La carenza di investitori *small cap*, determina difficoltà di collocamento dei titoli in sede di mercato primario nonché ridotti scambi sul mercato secondario (con conseguente riflesso sul corso dei prezzi dei titoli stessi) e costituisce anche un disincentivo per le stesse imprese a quotarsi.

Occorrono quindi strumenti che incentivino nel nostro paese lo sviluppo di tali investitori istituzionali e aiutino a colmare il divario attualmente esistente sul nostro mercato rispetto ad altre piazze finanziarie europee.

Una strada perseguibile, ad esempio, è quella di introdurre agevolazioni di carattere fiscale per le persone fisiche e le imprese che sottoscrivono quote di veicoli specializzati nell'investimento in società *small cap* quotate su mercati non regolamentati quali l'AIM Italia e il MAC.

Su tale strumento, peraltro già previsto in altri paesi europei, l'ABI ha sviluppato una proposta concreta, che intende portare nelle sedi competenti, anche con la condivisione degli altri *stakeholder*. Lo sviluppo di fondi di investimento specializzati in PMI potrebbe anche essere attuato utilizzando strumenti esistenti, quale ad esempio il Fondo Italiano di Investimento (FII), che potendo anche investire indirettamente nelle imprese tramite altri fondi (agendo come fondo di fondi), potrebbe creare un effetto leva con benefici sull'attività e lo sviluppo dei fondi specializzati in imprese small cap**.**

Nell'ottica di favorire lo sviluppo di investitori istituzionali emerge poi l'esigenza di rimediare agli attuali squilibri nella tassazione dei fondi comuni, in particolare tra fondi di diritto italiano (tassati per maturazione) e quelli di diritto estero (tassati per cassa), nonché alle conseguenti incertezze normative sulla classificazione dei rendimenti da essi generati (redditi di capitale o redditi diversi).

A tal proposito, potrebbe fra l'altro essere valutata l'opportunità di una sostituzione del regime di tassazione per maturazione dei fondi di diritto italiano con il regime della tassazione per cassa secondo uno schema analogo a quello attualmente seguito per i fondi esteri armonizzati UE, nonché di apposite norme di diritto transitorio per la sistemazione dei risparmi d'imposta accumulati dai fondi, trasformandoli in tempi brevi in nuova liquidità da investire, a vantaggio della performance del fondo.

4. L'offerta dei servizi di *listing* da parte delle società mercato in Italia

Il processo di modernizzazione dei mercati italiani prende avvio con la legge n.1/1991, che da un lato scioglie i Comitati direttivi delle sedi della Borsa e costituisce il Consiglio di Borsa, da l'altro impone la concentrazione degli scambi in borsa.

Il passo successivo viene compiuto con l'emanazione nel 1998 del Testo Unico della Finanza (TUF) che sancisce la privatizzazione del mercato, con la trasformazione di un soggetto pubblico, il Consiglio di Borsa, in un soggetto privato. Nasce così la Borsa Italiana, società per azioni a carattere imprenditoriale, partecipata dai principali operatori del mercato, cui scopo è l'organizzazione, la gestione e lo sviluppo dei mercati italiani.

Non si può non riconoscere alla Borsa Italiana di aver svolto negli ultimi dieci anni un compito importante, gestendo il delicato passaggio da un modello basato su mercati di natura pubblica ad un modello, più moderno ed in linea con le principali esperienze estere, di mercati gestiti da soggetti imprenditoriali.

In questo compito, un ruolo importante è stato certamente svolto dall'obbligo della concentrazione degli scambi sul mercato regolamentato, che ha garantito uno sviluppo ordinato e solido del mercato azionario, prevenendo una frammentazione della liquidità degli scambi e delle informazioni.

Tale principio ha tuttavia evitato che la Borsa Italiana fosse esposta alla competizione di altri mercati, configurando, almeno nei fatti, una situazione di esclusività nella offerta di servizi di *listing.* Anche le esperienze di mercati regolamentati alternativi a Borsa Italiana hanno riguardato principalmente il mondo dei mercati non azionari (titoli di stato e obbligazioni).

Tale situazione, tuttavia, è in fase di cambiamento, da quando è stata introdotta in Europa la Direttiva sui Mercati di Strumenti Finanziari (MIFID) che ha rappresentato per l'Italia un'ulteriore ed importante rivoluzione in tema di mercati finanziari.

La MIFID ha infatti messo al bando definitivamente la possibilità per gli Stati membri di prorogare l'obbligo della concentrazione degli scambi. Questo sta determinando in Europa un passaggio, seppur graduale, degli scambi dei titoli quotati sul mercato azionario italiano su mercati alternativi. Si tratta soprattutto di un mero e prevedibile fenomeno di migrazione del *trading* e non del listing.

Per quanto riguarda poi l'offerta di mercati per le PMI, occorre ricordare, oltre all'avvio del mercato AIM Italia sulla base dell'esperienza inglese dell'AIM UK, la recente acquisizione da parte di Borsa Italiana della società di promozione del Mercato Alternativo del Capitale (ProMAC).

Sul tema va altresì segnalata la recente costituzione di un *Advisory Board* dedicato ai mercati delle piccole e medie imprese - promosso da Borsa Italiana a cui partecipano tutte le categorie di soggetti coinvolti nel mercato – con l'obiettivo di ristrutturare i mercati italiani delle PMI e favorire l'offerta di quotazione dedicata a tali imprese nel contesto italiano, attraverso

specifiche iniziative e strategie di sviluppo dei suddetti mercati, che prevedono anche una revisione del ruolo dei diversi attori coinvolti.

In definitiva, sembra potersi valutare positivamente l'operato di Borsa Italiana negli anni precedenti (dall'ampliamento dei listini e la diversificazione dei segmenti alla telematizzazione degli scambi, al passaggio a meccanismi più efficienti di regolamento delle transazioni, alla privatizzazione del mercato).

5. Gli intermediari specializzati nel *listing* azionario

Nel processo di quotazione di azioni intervengono diversi intermediari con specifiche funzioni. In Italia c'è un numero ristretto di operatori specializzati nel *listing azionario* (al momento circa 20 intermediari finanziari, inclusi quelli esteri): a questi vanno poi aggiunte alcune società di consulenza e revisione che offrono servizi di *corporate finance*. Tale carenza può essere attribuita, fra l'altro:

- ad una ridotta domanda di quotazione da parte delle imprese, per i motivi già ricordati in precedenza;

- al fatto che i servizi relativi alla quotazione sono servizi ad alta specializzazione con una forte componente di consulenza/assistenza, per cui, anche in considerazione della scarsa domanda di cui sopra, non tutti gli intermediari sono in grado di svolgere tale attività;

- al fatto che gli stessi intermediari, nell'ambito del processo di quotazione di un'impresa, possono ricoprire più ruoli (sponsor, *specialist,* responsabile del collocamento, etc.).

Nelle operazioni di IPO effettuate negli ultimi anni emerge infatti, tra l'altro, una stretta coincidenza tra gli incarichi di *sponsor* e responsabile del collocamento. Ciò costituisce un limite alla nascita di nuovi operatori.

Tra i vari ruoli svolti dagli intermediari nel processo di quotazione sul mercato, le attività dello *sponsor* e del responsabile del collocamento sono quelle che recano le maggiori criticità in quanto soggetti ad una specifica disciplina normativa, che attribuisce loro compiti e responsabilità.

Lo sponsor, in particolare, collabora con l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione degli strumenti finanziari ai fini di un ordinato svolgimento della stessa. Esso è tenuto a rilasciare una serie di attestazioni/dichiarazioni relative, fra l'altro, alla presenza di un adeguato sistema di controllo di gestione.

Si tratta di un incarico che richiede competenze diverse rispetto a quelle degli intermediari che effettuano collocamenti, la cui attività si focalizza su

valutazioni del *business plan* e su valutazioni di carattere economico/finanziario e patrimoniale dell'emittente.

Ciò ha quindi un impatto sull'attività degli intermediari in termini di maggiori responsabilità e, di conseguenza, in termini di maggiori costi *di due diligence* legale che si ripercuotono sugli emittenti.

In tale ottica, **è auspicabile un intervento sulla regolamentazione dell'attività dello sponsor nell'ottica di circoscrivere le sue funzioni alle attività su cui lo stesso ha una competenza specifica e, dunque, le relative responsabilità**.

L'attività del responsabile del collocamento dell'offerta pubblica assume rilievo nei rapporti con la CONSOB in quanto tale intermediario, in base al regolamento Emittenti, è tenuto a rilasciare, fra l'altro, una dichiarazione in cui attesta, al pari degli altri sottoscrittori del prospetto e per le parti di propria competenza, che il prospetto stesso "*è conforme agli schemi applicabili e che, avendo essi adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni in esso contenute sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il senso*".

Su tale intermediario grava altresì, ai sensi dell'art. 94, comma nono, del TUF una presunzione di responsabilità per le informazioni false o le omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole.

Detta previsione non è peraltro in linea con la direttiva n. 2003/71/CE in tema di prospetti - che non prevede né la figura del responsabile del collocamento né alcuna presunzione legale di responsabilità a carico di un solo intermediario per informazioni false o per omissioni nel prospetto - né con le prassi degli altri Paesi europei, in base alle quali gli intermediari che effettuano la *due diligence* dei prospetti rilasciano generalmente attestazioni solo nella forma di "*negative assurance*" (dichiarando, ad esempio, che dalle verifiche svolte non sono emersi elementi significativi da far ritenere che nel prospetto siano contenute informazioni false od omissioni).

Anche in tali casi si è in presenza di una **elevata responsabilità per l'intermediario rispetto a quanto si riscontra a livello europeo, responsabilità che si traduce in un aumento dei costi di *due diligence* legale per l'intermediario stesso e, di conseguenza, per l'emittente.**

6. La ripartizione delle competenze in tema di ammissione a quotazione tra Consob e Borsa Italiana

Con la privatizzazione dei mercati, attuata con il Testo Unico della Finanza, le competenze in tema di ammissione a quotazione (c.d. *listing*) tra la

CONSOB e le società di gestione del mercato (la Borsa Italiana) sono state ripartite: la CONSOB approva il prospetto di offerta dei titoli, mentre Borsa Italiana delibera l'ammissione a quotazione dell'emittente, subordinatamente all'approvazione da parte della CONSOB del prospetto di offerta e di una attenta attività di analisi e valutazione dell'impresa quotanda.

La scelta operata da Borsa Italiana, responsabile dell'attività di ammissione a quotazione, è stata quella di subordinare l'ammissione a quotazione a concrete verifiche di merito (*due diligence*) e non solo all'esistenza di requisiti formali dell'emittente[8].

Ad avviso dell'ABI, la suddivisione dei ruoli tra Borsa Italiana e Consob non ha mostrato in questi anni particolari criticità. La criticità principale nel processo di ammissione a quotazione riguarda invece i tempi lunghi di approvazione dei prospetti da parte di quest'ultima.

La direttiva europea n. 2003/71/EC prevede che le Autorità di vigilanza approvino i prospetti entro 10 giorni lavorativi dalla presentazione della documentazione completa all'Autorità. Il termine è esteso a 20 giorni ove l'emittente, come nel caso delle IPO, non abbia già strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati e non abbia offerto strumenti finanziari al pubblico in precedenza.

Tale tempistica, peraltro, viene frequentemente disattesa, anche a causa della ponderosità della documentazione di offerta da approvare. Un'analisi pubblicata nel 2008 dal *Centre for Strategy & Evaluation Services* per conto della Commissione Europea ha evidenziato ad esempio che in Europa, in 31 IPO effettuate nel periodo gennaio – giugno 2007 il tempo medio di approvazione è stato di 5 settimane circa. Lo studio evidenzia poi il caso eccezionale dell'Italia in cui i prospetti sono divenuti sempre più ponderosi e costosi con una significativa dilatazione dei tempi medi di approvazione che variano tra i 60 ed i 90 giorni.

Tale circostanza ha creato uno svantaggio competitivo, nel processo di ammissione a quotazione, per il mercato italiano rispetto ai mercati di quotazione degli altri Stati UE, che si ripercuote negativamente sulla competitività delle imprese italiane rispetto a quelle europee.

Va tuttavia segnalato che nel 2009, nell'ambito delle modifiche al Regolamento Emittenti CONSOB volte a completare il recepimento della

[8] L'attività di Borsa si sostanzia, ad esempio, nell'esame del c.d. QMAT (*Quotation Management Admission Test*) - vale a dire il documento preliminare che deve essere predisposto dalla società quotanda per illustrare fra l'altro il *business model* della società stessa - nonché nelle verifiche sul sistema di controllo di gestione e sul business plan dell'emittente.

direttiva in tema di prospetti, è stato fra l'altro previsto un limite temporale massimo per la procedura di approvazione dei prospetti[9].

Resta ancora aperto il tema del ruolo svolto dalla CONSOB nell'iter di approvazione dei prospetti, che negli ultimi anni ha rappresentato una delle cause della sua lunga tempistica. Le attività poste in essere dalla CONSOB continuano infatti ad essere più pervasive rispetto alle verifiche di completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto previste dalla direttiva comunitaria.

Sarebbe opportuno, nell'ottica di snellire il processo di quotazione delle imprese, **individuare criteri e modalità che consentano di circoscrivere e garantire maggiori certezze in merito ai tempi di approvazione dei prospetti** nel rispetto di elevati standard qualitativi di protezione degli investitori. Sarebbe altresì utile che i tempi medi di approvazione, che rappresentano un'informazione importante per gli operatori, fossero resi noti da parte della CONSOB, ad esempio nella propria relazione annuale.

7. Conclusioni

Nel nostro Paese la funzione di intermediazione finanziaria (raccolta del risparmio dai settori con saldo finanziario positivo – tipicamente le famiglie – e trasferimento ai settori con saldo negativo – tipicamente le imprese) viene esercitata prevalentemente dalle banche, mentre è relativamente scarso il ricorso diretto al mercato da parte delle imprese sia attraverso strumenti obbligazionari che azionari. Modesto, è in particolare, il ruolo della borsa nel finanziamento delle imprese.

L'industria bancaria, nel sottolineare con orgoglio il ruolo decisivo che essa svolge, e che ha consentito di attutire gli effetti della crisi finanziaria prima ed economica poi (anche grazie ad un ricco insieme di iniziative specifiche a favore di famiglie e imprese) evidenzia l'esigenza che il sistema finanziario italiano superi alcune criticità che lo connotano ormai da molto tempo, tal che mercato creditizio e mercato finanziario in senso stretto possano assicurare assieme maggiori possibilità di sviluppo delle imprese e dell'economia.

In estrema sintesi, il mercato finanziario italiano presenta oggi le seguenti caratteristiche, in relazione alle quali sono necessarie azioni di policy volte al superamento di alcune fragilità:

[9] Rimane tuttavia dubbio se tale termine debba essere inteso come perentorio (e quindi se il prospetto debba essere comunque approvato entro i 40 o 70 giorni) ovvero come ordinatorio (nel qual caso la CONSOB stessa potrebbe approvare il prospetto anche successivamente).

- *Dimensioni modeste del mercato azionario italiano*: tale mercato è caratterizzato da dimensioni modeste se rapportato ai principali Paesi europei (296 società quotate alla fine del 2009 contro, ad esempio, le quasi 3.000 del London Stock Exchange), anche in considerazione del rilevante ruolo del canale bancario nelle passività delle imprese (la somma di obbligazioni e azioni quotate supera appena il 12% delle passività totali delle imprese, contro un valore prossimo al 50% per i prestiti). La quotazione resta comunque un'opzione rilevante per la crescita delle imprese, valorizzata anche dalle banche che, nel processo di *listing*, svolgono ruoli importanti;

- *Difficoltà strutturali e culturali delle imprese a quotarsi sui mercati, tenuto conto fra l'altro, dei limiti dimensionali, della concentrazione della proprietà a livello familiare e delle resistenze di tipo culturale nei confronti dell'apertura del capitale a terzi*: far crescere il mercato italiano dei capitali e mettere in campo iniziative che favoriscano un'inversione di tendenza dal punto di vista culturale ed una crescita complessiva della dimensione del sistema imprenditoriale italiano. Al riguardo, un primo passo potrebbe essere quello di ridurre alcune distorsioni nelle scelte di finanziamento delle imprese motivate dall'esistenza di un favore fiscale per le forme di indebitamento rispetto al capitale proprio;

- *Elevati costi per la quotazione*: favorire lo sviluppo dei mercati dedicati alle PMI per consentire alle imprese di minori dimensioni la quotazione a costi inferiori e con procedure più snelle facendo tra l'altro ricorso ad iniziative di semplificazione del quadro normativo e procedurale;

- *Carenza di investitori istituzionali domestici sul mercato azionario*: introdurre strumenti che incentivino lo sviluppo di tali investitori nell'ottica di colmare il "gap" attualmente esistente sul nostro mercato rispetto ad altre piazze europee, ad esempio introducendo agevolazioni di carattere fiscale per i sottoscrittori di quote di veicoli specializzati nell'investimento in società a ridotta capitalizzazione quotate su mercati quali l'AIM Italia. In tale ottica, dovrebbe essere operata altresì una revisione della disciplina della tassazione dei fondi comuni, che possa rimediare agli squilibri attualmente esistenti tra i fondi di diritto italiano e quelli di diritto estero;

- *Responsabilità degli intermediari*: intervenire sulla regolamentazione dell'attività degli intermediari coinvolti nel processo di quotazione, in particolare sponsor e responsabile del collocamento, nell'ottica di meglio bilanciare il rapporto tra le attività sulle quali gli stessi hanno competenze specifiche e le responsabilità attribuite dalla normativa; in tal modo si potrebbero ridurre anche i costi a carico degli emittenti;

- *Carenze nei processi di approvazione dei prospetti di offerta ed ammissione a negoziazione*: individuare criteri e modalità che consentano alla CONSOB di effettuare le verifiche previste maggiormente

in linea con la normativa e le prassi europee, garantendo maggiori certezze sui tempi di approvazione dei prospetti, nel rispetto di elevati standard qualitativi di protezione degli investitori.

Su molte delle caratteristiche menzionate incide significativamente l'aspetto della scarsa dimensione delle imprese italiane. E' questo tema molto rilevante anche sotto il profilo macroeconomico, date le evidenti e provate correlazioni tra il fattore dimensionale e la propensione alla ricerca, all'innovazione tecnologica, all'export e, in ultima istanza, all'aumento della produttività, aspetto quest'ultimo che l'industria bancaria considera cruciale per vincere la vera sfida che il Paese ha di fronte: una maggiore crescita quantitativa e qualitativa del prodotto interno lordo.

€ 4,00

Stampato su carta riciclata ecologica

16STC0014220