, favorisce l'interazione con altre aziende, e consente la raccolta di risorse finanziarie anche mediante strumenti di *private placement* che fanno leva sulle tecnologie più avanzate. Ad oggi hanno aderito circa 1000 imprese, da più di 30 Paesi. ExtraMOT, per la parte obbligazionaria, e AIM Italia sono piattaforme adatte a imprese in fase di espansione, che può culminare nell'ingresso nel segmento STAR dedicato alle eccellenze di media dimensione. Le aziende italiane quotate in Borsa hanno oggi accesso a una platea di investitori internazionali ampia e diversificata. Sono oltre 1700 le case di investimento che attraverso 7700 fondi investono, da 50 Paesi diversi, nelle azioni delle società quotate sui nostri mercati. Si tratta di una caratteristica distintiva del mercato italiano che, insieme all'importante presenza degli investitori privati locali, contribuisce al primato di Borsa in termini di *turnover velocity*, il rapporto tra capitalizzazione e controvalore degli scambi, uno dei principali indicatori di liquidità di una piazza finanziaria. Il sistema Paese può contare su un'infrastruttura finanziaria capace di raccogliere capitali per la crescita in tutto il mondo. Le nostre imprese incontrano regolarmente gli investitori in Italia, Asia, Australia, Europa e Nord America grazie a un programma di eventi che nel 2018 ha raggiunto il numero di 4500 incontri organizzati tra 250 società quotate e oltre 900 investitori. Ciò premesso, non vi è dubbio che il mercato italiano, così come gli altri mercati nazionali, beneficerebbe in modo significativo da un'ulteriore spinta nel processo di integrazione del mercato dei capitali europei.

IN SINTESI

Un mercato dei capitali unico, efficiente e liquido rappresenta una componente essenziale del progetto di integrazione europea, un elemento cruciale per favorire la competitività dell'Unione Europea.

In questa direzione, la Commissione Europea ha promosso la Capital Markets Union, con la creazione di T2S, una piattaforma paneuropea multivalutaria per il regolamento delle transazioni in titoli in moneta di banca centrale, e l'introduzione di specifiche esenzioni rispetto agli oneri connessi alla predisposizione di un prospetto in sede di emissione di titoli.

Ciononostante i mercati dei capitali nazionali dei diversi Paesi restano ancora frammentati, con regolamentazioni e pratiche difformi, e condizioni per la raccolta di capitali molto diverse per le imprese dei vari Stati. Un ulteriore processo di integrazione potrebbe essere favorito dalle nuove tecnologie digitali.