

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
GIANFRANCO CONTE

**La seduta comincia alle 14.**

*(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).*

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

*(Così rimane stabilito).*

**Esame del documento conclusivo.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, l'esame del documento conclusivo.

Avverto che, in esito allo svolgimento del programma dell'indagine conoscitiva, ho predisposto una proposta di documento conclusivo (*vedi allegato*), nella quale si dà conto delle risultanze delle audizioni svolte e si formulano numerose proposte in merito alle problematiche affrontate. Credo che essa possa costituire un'utile base di lavoro per le iniziative parlamentari che si intenderà assumere al riguardo.

Invito i componenti della Commissione a esaminare il testo della proposta, alla quale potranno presentare eventuali richieste di integrazione o modifica, ai fini di una sua prossima approvazione.

Nessuno chiedendo di intervenire, rinvio il seguito dell'esame ad altra seduta.

**La seduta termina alle 14,05.**

---

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

---

*Licenziato per la stampa  
il 19 settembre 2011.*

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

**Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari.****PROPOSTA DI DOCUMENTO CONCLUSIVO****1. L'OGGETTO DELL'INDAGINE**

I mercati degli strumenti finanziari costituiscono uno snodo essenziale delle moderne economie di mercato, ed hanno conosciuto, nel corso degli ultimi anni, una notevole evoluzione, che ha interessato sia il quadro normativo, sia il contesto economico-finanziario, sia, infine, le modalità operative.

In quest'ottica la Commissione ha ritenuto opportuno svolgere una indagine conoscitiva con l'obiettivo di analizzare le evoluzioni storiche, l'attuale condizione e le prospettive di questo settore, per quanto riguarda gli aspetti quantitativi ed i profili macroeconomici, verificando in tale contesto anche l'efficacia e l'adeguatezza del quadro normativo nazionale, comunitario ed internazionale, nonché degli assetti regolamentari e di vigilanza sussistenti in materia.

Sotto un primo profilo si sono volute approfondire le ragioni dello sviluppo, storicamente limitato, in Italia, di tali mercati, e le ricadute che tale condizione ha avuto sugli assetti complessivi del sistema imprenditoriale nazionale, sui suoi rapporti con il settore finanziario e creditizio, nonché sui modelli di sviluppo del capitalismo italiano.

Da un ulteriore punto di vista si è ritenuto utile considerare i principali fenomeni che hanno interessato il settore, a partire dalle conseguenze della crisi in atto a livello globale, in particolare per quanto riguarda il fallimento di alcuni grandi operatori internazionali, nonché le vicende relative a Borsa Italiana Spa, alla luce della sua recente fusione con il London Stock Exchange.

Inoltre, l'indagine conoscitiva ha analizzato nel dettaglio, privilegiando naturalmente gli aspetti di rilievo nazionale, la struttura dei mercati degli strumenti finanziari, sia per quanto riguarda i mercati regolamentati sia per quel che concerne i mercati non regolamentati, sotto il profilo dei relativi costi di accesso e di permanenza, con particolare attenzione alle problematiche relative alle piccole e medie imprese, nonché della regolamentazione e degli assetti proprietari. Particolare attenzione è stata dedicata, in tale ambito, alle problematiche relative alla tutela dei piccoli risparmiatori, nonché al ruolo svolto dalle società di gestione del mercato, segnatamente per quanto attiene all'attività di ammissione alla negoziazione ed alle loro competenze regolatorie.

Nel corso dell'indagine, che è stata deliberata il 29 luglio 2010, sono stati ascoltati il Presidente della CONSOB, il Vice Direttore generale della Banca d'Italia, il Presidente dell'ABI, il Presidente di ASSONIME, l'Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa, esponenti del settore finanziario e creditizio, nonché esperti e studiosi della materia.

**2. IL QUADRO NORMATIVO**

Prima di passare ad illustrare gli elementi emersi nel corso dell'indagine conoscitiva, è utile compiere una breve rassegna del panorama normativo vigente in materia di mercati degli strumenti finanziari, anche per rendere maggiormente intelligibili le problematiche affrontate durante l'indagine.

### 2.1. Il processo di privatizzazione dei mercati finanziari.

L'assetto normativo dei mercati finanziari in Italia può essere definito come il prodotto di due fattori concomitanti: il processo di graduale privatizzazione del sistema e la complessità delle fonti normative che disciplinano il settore, dai principi costituzionali (in particolare gli articoli 41 e 47 della Costituzione) fino all'autonomia privata (come si vedrà in seguito, i regolamenti di Borsa).

Sotto il primo profilo è opportuno ricordare che il mercato è stato a lungo sottoposto a norme di stampo pubblicitario, con accesso in origine riservato agli intermediari abilitati (gli agenti di cambio) ed il cui controllo, nel tempo, è passato dalle Camere di commercio (e relative articolazioni locali) alla CONSOB.

La privatizzazione sostanziale, finalizzata all'adeguamento del panorama italiano alla realtà finanziaria globale, è stata operata dapprima con la legge n. 1 del 1991, recante disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare, e poi con il decreto legislativo n. 415 del 1996 (cosiddetto decreto «Eurosim»), recante il recepimento della direttiva 93/22/CEE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, e della direttiva 93/6/CEE, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. Tale ultimo provvedimento ha sostanzialmente privatizzato i mercati finanziari, dettando una disciplina apposita per la trasformazione di quelli già esistenti, al fine di giungere all'attuale assetto disciplinato dal Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998 (TUF).

Il TUF ha operato una razionalizzazione del quadro normativo esistente in un contesto unitario, apportandovi al contempo alcune modifiche (in particolare alla disciplina della liquidazione e delle gestioni centralizzate di strumenti finanziari). Nel corso del tempo, il TUF è stato

oggetto di numerosi interventi, che hanno recepito le disposizioni dettate in materia in sede europea.

L'esito del processo di privatizzazione dei mercati si sostanzia nella formulazione dell'articolo 61, comma 1, del TUF, il quale qualifica l'attività di organizzazione e gestione del mercato come attività di impresa (intesa come attività economica organizzata al fine di produrre o scambiare beni o servizi, ai sensi dell'articolo 2082 del Codice civile) affidandone l'esercizio ad una società per azioni *ad hoc*, anche senza scopo di lucro (società di gestione del mercato).

### 2.2. La disciplina comunitaria.

Non può inoltre trascurarsi l'impatto sostanziale della disciplina comunitaria sul vigente assetto normativo dei mercati finanziari.

Un ruolo chiave in tal senso è rivestito dalla direttiva MiFID (direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari), recepita nell'ordinamento italiano con il decreto legislativo n. 164 del 2007. Tale direttiva ha avuto, tra gli obiettivi principali, quello di creare un ambiente finanziario competitivo e armonizzato per i mercati regolamentati e le imprese di investimento, nonché quello di rafforzare la protezione degli investitori, l'efficienza e l'integrità dei mercati stessi.

In particolare, la direttiva MiFID ha eliminato l'obbligo di concentrare gli scambi sui mercati regolamentati, aprendo a nuovi circuiti di negoziazione, quali i sistemi multilaterali di scambio (*multilateral trading facilities* o MTF) e gli internalizzatori. Sono state inoltre previste regole di trasparenza nella fase di pre-negoziazione e post-negoziazione, sono state introdotte specifiche previsioni per l'ammissione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati e sono state dettate regole per l'ammissione degli operatori ai mercati regolamentati ed agli MTF.

La recente crisi finanziaria ha altresì sollecitato le autorità sovranazionali a intervenire sotto il più ampio profilo della vigilanza sui mercati: dal 1° gennaio 2011

è entrata in vigore la normativa che definisce il nuovo assetto istituzionale europeo della vigilanza finanziaria, con una complessa architettura fondata sull'istituzione del Consiglio Europeo per i rischi sistemici (*European Systemic Risk Board* – ESRB) e di tre Autorità europee con competenze settoriali, rispettivamente, per i mercati finanziari (ESMA), per le banche (EBA) e per le assicurazioni (EIOPA).

Queste ultime potranno emanare standard tecnici giuridicamente vincolanti per le Autorità nazionali in materia di modalità interpretative e applicative della disciplina comunitaria (limitatamente, tuttavia, alle aree espressamente previste dalla normativa comunitaria di rango primario e dopo una procedura di *endorsement* da parte della Commissione europea), al fine di definire un quadro regolamentare effettivamente armonizzato e vincolante per le Autorità di vigilanza domestiche e assicurarne un'applicazione uniforme e coerente.

Ai cambiamenti di natura istituzionale si va affiancando un ampio processo di revisione della disciplina comunitaria in materia di valori mobiliari.

La Commissione europea ha infatti recentemente avviato un processo di revisione delle principali direttive del settore dei mercati mobiliari (in particolare, la MiFID e la direttiva sugli abusi di mercato) e sono in corso di definizione (o da poco emanate) le misure attuative di altre direttive recentemente riviste nel loro impianto di fondo.

Il 31 dicembre 2010 è entrata in vigore la direttiva 2010/73/UE, recante modifica delle direttive 2003/71/CE, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (cosiddetta direttiva prospetto) e 2004/109/CE, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato (cosiddetta direttiva *transparency*). Gli Stati membri hanno tempo fino al 1° luglio 2012 per adeguare la normativa nazionale alle nuove disposizioni comunitarie.

In questa sede occorre inoltre richiamare l'entrata in vigore delle direttive « UCITS IV », acronimo col quale si identificano complessivamente le direttive cosiddette di « primo livello » (2009/65/CE) e di « secondo livello » (2010/42/UE e 2010/43/UE), che sostituiranno, abrogandola espressamente, la disciplina già contenuta nella direttiva 85/611/CEE in tema di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) armonizzati. Tali direttive disegnano un rinnovato quadro normativo della disciplina comunitaria preesistente, introducendo misure volte a promuovere una migliore integrazione europea del mercato gestito; esse incidono sia sugli obblighi di condotta, sui requisiti organizzativi e sui conflitti di interessi degli intermediari gestori – in relazione ai quali il legislatore sovranazionale ha inteso mutuare le disposizioni di derivazione MiFID – sia per quanto concerne le procedure di notifica della commercializzazione transfrontaliera degli OICR e la struttura e i contenuti della documentazione d'offerta da consegnare o da porre a disposizione degli investitori.

Inoltre, i due regolamenti approvati dalla Commissione europea n. 583/2010 e n. 584/2010 – direttamente applicabili senza necessità di recepimento a livello nazionale – recano modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE in tema, rispettivamente, di informazioni chiave per gli investitori e di procedure di notificazione per l'offerta transfrontaliera di OICR. Su un livello di ulteriore dettaglio si pongono le linee-guida interpretativo-applicative elaborate dal CESR (*Committee of European securities regulators*).

Le direttive UCITS IV avrebbero dovuto essere completamente recepite dagli Stati membri entro il 1° luglio 2011. Al riguardo, il Ministero dell'economia e delle finanze ha avviato, in data 7 aprile 2011, una pubblica consultazione sulle modifiche che verrebbero apportate al TUF. Quanto alle attività di recepimento a livello regolamentare, esse hanno interessato diverse norme elaborate dalla CONSOB (tra cui il Regolamento emittenti, approvato dalla CONSOB con delibera

n. 11971 del 14 maggio 1999). Per il recepimento regolamentare delle direttive prospetto e UCITS-IV è stato avviato dalla CONSOB un procedimento di consultazione, mediante pubblicazione delle proposte di modifica sul sito internet dell'Autorità di vigilanza.

A questo processo di revisione si affiancano due iniziative legislative nuove, in materia di vendite allo scoperto e di derivati *over-the-counter* (OTC), che riflettono il dibattito emerso dopo la crisi finanziaria e quella del debito sovrano e le proposte avanzate da organismi internazionali quali il *Financial Stability Board* (FSB).

Nel lungo periodo, un ruolo importante sui mercati finanziari sarà svolto dal processo di revisione della *governance* economica europea, avviato sulla scia della crisi del debito sovrano di alcuni paesi dell'Europa periferica e che, da marzo 2010, coinvolge i Paesi e gli organismi istituzionali dell'Unione europea. Tale processo mira a realizzare una maggiore salvaguardia della stabilità sistemica dell'area euro, da un lato attraverso un rafforzamento del Patto di stabilità e crescita, dall'altro attraverso l'istituzione di un meccanismo permanente di gestione delle crisi (*European Stability Mechanism-ESM*) che sostituirà, dal 2013, lo *European Financial Stability Facility* (EFSF) quale fonte di sostegno finanziario agli Stati membri in difficoltà.

### 2.3. Le autorità di vigilanza.

L'ordinamento italiano prevede diversi livelli di controllo sul rispetto della disciplina dei mercati finanziari.

Il mercato è infatti regolato in primo luogo dal regolamento adottato dalle società di gestione, che pongono le regole di svolgimento dell'attività, verificandone il rispetto da parte degli operatori di mercato.

Su un piano più generale si collocano i compiti delle Autorità di vigilanza, cui è demandato di vigilare e garantire la tutela degli interessi pubblici inerenti al corretto svolgimento dell'organizzazione e gestione

dei mercati. Su tali aspetti interviene la disciplina di legge, integrata da norme secondarie emanate da un complesso di autorità ed organi, competenti secondo il tipo di interesse pubblico di volta in volta coinvolto.

Per quanto concerne i mercati regolamentati di diritto italiano, la CONSOB vi esercita il potere di vigilanza (ai sensi dell'articolo 74, comma 1, del TUF) al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Essa vigila altresì (in base all'articolo 73 del TUF) sulle società di gestione iscritte in apposito albo.

In attuazione delle disposizioni del TUF concernenti i compiti di vigilanza sui mercati e sugli emittenti di strumenti finanziari, la CONSOB ha adottato, tra gli altri, il Regolamento mercati (Regolamento recante norme di attuazione del TUF in materia di mercati) con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007 (successivamente modificato, da ultimo, con delibera 23 giugno 2010) e il citato Regolamento emittenti (anch'esso modificato, da ultimo, con delibera n. 17731 del 5 aprile 2011).

Quanto al Ministero dell'economia e delle finanze, ai sensi dell'articolo 61 del TUF, esso individua i requisiti degli esponenti e dei partecipanti al capitale delle società di gestione dei mercati e disciplina la materia dei titoli di stato.

Il TUF affida poi specifiche competenze alla Banca d'Italia per quanto concerne l'esercizio e la gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici diversi da titoli di Stato, di società di gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute, nonché di strumenti del mercato monetario.

Tutte le autorità coinvolte nella gestione e sorveglianza dei mercati devono esercitare, per esplicita previsione di legge (articolo 2 del TUF) i poteri loro attribuiti in armonia con le disposizioni comunitarie; esse applicano inoltre i regolamenti e le decisioni dell'Unione Europea e prov-

vedono in merito alle raccomandazioni concernenti le materie disciplinate dal medesimo Testo Unico.

L'esercizio dei mercati regolamentati è autorizzato dalla CONSOB (in base all'articolo 63 del TUF) in presenza di specifiche condizioni che riguardano sia la struttura, le risorse e l'amministrazione della società di gestione del mercato, sia il regolamento del mercato. I mercati autorizzati sono iscritti in un apposito elenco. L'autorizzazione può essere revocata in presenza di specifiche condizioni (articolo 75 del TUF).

#### 2.4. I mercati regolamentati.

L'articolo 4, paragrafo 1, n. 14), della direttiva MiFID definisce come «mercato regolamentato» un sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro — al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali — di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e ai sensi delle disposizioni del titolo III della direttiva medesima. L'articolo 47 della direttiva impone a ciascuno Stato membro di compilare l'elenco dei mercati regolamentati di cui è lo Stato membro d'origine, con obbligo di comunicare all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ogni modifica del predetto elenco.

I mercati regolamentati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario sono iscritti (ai sensi dell'articolo 67, comma 1, del TUF) dalla CONSOB in un'apposita sezione del citato elenco previsto dall'articolo 63, comma 2, del TUF.

Accanto ai mercati italiani e a quelli riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario, è data facoltà alla CONSOB, previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità, di riconoscere mercati esteri di strumenti finanziari diversi da quelli riconosciuti dall'ordinamento comu-

nitario (articolo 67, comma 2, del TUF), al fine di estenderne l'operatività sul territorio della Repubblica. Per quanto riguarda la richiesta di riconoscimento presso Stati extracomunitari di mercati gestiti da società italiane, è obbligatorio il previo nulla osta della CONSOB e la stipula di accordi con le corrispondenti autorità estere (articolo 67, comma 3, del TUF).

#### 2.5. L'organizzazione e il funzionamento del mercato e delle società di gestione: il regolamento del mercato.

Nel contesto dei mercati regolamentati la normativa nazionale pone diverse incombenze a capo della società di gestione (in base all'articolo 64 del TUF): tra di esse vi è la predisposizione delle strutture e la fornitura dei servizi del mercato, ma precipuamente il compito di disporre l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni, comunicando immediatamente le proprie decisioni alla CONSOB.

Inoltre, la società di gestione comunica alla CONSOB le violazioni del regolamento del mercato, segnalando le iniziative assunte e provvede agli altri compiti a essa eventualmente affidati dalla CONSOB stessa. La CONSOB ha invece il potere di ammettere, escludere e sospendere le negoziazioni degli strumenti finanziari emessi da una società di gestione.

L'esecuzione delle decisioni di ammissione alle negoziazioni di azioni ordinarie, di obbligazioni e di altri strumenti finanziari emessi da soggetti diversi dagli Stati membri dell'Unione europea, dalle banche comunitarie e dalle società con azioni quotate in un mercato regolamentato, nonché delle decisioni di esclusione di azioni dalle negoziazioni è sospesa finché non siano trascorsi cinque giorni dal ricevimento della relativa comunicazione da parte della CONSOB, che può esercitare il potere di veto (ai sensi del già citato articolo 64 del TUF) sull'esecuzione delle decisioni di ammissione e di esclusione, ovvero può ordinare la revoca di una decisione di sospensione degli strumenti

finanziari. In rapporto ai predetti poteri l'Autorità ha un generale potere di richiesta di informazioni alla società di gestione. Sono previste regole parzialmente diverse per i mercati armonizzati: la CONSOB rende pubbliche le proprie decisioni di chiedere alla società di gestione l'esclusione o la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni, informandone le autorità competenti degli Stati membri dei mercati regolamentati nei quali lo strumento finanziario oggetto della decisione è ammesso a negoziazione.

Nello specifico, in Italia, Borsa Italiana S.p.A. opera dal 2 gennaio 1998 in qualità di società di gestione dei mercati. L'articolazione dei mercati di Borsa italiana — incluse le rispettive regole di partecipazione — è effettuata in relazione a classi di strumenti finanziari. Ciò si è tradotto nella seguente articolazione:

Mercato telematico azionario, o MTA;

Mercato telematico dei cosiddetti *Securitized Derivative Exchange*, SeDeX, dedicato agli strumenti finanziari cartolarizzati, come i *certificate* e i *covered warrant*;

Mercato telematico degli OICR aperti, cosiddetto ETF-plus;

Mercato telematico delle obbligazioni — MOT (dedicato prevalentemente alla negoziazione di obbligazioni e di titoli di Stato, ma anche di obbligazioni corporate e principalmente rivolto alla clientela *retail*);

Mercato telematico degli *Investment vehicles* — MIV, dedicato alla negoziazione di società di investimento mobiliare a fondi chiusi;

Mercato degli strumenti derivati — IDEM, dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari, ma anche di derivati sull'energia elettrica — IDEX.

Borsa Italiana SpA ha progressivamente integrato l'intera filiera dei servizi di negoziazione attraverso l'acquisizione della Cassa di compensazione e garanzia e successivamente della Monte Titoli. Essa

ha anche acquisito il Mercato telematico dei titoli di Stato — MTS, dove si negoziano titoli di Stato italiani, ma anche di altri Paesi europei.

Il 1° ottobre 2007 Borsa Italiana SpA si è integrata con il London Stock Exchange. Dalla fusione è nato il London Stock Exchange Group, che è quotato sulla Borsa di Londra, con azionariato diffuso.

Per quanto concerne il regolamento del mercato, esso è deliberato dagli organi della società di gestione (ai sensi dell'articolo 62 del TUF). La formulazione vigente del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A è stata deliberata dall'Assemblea di Borsa Italiana del 16 luglio 2010 ed è stata approvata dalla CONSOB con delibera n. 17467 del 7 settembre 2010.

Esso determina:

a) le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;

b) le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti;

c) le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi;

d) i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili;

e) le condizioni e le modalità per la compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni concluse sui mercati.

I criteri generali ai quali il regolamento del mercato deve adeguarsi in tema di ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni, nonché di modalità per assicurare la pubblicità del regolamento del mercato, sono individuati dalla CONSOB: in particolare, le regole adottate devono essere chiare e trasparenti, e tali da assicurare una negoziazione sui mercati regolamentati che

avvenga in modo equo, ordinato ed efficiente e, nel caso dei valori mobiliari, in modo che questi ultimi siano liberamente negoziabili.

#### 2.6. I sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati.

Il decreto legislativo n. 164 del 2007 ha introdotto nel TUF la disciplina dei sistemi multilaterali di negoziazione (cosiddetti MTF), in ottemperanza a quanto previsto dalla direttiva MiFID, che li definisce (all'articolo 4, paragrafo 1, n. 15) come sistemi multilaterali gestiti da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consentono l'incontro — al proprio interno ed in base a regole non discrezionali — di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari. Si tratta di sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati di tipo multilaterale, il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati.

L'articolo 77-*bis* del TUF affida al potere regolamentare della CONSOB l'individuazione dei requisiti minimi di funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione.

Il Titolo III del Regolamento mercati affida ai soggetti abilitati e alle società che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione il compito di predisporre e mantenere regole e procedure trasparenti e non discrezionali, atte a garantire un processo di negoziazione equo ed ordinato e criteri obiettivi per un'esecuzione efficace degli ordini. Devono altresì essere garantiti livelli sufficienti di informazione agli utenti e devono essere eseguite le istruzioni della CONSOB in merito alla sospensione o esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione. Il Regolamento mercati prevede altresì (all'articolo 20) specifici obblighi di comunicazione alla CONSOB da parte dei sistemi multilaterali di negoziazione.

La CONSOB, per quanto concerne i sistemi multilaterali di negoziazione, esercita poteri analoghi (articolo 77-*bis*, comma 2, del TUF) a quelli previsti per i

mercati regolamentati, ancorché meno stringenti.

A seguito dell'emanazione della MiFID in Italia sono stati avviati due mercati, il MAC (Mercato alternativo del capitale), attivo dal settembre 2007, e l'AIM — (*Alternative investment market*) Italia, attivo dal maggio 2009. Anch'essi sono organizzati e gestiti da Borsa Italiana, con lo scopo di consentire un avvio a quotazione semplificata per le piccole e medie imprese. Il MAC è destinato ai soli investitori istituzionali, mentre l'AIM consente l'accesso anche agli investitori *retail*, ed ha l'obiettivo di mettere a disposizione delle imprese italiane un modello di mercato che si ispirasse all'esperienza dell'AIM britannico, il quale ha avuto la capacità di portare a quotazione oltre 2.500 imprese negli ultimi dodici anni.

Gli « internalizzatori sistematici » costituiscono sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati, di tipo bilaterale, in contropartita diretta dell'intermediario con il cliente, il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori di mercati regolamentati. La direttiva MiFID (all'articolo 4, paragrafo 1, n. 7) li definisce come imprese di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negoziano per conto proprio, eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

L'avvio dell'attività di internalizzatore sistematico (ai sensi dell'articolo 21 del Regolamento mercati) obbliga i soggetti a comunicare tempestivamente alla CONSOB una serie di elementi: tra di essi, i documenti da cui emerge con chiarezza che l'attività riveste un ruolo commerciale importante ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; gli strumenti finanziari sui quali si intende svolgere l'attività; la data di avvio dell'attività per ciascuno strumento finanziario. Sono comunicati tempestivamente alla CONSOB i cambiamenti nelle informazioni trasmesse. È previsto il mantenimento e la pubblicazione di un elenco, a cura della

CONSOB, degli internalizzatori sistematici sulle azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato.

### 2.7. La disciplina sulla quotazione.

L'ammissione a quotazione e alla negoziazione può essere assegnata 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 dal Regno Unito). In entrambi i casi è richiesta l'approvazione del prospetto informativo da parte dell'Autorità di vigilanza.

La scelta del legislatore del TUF è stata quella di affidare la funzione del *listing* alla società di gestione del mercato, separandola dalla funzione di controllo del prospetto, affidata invece alla CONSOB.

Il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A (che, come ricordato in precedenza, è stato deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana del 16 luglio 2010 e approvato dalla Consob con delibera n. 17467 del 7 settembre 2010) disciplina la partecipazione degli operatori ai mercati da essa gestiti, definendo i soggetti che possono partecipare direttamente alle negoziazioni e le condizioni minime che gli stessi devono soddisfare in termini di requisiti di partecipazione e di capacità di gestire i processi di liquidazione e *clearing* dei contratti conclusi sui mercati, nonché la quotazione degli strumenti finanziari. Tali condizioni sono verificate sia ai fini dell'ammissione (in sede di domanda) sia ai fini della permanenza alle negoziazioni (in via continuativa). Le imprese, infatti, possono chiedere l'ammissione alla negoziazione sia su mercati regolamentati, sia su mercati non regolamentati (Sistemi multilaterali di negoziazione — MTF).

La disciplina dell'ammissione alla quotazione nei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana SpA è recata dal predetto Regolamento dei mercati (all'articolo 2).

Come accennato in precedenza, l'accesso ad un mercato regolamentato pre-

suppone il possesso di una serie di requisiti, concernenti, tra l'altro, la presenza di adeguati meccanismi di governo societario e di *disclosure* dell'informazione societaria. Taluni di essi hanno carattere generale, mentre sussistono anche requisiti specifici che valgono per ogni mercato regolamentato e per ogni strumento finanziario.

Per quanto riguarda il mercato azionario, possono essere ammesse alla quotazione le azioni rappresentative del capitale di emittenti che abbiano pubblicato e depositato i bilanci, anche consolidati, degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato da un giudizio della società di revisione. L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo, ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio.

Ai fini dell'ammissione alla quotazione, le azioni devono avere una capitalizzazione di mercato prevedibile pari almeno a 40 milioni di euro, salva la possibilità di Borsa Italiana di ammettere azioni con capitalizzazione inferiore, ove reputi che per tali azioni si formerà un mercato sufficiente. Esse devono avere altresì una sufficiente diffusione, che si presume realizzata quando le azioni siano ripartite tra il pubblico per almeno il 25 per cento del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza, salvo che Borsa Italiana reputi sussistente tale requisito quando il valore di mercato delle azioni possedute dal pubblico faccia ritenere che le esigenze di regolare funzionamento del mercato possano essere soddisfatte anche con una percentuale inferiore alla predetta.

L'ammissione di uno strumento finanziario alla quotazione è costituita dall'inserimento per la prima volta di un titolo nel listino di una borsa valori.

La quotazione avviene su domanda, presentata dall'emittente, previa delibera dei competenti organi, ma anche in assenza di una richiesta da parte del soggetto emittente (ad esempio, su domanda di un operatore aderente al mercato).

Entro due mesi dal giorno in cui è stata completata la documentazione da pro-

durre (sono previsti termini inferiori per il mercato AIM Italia), Borsa Italiana delibera e comunica all'emittente l'accoglimento o il rigetto della domanda, con contestuale comunicazione alla CONSOB.

Lo *sponsor* (secondo l'articolo 2.3.1 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana) è l'intermediario autorizzato avente il compito seguire l'emittente nel processo di quotazione, con lo scopo di collaborare con l'emittente nella procedura di ammissione degli strumenti finanziari, ai fini di un ordinato svolgimento della stessa (articolo 2.3.4 del Regolamento), ne garantisce l'affidabilità del *business plan* e agevola i contatti con analisti e investitori. La presenza dello sponsor è obbligatoria qualora l'emittente non abbia altri strumenti già quotati e intenda presentare a Borsa Italiana domanda di ammissione di alcuni specifici strumenti finanziari (di cui all'articolo 2.1.1, paragrafo 1, lettere *a*, *c*, *d*) del predetto Regolamento): azioni e titoli analoghi, *warrant* e assimilabili, quote di fondi chiusi, comprese le azioni di *investment companies*, di real estate investment companies e di SIV) ovvero quando, a seguito di gravi infrazioni a norme del Regolamento o di altri regolamenti o discipline applicabili, Borsa Italiana richieda che sia nominato uno *sponsor* per assistere l'emittente negli adempimenti dovuti.

Possono svolgere attività di *sponsor* (ai sensi dell'articolo 2.3.2 del Regolamento) le banche, le SIM, le imprese di investimento e gli intermediari finanziari iscritti negli appositi elenchi. Lo *sponsor*, che non può far parte del gruppo cui l'emittente appartiene o che fa capo all'emittente, svolge anche alcune funzioni successive all'ammissione a quotazione; tra l'altro (ai sensi dell'articolo 2.3.4, punto 3, del Regolamento) esso si deve impegnare a pubblicare almeno due analisi finanziarie all'anno sulla società e brevi analisi in occasione di eventi di rilievo straordinario per la società, nonché ad organizzare incontri tra il *management* della società e la comunità finanziaria almeno due volte l'anno.

Nel Mercato alternativo del capitale (MAC) è previsto che l'avvio in quotazione sia garantito da uno *sponsor*, che deve assistere l'emittente per almeno un triennio. Nell'AIM, invece, è presente la figura del Nomad (*Nominated Advisor*), soggetto avente il compito di controllare e sostenere le aziende quotate per quanto riguarda la *governance*, la *compliance* e la comunicazione verso il mercato.

Il prospetto di quotazione è il documento, redatto dall'emittente o dalla persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni, che deve essere approvato dalla CONSOB e pubblicato prima della data stabilita per l'avvio delle negoziazioni (ai sensi dell'articolo 113 del TUF).

I contenuti e la struttura del prospetto sono disciplinati dal Regolamento 809/2004/CE, direttamente applicabile in tutti i Paesi membri. La disciplina comunitaria prevede che le Autorità debbano compiere controlli relativamente alla completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni. Esso deve comprendere alcuni elementi fondamentali, tra cui le informazioni relative ai proventi raccolti a fronte dell'emissione ed al loro utilizzo, la consistenza dei fondi propri e dell'indebitamento finanziario, l'attività dell'emittente ed eventualmente del gruppo di appartenenza, gli organi di gestione, di controllo e supervisione, i bilanci, il regime fiscale applicabile agli strumenti finanziari da quotare.

In tale contesto merita segnalare come, in attesa dell'adozione delle necessarie norme di recepimento della citata direttiva prospetto (elencata nell'Allegato A al disegno di legge comunitaria 2010, A.C. 4059), la CONSOB abbia posto in consultazione una bozza di modifica al Regolamento emittenti. L'Autorità reputa infatti che, attraverso le deleghe regolamentari attualmente contenute nel TUF, sia possibile recepire nel Regolamento la maggior parte delle nuove disposizioni. Le principali modifiche adottate dal legislatore comunitario, da un lato, hanno lo scopo di semplificare e migliorare l'applicazione delle norme sul prospetto in modo da accrescere l'efficienza e la competitività

internazionale delle imprese dell'Unione europea, mediante una riduzione degli oneri amministrativi a carico degli emittenti e degli altri operatori, nel rispetto della tutela degli investitori; dall'altro lato, sono volte a fornire chiarimenti interpretativi e a favorire il coordinamento tra le varie disposizioni comunitarie.

### 2.8. *La disciplina sulla negoziazione.*

Alla CONSOB è attribuito un generale potere di vigilanza sulla negoziazione dei titoli, finalizzato a garantire l'effettiva integrazione di tutti mercati e il rafforzamento dell'efficacia del processo di formazione dei prezzi.

In tal senso, essa ha un potere di regolamentazione della fase di pre-negoziazione, in particolare disciplinando il regime di trasparenza per le operazioni aventi ad oggetto azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati, effettuate nei mercati medesimi, nei sistemi multilaterali di negoziazione e dagli internalizzatori sistematici. Per quanto concerne la fase post-negoziabile, essa disciplina il regime di trasparenza delle operazioni aventi ad oggetto azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati, effettuate nei mercati medesimi, nei sistemi multilaterali di negoziazione e dai soggetti abilitati. Tale potere è esercitato sentita la Banca d'Italia, per i mercati che ne richiedono la competenza. Il regime di trasparenza può essere esteso, ove necessario per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela dell'investitore, anche alle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati.

Di conseguenza, la fase della negoziazione dei titoli sui mercati gestiti da Borsa Italiana è disciplinata dalla normativa primaria (TUF), dai regolamenti delle Autorità preposte alla vigilanza e, operativamente, dal Regolamento della società di gestione del mercato.

In particolare, la parte 4 del Regolamento di Borsa Italiana si occupa sia degli strumenti ammessi, sia delle modalità di

negoziazione sul mercato. Tali modalità risultano sostanzialmente omogenee, pur presentando specifiche peculiarità a seconda della tipologia di strumenti trattati e della fascia di mercato.

## 3. SINTESI DELLE AUDIZIONI

L'analisi delle audizioni svolte consente, oltre che di fornire un quadro di dati generali sulla situazione dei mercati degli strumenti finanziari in Italia, di enucleare due principali ordini di tematiche, distinte ma in parte connesse tra loro:

1) quelle relative al rapporto tra le caratteristiche dei mercati degli strumenti finanziari e le modalità di finanziamento delle imprese, in particolare di piccole e medie dimensioni;

2) quelle attinenti alle criticità presenti nell'attuale assetto normativo e di vigilanza, con particolare riferimento alle esigenze di armonizzazione e coordinamento, a livello quantomeno europeo, del quadro regolatorio, di miglioramento delle tutele a favore degli investitori e di semplificazione degli oneri a carico degli emittenti, anche in questo caso con particolare riferimento ai soggetti di dimensioni minori.

### 3.1. *Gli elementi quantitativi di contesto.*

Il primo elemento di contesto riguarda il fatto che il sistema finanziario italiano appare strutturalmente caratterizzato dal ruolo dominante delle società bancarie nei flussi di intermediazione, dal momento che i canali di finanziamento non bancario, a causa della struttura storica dell'economia nazionale, risultano poco sviluppati, sia nella componente di finanziamento fornita dalla Borsa, sia in quella dei canali di finanziamento mobiliari indipendenti dalle banche.

Questo elemento di arretratezza del sistema finanziario italiano stride con alcune caratteristiche del Paese evidenziate nel corso dell'indagine. Infatti il risparmio italiano, secondo quanto rilevato da Asso-

gestioni, è il più ampio nell'area G7, essendo pari ad otto volte il prodotto interno lordo, laddove negli altri Paesi più ricchi dell'area G7 tale rapporto è pari solo a cinque volte. Il 60 per cento di questo risparmio è investito in immobili e il 40 per cento, pari a tre trilioni e mezzo di euro, è investito in strumenti di carattere finanziario.

Nonostante tale ricchezza potenziale di risorse, la Borsa italiana appare limitata sia in valore assoluto, sia in relazione al PIL: mentre a Francoforte - secondo i dati forniti da Assonime - ci sono 931 imprese domestiche quotate, a Parigi 765 e a Londra 656, in Italia a fine 2010 le società quotate erano 286, di cui 19 negoziate sui segmenti specializzati per le piccole e medie imprese, lo stesso numero del 2000. Nel decennio sono state ammesse a quotazione 160 società e altrettante sono uscite.

La capitalizzazione di Borsa in rapporto al PIL, a fine 2010, era pari al 27 per cento, ma è molto variabile in relazione agli andamenti complessivi dei mercati: essa era infatti pari al 70 per cento del 2000, ma al 17-18 per cento del 1995. Essa resta comunque molto bassa nel confronto con gli altri Paesi: 157 per cento nel Regno Unito, 90 per cento in Francia e 50 per cento in Germania. In valori assoluti, nel 2010, la capitalizzazione complessiva delle società quotate sui mercati gestiti da Borsa italiana Spa è di 430 miliardi di euro, contro i 4.400 miliardi di euro delle società quotate sul London Stock Exchange.

Fra il 2001 e il 2010 il numero delle società quotate domestiche è rimasto sostanzialmente invariato (appena al di sotto delle 300 unità) e il peso della capitalizzazione sul PIL si è quasi dimezzato; i dividendi (e i riacquisti di azioni proprie) hanno sopravanzato gli aumenti di capitale e ogni anno agli azionisti sono state restituite risorse pari in media al 2,6 per cento della capitalizzazione.

Tale andamento poco soddisfacente risulta ancora più negativo se posto a confronto con la realtà europea, in quanto, nonostante il forte rallentamento che si è

registrato nel corso del 2009, nel solo primo trimestre del 2010, le borse europee hanno visto 77 *initial public offer* (IPO), per un valore pari a 4.671 milioni di euro, e la sola Borsa di Londra ha registrato nel medesimo trimestre ben 20 IPO, per un controvalore raccolto di 2.092 milioni di euro.

Il limitato sviluppo in Italia della finanza non bancaria incide evidentemente anche sulle modalità di finanziamento del sistema imprenditoriale. Mentre in Europa la percentuale degli strumenti di finanziamento diretto sui mercati (obbligazioni e azioni quotate), sul complesso delle risorse finanziarie utilizzate dalle imprese, è inferiore alla metà di quella raggiunta dai prestiti (le due fonti di finanziamento tendono invece ad equivalersi se si ha riguardo alla Gran Bretagna), al contrario, in Italia la somma di obbligazioni e azioni quotate supera di poco il 12 per cento delle passività totali, contro un valore dei prestiti prossimo al 50 per cento. Le modalità di finanziamento delle piccole e medie imprese si connotano pertanto 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 intorno al 60 per cento.

La prevalenza del ricorso al finanziamento bancario è certamente connessa con le caratteristiche dimensionali del tessuto imprenditoriale italiano, il quale risulta estremamente frammentato, con 85.000 aziende con più di 20 dipendenti e soltanto 3.500 con più di 250 dipendenti, ed è connotato da assetti proprietari concentrati. Questa condizione incide evidentemente sulla cultura imprenditoriale del Paese, nella quale prevale ancora il timore che la presenza di soci estranei possa condurre gradualmente alla perdita del controllo sulla società. A testimonianza di ciò basti rilevare come nel periodo 1998-2010 il numero di società controllate di diritto o di fatto sia aumentato da 156 a 178, sebbene il peso in termini di capitalizzazione sia calato di 8 punti percentuali,

mentre la quota media detenuta dal primo azionista è rimasta pressoché stabile, passando dal 47 al 45 per cento.

In particolare, nell'ambito delle piccole e medie imprese, che rappresentano il 99,9 per cento del totale delle imprese non finanziarie e impiegano l'80 per cento della forza lavoro, solo lo 0,5 per cento fa ricorso alla raccolta di risparmio presso il pubblico.

Per altro verso, la debolezza dei canali di finanziamento non bancari presenta alcune componenti strutturali, tra cui, in primo luogo, il basso peso degli investitori istituzionali, segnatamente dei fondi pensione, la cui crescita è stata storicamente ostacolata dal peso preponderante della previdenza pubblica e dal trattamento fiscale sfavorevole del risparmio pensionistico privato.

La quota di capitalizzazione di Borsa detenuta da investitori istituzionali (banche incluse), rispetto alla capitalizzazione totale del mercato, è infatti pari solo al 28 per cento, mentre negli Stati Uniti e nell'Unione europea tale rapporto è pari al 65 per cento e nel Regno Unito raggiunge l'81 per cento. Secondo l'ABI, tale situazione sarebbe determinata in parte dall'assenza di armonizzazione fiscale.

Gli altri investitori istituzionali sono prevalentemente all'interno di istituzioni bancarie, il che ne limita la capacità di collocamento nelle fasi di crisi.

D'altra parte, è emerso come un ulteriore elemento di interferenza sullo sviluppo dei mercati dei capitali di rischio sia dato dal fatto che il sistema bancario è anch'esso un collocatore di obbligazioni proprie presso la clientela, la metà delle quali viene collocata presso i clienti cosiddetti *retail* (talvolta anche con rendimenti inferiori a quelli dei titoli di Stato), anche perché le regole sul capitale di Basilea, che tuttora consentono accantonamenti ridotti di capitale su questa forma di impiego, conducono in questa direzione.

Si registra inoltre una scarsa propensione del sistema bancario a promuovere canali « diretti » di raccolta finanziaria,

anche in considerazione dei molteplici ruoli che le banche rivestono in questo settore: esse infatti intervengono in tutti i passaggi del processo di quotazione delle imprese, dal collocamento alla gestione dei titoli sul mercato.

In tale quadro piuttosto statico, un elemento di novità che è stato segnalato riguarda il relativo risveglio del comparto del *private equity*. Complessivamente, secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia, il numero di operatori di *private equity* fra il 2000 e il 2010 è passato da 84 a 188. Nello stesso decennio l'attività dei fondi di *private equity* gestiti da società di gestione del risparmio (SGR) è cresciuto da 580 milioni a 5,8 miliardi di euro.

Un altro elemento che certamente condiziona l'accesso alla quotazione di borsa è costituito dai costi di quotazione. A tale riguardo occorre evidenziare tuttavia come nel corso delle audizioni sia emersa la difficoltà di determinarli con esattezza, dato che essi dipendono in modo rilevante dalla natura dell'intermediario.

In linea generale, secondo i dati forniti in audizione da alcuni esperti, i costi fissi per la quotazione sul mercato MAC si possano agevolmente contenere tra 100.000 e 200.000 euro per le piccole operazioni, più una percentuale sul controvalore collocato. Per « costi fissi » si intende il totale dei costi, compresi i corrispettivi per l'intermediario, i consulenti legali e i revisori. Per la quotazione sul mercato AIM Italia, i costi salgono, collocandosi tra 200.000 e 300.000 euro, più una percentuale sul controvalore collocato. Ovviamente, se il capitale è già collocato tra una pluralità di investitori, i costi sono più contenuti, perché non si pagano le commissioni sul collocamento. Passando ai mercati regolamentati, i costi sono ancora superiori, a seconda della complessità del collocamento, e possono giungere, nel caso di operazioni particolarmente articolate, nelle quali è necessario ricorrere in maniera più ampia a professionalità particolarmente qualificate, anche a milioni di euro.

### 3.2. I mercati dei capitali ed i canali di finanziamento delle imprese.

Rispetto alla tematica del finanziamento delle imprese, che è stata affrontata dalla totalità degli auditi, alcuni hanno messo in evidenza come raramente la quotazione in Borsa sia utilizzata come canale di finanziamento per nuove iniziative o per operazioni di aggregazione, ma sia spesso utilizzata per rafforzare le strutture finanziarie delle imprese dopo periodi di forte indebitamento, anche legati a progetti di sviluppo, ovvero in occasione di passaggi intergenerazionali o di trasferimenti di proprietà, soprattutto nel caso di assetti di controllo di tipo familiare. Molto spesso tali interventi sono realizzati, in una prima fase, facendo ricorso all'indebitamento e, in una seconda fase, attraverso operazioni sul capitale.

A tali questioni si aggiunge un'altra problematica di fondo: ancora non esiste un ambiente economico, sociale e culturale favorevole al capitale privato, e paradossalmente mostrare un'elevata capitalizzazione, soprattutto per le medie o piccole imprese, espone a rischi psicologici di confisca, sia essa normativa o fiscale, che inducono gli imprenditori a una maggiore prudenza e generano maggiore riluttanza a quotarsi.

Alcuni esperti hanno inoltre segnalato come un'ulteriore remora alla quotazione sia costituita dalle caratteristiche del sistema tributario italiano, sia per quel che riguarda la tassazione sulle imprese, sia per quel che riguarda la tassazione degli investitori, in particolare per quanto attiene al trattamento delle minusvalenze. È stato infatti evidenziato come uno degli elementi che possono maggiormente scoraggiare l'investitore rispetto ad un investimento in titoli quotati di un'impresa, soprattutto di medie dimensioni, è costituito dai limiti alla deducibilità delle eventuali minusvalenze che emergessero su quel titolo.

D'altra parte, anche il ruolo delle borse sui mercati internazionali sta cambiando: negli ultimi dieci anni il sistema si è

indebolito rispetto all'evoluzione dei mercati, in parte perché non sussiste più una simmetria tra andamenti dell'economia reale ed andamento dei corsi borsistici. Dall'altro lato, le oscillazioni e le instabilità dei mercati finanziari sono talmente rilevanti, soprattutto sotto le ondate di natura speculativa, che per le imprese medie e piccole aumenta il rischio che, in ragione della minore liquidità dei loro titoli sul mercato, essi possano essere più facilmente oggetto di tensioni speculative al rialzo o al ribasso.

Peraltro, come sottolineato dall'amministratore delegato di Borsa italiana Spa, i mercati azionari hanno confermato la centralità del proprio *pool* di liquidità, mantenendo una quota di mercato superiore all'80 per cento. Inoltre, Borsa italiana è la società che ha mantenuto la quota di mercato più elevata all'interno del mercato europeo. Le 267 società che sono state ammesse a quotazione sui mercati di Borsa italiana nei suoi 12 anni di attività hanno potuto raccogliere circa 53 miliardi di euro, nonché altri 116 miliardi attraverso aumenti di capitale. Il maggior contributo alla crescita in questo settore è venuto dalle piccole e medie imprese, 189 delle quali si sono quotate in Borsa in tale periodo per finanziare progetti imprenditoriali con capitale di rischio.

Contestualmente, molte imprese hanno cominciato a scoprire i benefici degli aumenti privati di capitale, che evitano il ricorso alla Borsa e i relativi costi di quotazione: a tale riguardo è stato evidenziato come per le aziende italiane, che devono essere rafforzate sotto il profilo patrimoniale e crescere dimensionalmente, tale aspetto appaia essenziale.

In sintesi, sul piano dell'offerta di titoli, la borsa italiana presenta una parte «alta» del listino (cioè quella composta dalle società a più elevata capitalizzazione) — con pochissime grandi imprese manifatturiere, le grandi banche e le assicurazioni e le cosiddette imprese privatizzate, per lo più *utilities* — che resta alquanto chiusa all'apporto di capitale da parte del mercato, anche per l'esigenza di mantenere stabili gli assetti di controllo: la