

stabilità è considerata un fattore dominante in termini di utilità marginale rispetto alla contendibilità, anche a scapito della capacità di attrazione di investitori internazionali.

La parte «bassa» del listino (cioè quella costituita da società a capitalizzazione minore) è composta invece dai principali protagonisti del *made in Italy*, vale a dire da quelle medie imprese che sono riuscite ad internazionalizzarsi con successo, e che costituiscono il patrimonio essenziale di competitività del sistema nazionale.

A questo proposito molti dei soggetti auditi hanno messo in evidenza come esistano almeno ulteriori 1.000 imprese che potrebbero essere quotate con ottimi risultati, ma che non entrano nel listino, ovvero, se accedono alla quotazione, a volte ne escono o sono oggetto esse stesse di operazioni sul capitale.

In mancanza di un listino aperto, mobile e incentivante, le imprese quotate rischiano paradossalmente di valere meno di ciò che varrebbero se non fossero quotate: pertanto, molte società che potrebbero aspirare alla quotazione preferiscono presidiare la propria nicchia di mercato, sfruttando l'abilità artigianale che loro consente di realizzare prezzi di vendita mediamente superiori del 6 per cento a quelli dei concorrenti meno qualificati. Del resto, secondo una recente indagine svolta da Mediobanca-Unioncamere, le PMI sembrano in grado con il proprio patrimonio di far fronte interamente agli investimenti in beni durevoli e anche a quelli finanziari. Fatto cento il valore del totale dell'attivo «tangibile» (marchi, avviamenti e altre attività immateriali escluse), i mezzi propri delle medie imprese italiane sono infatti pari al 46,8 per cento, e risultano dunque superiori all'ammontare degli attivi immobilizzati, che sono il 44,1 per cento (rispetto al 29 per cento dell'attivo tangibile e al 55 per cento delle immobilizzazioni nelle grandi imprese).

La mancanza di elementi di attrattività nel mercato borsistico, nonché alcuni li-

miti di natura fiscale e regolamentare impediscono di elevare la dimensione delle imprese medie.

In tale ambito la maggior parte degli auditi ha sottolineato l'esigenza di far crescere il ruolo del mercato azionario, in modo da bilanciare la centralità del credito bancario nel modello di finanziamento delle imprese italiane, con la consapevolezza che la soluzione preferibile risiede nella combinazione, piuttosto che nella contrapposizione, del sistema di finanziamento che fa perno sulle banche e del sistema di finanziamento di mercato.

È stato inoltre rilevato come tale evoluzione appaia quasi obbligata, alla luce della recente normativa in materia di requisiti patrimoniali delle banche (Basilea 3), che verosimilmente comporterà un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e un razionamento per le imprese più rischiose ma potenzialmente più innovative e impegnate nei settori tecnologicamente avanzati. Ciò comporta, nei confronti delle piccole e medie imprese, una restrizione del credito (cosiddetto *credit crunch*).

In altre parole, le banche, essendo costrette ad accantonare una quantità maggiore di capitale, potrebbero venire progressivamente meno a una delle loro funzioni primarie, ossia quella di fungere da cinghia di trasmissione della politica monetaria, nel senso che quest'ultima, a causa della ritrosia delle banche ad erogare credito, avrà minori possibilità di stimolare l'economia. È dunque sempre più difficile pensare che le banche possano soddisfare completamente l'esigenza delle imprese di finanziare investimenti a medio e lungo termine, anche in quanto i ritorni a medio e lungo termine degli investimenti industriali non sono compatibili con quelli a breve richiesti dalle banche.

In questo contesto l'indagine conoscitiva è stata utile anche per esplorare alcune delle possibilità alternative di finanziamento delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni.

A tale riguardo particolare attenzione è stata dedicata al nuovo ruolo che può essere svolto in questo campo da soggetti

pubblici, segnatamente dalla Cassa depositi e prestiti (CDP), sia in considerazione del ruolo strategico che essa storicamente svolge ai fini del finanziamento allo sviluppo del Paese attraverso la raccolta del risparmio postale (basti pensare, per quanto riguarda le PMI, al *plafond* PMI, volto a facilitare l'accesso al credito bancario, nonché ai fondi rotativi gestiti dalla stessa CDP destinati a sostenere la capitalizzazione delle PMI), sia alla luce degli interventi legislativi che ne hanno ampliato l'operatività a sostegno dell'economia.

Un ulteriore segmento del mercato dei capitali che ha suscitato l'attenzione della Commissione è stato quello del *private equity*, il quale, come ricordato in precedenza, ha mostrato alcuni interessanti segnali di risveglio negli ultimi anni.

In questo senso è stata segnalata l'opportunità di sfruttare maggiormente le potenzialità insite nel settore del *private equity*, che ha il pregio, per quanto riguarda le PMI, di intervenire nel capitale di rischio di aziende non quotate e di privilegiare, a differenza ad esempio dei fondi di investimento e degli *hedge fund*, un'ottica di medio periodo (dai quattro ai sei anni). È stato infatti evidenziato come l'intervento dei fondi di *private equity* sia particolarmente adatto alle PMI, in quanto tali fondi non puntano ad una crescita speculativa dei titoli, ma sono interessati a realizzare la valorizzazione dell'investimento perseguendo la crescita industriale dell'impresa, attraverso una partecipazione giornaliera alla gestione della stessa.

3.3. I problemi di regolamentazione e vigilanza.

Un elemento di debolezza del mercato italiano dei capitali è stato altresì individuato nell'eccessiva complessità e nella conseguente onerosità della disciplina giuridica e regolamentare delle società quotate, che deriva in larga misura da normative comunitarie (direttiva prospetto, direttiva *transparency* e direttiva sugli abusi di mercato), le quali generano costi di *compliance* alle predette normative in-

sostenibili per le imprese di minori dimensioni, senza che queste ultime possano avvalersi di alcuna effettiva semplificazione, nonostante la recente approvazione dello *Small business act* da parte dell'Unione europea.

Secondo molti auditi, l'eccessiva complessità delle regole pregiudica infatti lo sviluppo del sistema finanziario e può risultare dannosa per la tutela del risparmiatore, laddove sarebbe invece necessario un sistema di norme chiare e di semplice applicazione, supportato da un sistema sanzionatorio inflessibile.

Sotto questo profilo, la più parte degli auditi ha segnalato in termini negativi come le piccole e medie imprese quotate siano soggette alla stessa disciplina di quelle a più ampia capitalizzazione (cosiddette *large cap*) e abbiano esattamente gli stessi costi, sebbene non siano portatrici di un rischio di mercato proprio o di un rischio sistemico particolare.

Inoltre è stata criticata la tendenza dei soggetti regolatori a innovare troppo frequentemente la disciplina, nonché a lasciare in vigore le normative precedenti, a fronte di modifiche nella normativa comunitaria e nazionale, pregiudicando in tal modo la certezza del diritto e determinando un ulteriore *gap* competitivo rispetto ad altri ordinamenti.

È stato altresì evidenziato come le disomogeneità di regolazione possano penalizzare il nostro sistema finanziario, incentivando gli emittenti domestici a scegliere giurisdizioni più permissive; abbassando in tal modo il livello di tutela degli investitori italiani, ai quali gli emittenti (spesso « estero-vestiti ») possono comunque continuare a rivolgersi utilizzando lo strumento del cosiddetto « passaporto europeo ».

Sotto un profilo più specifico, sono state espresse critiche alla disciplina a livello europeo in tema di prospetti informativi, i quali non solo contengono informazioni non adeguate rispetto alle esigenze conoscitive e alla cultura finanziaria media degli investitori al dettaglio, ma sono sottoposti a prassi di vigilanza molto diverse in ambito nazionale, che vanno

dalla semplice verifica della presenza delle informazioni richieste dalla disciplina (cosiddetto *box ticking*) fino a controlli molto pervasivi, che hanno creato opportunità per arbitraggi fra ordinamenti, con il rischio di determinare fenomeni di concorrenza sleale.

Ulteriori aspetti di criticità sono stati evidenziati nella normativa sulla pubblicazione dei documenti relativi alle operazioni straordinarie, nella disciplina delle operazioni con parti correlate e nella normativa in materia di trasparenza, che dovrebbero essere maggiormente coordinate con la normativa europea.

A titolo di esempio, alcuni auditi hanno richiamato le difficoltà di *compliance* nell'applicazione degli obblighi relativi ai flussi informativi infragruppo per emittenti italiani che possiedono società controllate in altri Paesi europei e che applicano, quindi, criteri diversi. È stato infatti evidenziato come la soglia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, che in Italia è fissata al 2 per cento, risulti diversa da quella prevista dalla normativa comunitaria, che la stabilisce al 5 per cento, e da quella dei principali Paesi, che la stanno innalzando al 3 per cento, con l'effetto incentivare la fuoriuscita di risorse finanziarie verso altri mercati.

Sotto un ulteriore profilo è stata da più parti ribadita la necessità di realizzare piattaforme di negoziazione più trasparenti e continue possibili, di porre rimedio alla frammentazione negli scambi e di istituire, accanto al mercato primario, mercati secondari, trasparenti ed efficienti.

Molti ritengono infatti che la trasparenza dei mercati e nei mercati costituisca lo strumento di tutela più efficace per gli investitori, in quanto rappresenta l'elemento che consente al mercato di introdurre i correttivi necessari, laddove si siano verificati comportamenti irregolari o impropri, oltre a costituire il mezzo più efficiente per favorire la canalizzazione del risparmio privato verso questo settore.

Con specifico riferimento ai costi di quotazione, alcuni auditi hanno rilevato

come l'integrazione di Borsa Italiana nel gruppo LSE non abbia sinora generato i ritorni positivi sperati.

Un profilo di possibile criticità, connesso con la predetta integrazione, riguarda anche il ruolo degli azionisti italiani, che potrebbero vedere la propria partecipazione diluita e il numero dei propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione del nuovo gruppo diminuire. La progressiva riduzione del peso degli intermediari italiani nell'azionariato del gruppo potrebbe infatti ridurre la possibilità di valorizzare al meglio le competenze e le infrastrutture del mercato italiano.

Passando quindi ai temi della tutela degli azionisti di minoranza in rapporto allo sviluppo dei mercati di borsa, alcuni auditi hanno messo in evidenza come la *corporate governance* e i meccanismi cosiddetti endo-societari di tutela delle minoranze rivestono un ruolo assai rilevante per lo sviluppo dei mercati azionari.

Secondo quanto emerso nel corso delle audizioni, se il diritto societario protegge adeguatamente gli azionisti di minoranza, il mercato azionario si sviluppa, il risparmio affluisce alle imprese attraverso la borsa e la proprietà azionaria si estende. Al contrario, mercati azionari poco sviluppati ed un'alta concentrazione degli assetti proprietari possono essere sintomi di una loro insufficiente tutela. Al tempo stesso, in un mercato dei capitali integrato, un eccesso di protezione che aumenta i costi della regolazione può portare a uno spostamento delle attività di intermediazione mobiliare verso ordinamenti più permissivi, attraverso il meccanismo del cosiddetto « passaporto europeo », che consente a imprese e intermediari di raccogliere l'ingentissimo ammontare di risparmio nel nostro Paese per utilizzarlo altrove, rimanendo sottoposti agli standard di vigilanza di altri ordinamenti.

A questo scopo, dall'entrata in vigore del TUF, le regole poste a tutela degli azionisti di minoranza hanno conosciuto innovazioni di rilievo.

È stata aumentata la contendibilità del controllo attraverso una nuova disciplina

dell'offerta pubblica di acquisto (OPA); sono stati mutuati dai sistemi più avanzati di *common law* alcuni istituti relativi alla tutela delle minoranze, come la possibilità di esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori; è stata agevolata la partecipazione alla vita societaria, intervenendo sulle norme per la convocazione dell'assemblea e per l'esercizio del diritto di voto. Inoltre, il regolamento sulle operazioni con parti correlate e gli interventi normativi in materia di remunerazione degli amministratori hanno costituito ulteriori tasselli per potenziare la trasparenza delle società quotate e disciplinarne i conflitti di interessi.

Per quanto attiene alle tematiche relative al sistema di vigilanza sui mercati dei capitali, la diffusione del fenomeno degli arbitraggi fra ordinamenti ha indotto il legislatore comunitario ad assegnare alle nuove Autorità europee recentemente istituite un ruolo importante per garantire l'effettivo allineamento del sistema di regolazione dei mercati finanziari in ambito europeo.

Peraltro, le linee evolutive del quadro regolamentare europeo sembrerebbero indicare un crescente «livellamento del campo di gioco» e una progressiva compressione degli spazi per arbitraggi regolamentari.

Sempre con riferimento alle problematiche di vigilanza, è stato osservato come prevalga a volte, da parte delle autorità competenti e della stessa Borsa, un approccio di carattere eminentemente formale, causando spesso fenomeni di iperregolamentazione i quali rendono molto difficile, per le società quotate, gestire l'attività quotidiana, soprattutto per quanto riguarda gli adempimenti in materia di comunicazione.

Riguardo all'ammissione a quotazione (il cosiddetto *listing*), fermi restando i requisiti di trasparenza, organizzativi e di vigilanza, la scelta, operata dal legislatore, di istituire un sistema misto, con competenze in parte attribuite alla CONSOB e in parte a Borsa italiana, porta, di fatto, secondo alcuni, a un potenziale conflitto di interessi, in quanto mancherebbe un'effet-

tiva verifica, al momento della quotazione, circa le potenzialità effettive delle società. A tale riguardo è stata dunque prospettata la possibilità di distinguere l'attività di *listing* dall'attività di trading, assegnando ad un soggetto diverso da Borsa Italiana le competenze in materia di *listing*.

Altri hanno invece messo in evidenza il ruolo positivo svolto da Borsa Italiana in questi anni nel delicato passaggio da un modello basato su mercati di natura pubblica a un modello, più moderno e in linea con le principali esperienze estere, di mercati gestiti da soggetti imprenditoriali, concludendo che l'attuale ripartizione dei compiti non ha mostrato, in questi anni, particolari criticità.

A prescindere dalla soluzione adottata, è comunque emersa tra gli auditi l'esigenza che non aumentino i costi e che non si riduca l'efficienza e la rapidità nello svolgimento degli adempimenti propedeutici all'ammissione a quotazione.

4. CONSIDERAZIONI FINALI E PROPOSTE

4.1. I mercati degli strumenti finanziari ed il finanziamento in equity delle imprese.

Lo scarso sviluppo che storicamente contraddistingue il mercato italiano dei capitali di rischio segnala la necessità di svolgere una riflessione approfondita sulle modalità di finanziamento del sistema produttivo, e segnatamente delle piccole e medie imprese, al fine di individuare iniziative e proposte che consentano di ampliare e diversificare i canali attraverso cui le risorse finanziarie affluiscono al sistema delle imprese, affiancando al tradizionale canale bancario altri strumenti che valorizzino maggiormente il ricorso al mercato dei capitali.

Sebbene non sia possibile affermare in termini univoci e definitivi se sia preferibile una struttura finanziaria centrata essenzialmente sul ruolo delle banche (cosiddetto *bancocentrismo*) ovvero sul ruolo dei mercati dei capitali di rischio, è infatti

fondata la correlazione positiva tra grado di sviluppo del sistema finanziario nel suo complesso, risultante dalla combinazione di un settore bancario concorrenziale e un mercato azionario liquido, e crescita delle imprese.

Le risultanze emerse nel corso dell'indagine permettono di circoscrivere a due profili principali l'argomento trattato:

I) il mercato dell'*equity*, ovvero il ricorso al mercato dei capitali di rischio, attraverso interventi di natura normativa, regolamentare e fiscale volti alla realizzazione delle condizioni perché questo si possa sviluppare;

II) il mercato del debito, ovvero il ricorso a strumenti di indebitamento, per le PMI, diversi dal canale bancario, attraverso interventi di natura normativa, regolamentare e fiscale volti a perequare questi strumenti con gli altri strumenti finanziari disponibili.

In relazione a questi due aspetti, si evidenzia come il sovrapporsi nel tempo di una serie di interventi normativi, sia di rango legislativo, sia di rango secondario o regolamentare, tanto di matrice nazionale, quanto, soprattutto, di matrice comunitaria, abbia determinato la necessità di una rivisitazione, o quanto meno di un attento intervento di manutenzione del quadro normativo vigente sui mercati degli strumenti finanziari, nella prospettiva di una maggiore apertura e flessibilità degli stessi.

Occorre innanzitutto partire dalla considerazione che i mercati degli strumenti finanziari costituiscono un'infrastruttura fondamentale delle moderne economie dei Paesi sviluppati, condizionando ed orientando le modalità di finanziamento delle attività imprenditoriali e le stesse prospettive di crescita del sistema produttivo.

Nello specifico della realtà italiana, la nascita e la crescita del sistema imprenditoriale nazionale è storicamente legato al ruolo svolto dalle banche, sia per quanto riguarda il finanziamento degli investimenti, sia per quel che concerne il finanziamento del funzionamento ordinario delle imprese, mentre resta marginale il

ruolo dei mercati dei capitali. Tale «bancocentrismo», che per alcuni aspetti ha messo al riparo l'economia italiana dalle conseguenze nefaste degli eccessi di finanziarizzazione che hanno invece caratterizzato altri sistemi economici, in particolare quelli di tradizione anglosassone, comporta tuttavia alcuni limiti alle prospettive di crescita ed alla stessa operatività delle imprese. Inoltre, indagini recenti mostrano come i sistemi finanziari più sviluppati abbiano la tendenza ad allontanarsi da tale struttura «bancocentrica».

Infatti, dal momento che un'ampia percentuale delle imprese italiane risulta scarsamente patrimonializzata, ogni restrizione della disponibilità di credito da parte delle banche, legata, come nel caso attuale, alle incertezze delle prospettive economiche globali, al cambiamento sfavorevole delle condizioni di finanziamento, e alla contemporanea esigenza delle stesse banche di migliorare i propri coefficienti patrimoniali, in vista degli *stress test* relativi all'adeguatezza del proprio patrimonio di vigilanza e sulla base delle più stringenti regole di Basilea 3, determina gravi difficoltà sia a sostenere quei meccanismi di innovazione di processo e di prodotto che sono ormai condizione essenziale per poter operare nel contesto della competizione globale, sia a far fronte alle esigenze finanziarie connesse con il semplice funzionamento ordinario delle imprese, le quali fanno ancora in larga parte ricorso a forme di provvista finanziaria molto tradizionali, quali, ad esempio, il finanziamento «a breve», caratterizzato dalle linee di credito bancario, e «l'autoliquidante», tipicamente rappresentato dal meccanismo di anticipazione su fattura.

Questa struttura finanziaria, basata sull'autofinanziamento e sul ricorso al credito bancario, sovraespone le PMI alla variabilità dei tassi a breve e alle fluttuazioni del ciclo economico, con inevitabili conseguenze di instabilità del sistema.

È dunque importante aumentare per le imprese la disponibilità di finanziamenti obbligazionari dal mercato dei capitali per progetti di investimento a medio e lungo

termine e per il circolante, ed occorre pertanto creare un quadro normativo nel quale i diversi canali di finanziamento possano competere liberamente a parità di condizioni, offrendo il massimo di opportunità a emittenti e investitori.

A tale proposito, dal punto di vista della domanda di *equity* e di altri titoli emessi da imprese, le condizioni di base sarebbero favorevoli alla realizzazione di questo obiettivo, anche se molte banche hanno scarso interesse a sviluppare il mercato azionario e obbligazionario *corporate*.

La presa d'atto dei ritardi e delle arretratezze che in quest'ambito si registrano nel nostro Paese comporta dunque l'esigenza di avviare una serie articolata di interventi di natura regolamentare, economica e finanche culturale, orientati ai seguenti obiettivi prioritari:

1) rimuovere, in un quadro di piena trasparenza ed adeguata tutela degli investitori, gli ostacoli, di natura normativa, economica e tributaria, che attualmente disincentivano il ricorso al capitale di rischio;

2) rimuovere gli ostacoli di natura normativa, economica e tributaria, che attualmente disincentivano il ricorso al capitale di debito, attraverso canali diversi dall'autofinanziamento e dall'indebitamento bancario;

3) favorire un maggiore sviluppo degli investitori istituzionali;

4) individuare forme innovative di supporto dei soggetti pubblici allo sviluppo dei mercati dei capitali di rischio e di debito;

5) ridurre le asimmetrie informative che, nel quadro dell'estrema frammentazione della struttura imprenditoriale italiana, rendono difficile, per gli investitori potenzialmente interessati ad entrare nel capitale delle imprese, conoscere le imprese stesse e disporre delle informazioni indispensabili per realizzare l'investimento;

6) superare le resistenze, legate anche alla cultura ed alla struttura imprenditoriale del nostro Paese, che inibiscono molti imprenditori rispetto all'ipotesi di aprire il capitale delle proprie imprese al mercato dei capitali.

In relazione al delineato assetto normativo, si tratta principalmente di porre maggiore ordine e chiarezza in un tessuto legislativo e regolamentare il quale ha dovuto rincorrere l'evoluzione tumultuosa di un settore, quello finanziario, che ha conosciuto nell'ultimo ventennio una rivoluzione, in termini di innovazioni organizzative e di prodotto, di integrazione dei mercati, nonché di crescita dei volumi e della velocità delle transazioni, in precedenza inimmaginabile, e che ha altresì subito le conseguenze degli *shock* determinati dal susseguirsi, nel corso di pochi anni, di una serie di crisi finanziarie, singole o di sistema, che hanno messo a dura prova la stessa tenuta del sistema finanziario mondiale.

In tale contesto appare fondamentale:

a) operare un'adeguata semplificazione del quadro legislativo vigente in materia, in particolare contemperando l'esigenza di alleggerire gli oneri organizzativi e burocratici a carico dei soggetti di minori dimensioni che non presentino profili di rischio sistemico con quella di realizzare un'effettiva trasparenza informativa ed un'efficace tutela dei piccoli azionisti e dei piccoli investitori non professionali;

b) giungere alla più ampia armonizzazione delle normative vigenti in materia, quantomeno a livello europeo e, auspicabilmente, a livello di G20, al fine di eliminare asimmetrie regolamentari, evitare l'instaurarsi di pericolosi sistemi finanziari « ombra » e assicurare un « pari piano di gioco » (*level playing field*) nella competizione tra i diversi mercati finanziari mondiali;

c) valutare se l'attuale assetto dei poteri in materia di ammissione alla quotazione determini una rendita di posizione

per gli attuali attori del mercato, costituendo una barriera all'ingresso di nuovi protagonisti, e se esso risulti ancora adeguato rispetto all'opportunità di ampliare le dimensioni e la liquidità del mercato borsistico, anche alla luce della normativa europea in materia;

d) favorire, sulla falsariga dei passi in avanti compiuti con la recente istituzione del sistema di vigilanza finanziaria a livello europeo, la massima integrazione e collaborazione tra le autorità di vigilanza nazionali, nonché definire sistemi ed approcci comuni rispetto ai fenomeni di crisi finanziaria.

4.1.1. L'organizzazione dei mercati.

Per favorire la maggiore capitalizzazione delle imprese e il loro ingresso nei mercati finanziari occorre migliorare la competitività delle borse, semplificando le procedure di ammissione e riducendo i costi di quotazione, nonché eliminando quegli elementi relativi all'organizzazione dei mercati che determinano effetti di spiazzamento dell'investimento di borsa rispetto ad altre forme di investimento o che inibiscono le imprese di medie dimensioni ad accedere alla quotazione.

Sotto questo profilo occorre innanzitutto ripensare la disciplina che presiede alla quotazione delle imprese, affrontando il tema concernente la ripartizione di compiti fra CONSOB e Borsa Italiana nel processo di accesso al mercato (*listing*), rispetto al quale il TUF, nella discrezionalità lasciata ai legislatori nazionali dalla normativa comunitaria, ha ritenuto di affidare la funzione di *listing* alla società di gestione del mercato (Borsa Italiana), separandola dalla funzione di controllo del prospetto e di ammissione al *trading*, affidata invece alla CONSOB.

Si tratta, evidentemente, di una problematica particolarmente delicata, atteso che la predetta funzione di *listing* comporta il bilanciamento tra l'esigenza di sviluppo del mercato e quella di protezione degli investitori, ed è propedeutica, e profondamente differente, dalla funzione

di ammissione al *trading*, che deve essere nelle mani della società di gestione del mercato.

A questo proposito appaiono certamente condivisibili le indicazioni fornite nel corso della sua audizione dal Presidente della CONSOB, il quale ha segnalato innanzitutto come un'eventuale riallocazione in capo alla CONSOB dell'attività di *listing* richieda un'attenta valutazione del rapporto costi/benefici.

In questa prospettiva la riattribuzione del *listing* alla CONSOB potrebbe rendere più agevole il processo di quotazione, in quanto consentirebbe di sfruttare le sinergie informative fra tale funzione e quella del controllo del prospetto, unificando la doppia istruttoria che attualmente viene svolta durante il processo di collocamento, ed evitando conseguentemente all'emittente di svolgere una duplice interlocuzione con CONSOB e Borsa Italiana (CONSOB interviene sui profili di mera trasparenza per quanto riguarda il prospetto di quotazione, mentre Borsa Italiana interviene sui profili sostanziali e di merito).

Inoltre, l'attribuzione del *listing* alla CONSOB potrebbe contribuire a rendere più equilibrata la competizione fra mercati regolamentati e MTF. Infatti, gli MTF cosiddetti passivi (cioè quelli che offrono servizi di negoziazione su titoli quotati su mercati regolamentati senza il consenso dell'emittente) tengono un comportamento di *free riding* rispetto agli investimenti che le società di gestione del mercato effettuano per selezionare e valutare le imprese (cioè sfruttano i benefici di tali investimenti senza dover sostenere per questo alcun costo).

Sotto un profilo più squisitamente economico, occorre altresì considerare come l'attività di *listing* determini esternalità positive per il sistema finanziario nel suo complesso, mentre le società di gestione del mercato non sono sempre in grado di internalizzarne completamente i benefici, in quanto i costi del *listing* possono superare i ricavi derivanti da tale attività: ciò può a sua volta alterare la struttura degli incentivi delle società di gestione del mercato, inducendole, ad esempio, a stabilire

requisiti di ammissione più blandi di quanto sarebbe necessario o ad investire meno risorse nelle attività di scrutinio e di analisi propedeutiche alla quotazione.

L'assegnazione del *listing* alla CONSOB potrebbe eliminare tale meccanismo di selezione avversa, nonché superare in radice il connesso problema dei conflitti di interesse che condizionano le società di gestione, le quali sono soggetti necessariamente volti, per il loro statuto giuridico privatistico, alla ricerca del profitto, nonché largamente partecipati, nella loro compagine sociale, da istituti bancari.

Per converso, occorre valutare se un approccio di tipo almeno parzialmente privatistico alla funzione di *listing*, e la conseguente pressione competitiva sulle società di gestione del mercato, non comporti effetti virtuosi, migliorando la qualità nello svolgimento della funzione di *listing*, in ragione del fatto che gli emittenti potrebbero essere disposti a sostenere costi di *listing* più elevati, sapendo che l'ammissione a quotazione da parte di una borsa offrirà in seguito maggiore liquidità anche presso altri sistemi di negoziazione, nonché in quanto le stesse società di gestione dovrebbero preservare il proprio capitale reputazionale e aumentare la liquidità.

Inoltre, occorre verificare se l'assegnazione della predetta funzione ad un soggetto orientato al profitto non favorisca un approccio più attento alle esigenze dei mercati e contribuisca alla necessaria flessibilità nella definizione dei requisiti minimi richiesti alle società che si candidano alla quotazione, tale da tenere conto del tessuto produttivo e della tipologia di imprese potenzialmente quotabili.

In tale contesto la scelta in merito ad un'eventuale riallocazione in capo alla CONSOB della funzione di *listing* implica valutazioni complesse, che non potrebbero certo tradursi in una semplice modifica del TUF, ma che dovrebbero essere inserite in una prospettiva più ampia.

In secondo luogo, si dovrebbe verificare l'eventuale esistenza di aree di sovrapposizione nelle competenze assegnate all'Autorità di vigilanza e alla società di gestione

del mercato, al fine di conseguire una maggiore efficienza ed efficacia del processo di ammissione a quotazione/negoziazione.

In terzo luogo, occorrerebbe tenere conto delle richieste provenienti dalle società di gestione dei mercati regolamentati, che potrebbero voler operare con maggiore « flessibilità », anche in tema di ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni, al pari degli MTF.

In sostanza, l'idea fondamentale potrebbe essere quella di delineare un sistema dei mercati *equity* organizzato, in estrema sintesi, su tre livelli, in cui le regole ed il grado di trasparenza siano misurati in base alla dimensione ed alle aspettative della società che intende quotarsi.

In tale contesto si avrebbero:

1) un mercato *standard* semplificato, che rispetti comunque la disciplina comunitaria;

2) un mercato di eccellenza, con adesione volontaria da parte di quelle imprese che siano in grado di sopportare requisiti disciplinari più rigorosi in termini di *governance* (ad esempio per quanto riguarda il ruolo degli amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione), di rapporti con le parti correlate (si pensi agli obblighi alla trasparenza e ai limiti di tali operazioni), di dimensioni minime del flottante e di frequenza dell'informazione contabile;

3) un mercato non regolamentato (MTF) in cui siano trattati i titoli di imprese non quotate sul mercato regolamentato, non accessibile a investitori *retail* ma aperto soltanto a investitori professionali, con requisiti di trasparenza adeguati e senza ingerenze da parte del legislatore/regolatore.

Tale visione permetterebbe di superare il concetto di « mercato per le PMI », eliminando la necessità di creare uno specifico segmento di quotazione, e corrisponde sostanzialmente alla considerazione, formulata da alcuni dei soggetti

auditi, secondo cui, per essere efficiente, un mercato dei capitali effettivamente accessibile alle medie imprese dovrebbe:

essere caratterizzato da un minore livello di regolamentazione e da un minore livello di costi per l'accesso ed il mantenimento alla quotazione ed alla negoziazione dei titoli di tali imprese;

disciplinare in termini più rigorosi il coinvolgimento degli intermediari (« *Nomad* »/« *Sponsor* », consulenti qualificati in operazioni di finanza straordinaria che assistono la società in sede di ammissione in quotazione e durante il periodo di permanenza sul mercato) che accompagnano in borsa una società rispetto alle responsabilità connesse con il riscontro dei requisiti per l'ammissione alla quotazione, innescando in tal modo un meccanismo di trasparenza che tuteli, ed al tempo stesso incentivi, gli investitori non professionali, i quali potrebbero comunque agire attraverso la sottoscrizione di fondi;

essere meno strettamente legato al sistema bancario, onde evitare i rischi di eventuali conflitti di interesse tra l'esercizio del credito e l'accompagnamento alla quotazione di soggetti affidati: in tale ambito è emersa anche la proposta di incentivare lo sviluppo di agenzie di *rating* a livello regionale/locale, al fine di consentire anche alle PMI di essere oggetto di *rating*, incrementando in tal modo la possibilità, per queste ultime, di accedere ai mercati finanziari in condizioni di maggiore trasparenza.

Per quanto riguarda i processi di concentrazione in corso tra le società di gestione del mercato, che hanno coinvolto anche Borsa Italia, attraverso la sua fusione con London Stock Exchange, non è opportuno in questa sede esprimere giudizi o valutazioni su scelte che attengono alla libertà imprenditoriale di soggetti privati, anche in considerazione del fatto che tale processo risulta, almeno in una certa misura, una conseguenza necessitata del più vasto fenomeno di integrazione dei

mercati finanziari e delle esigenze di ingenti investimenti che il funzionamento dei moderni mercati telematici impone.

In ogni caso, è certamente legittimo segnalare l'esigenza che, in tale contesto dato, siano salvaguardate il ruolo e le prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana, valorizzando le competenze, professionali ed imprenditoriali, nonché le infrastrutture del mercato italiano e gli attuali punti di forza dell'industria nazionale dei servizi di negoziazione. In particolare, appare necessario assicurare che il mercato italiano resti centro di scambi azionari, potenziare la piattaforma di negoziazione dei titoli a reddito fisso (mercato MTS), che costituisce uno degli elementi di eccellenza del mercato azionario nazionale, e le strutture di *post-trading* italiane.

4.1.2. Gli aspetti tributari.

Sotto il profilo tributario, occorre ridurre alcune distorsioni nelle scelte di finanziamento delle imprese, motivate dall'esistenza, nell'ordinamento vigente, di un regime tributario di maggior favore per le forme di finanziamento realizzate mediante indebitamento rispetto a quelle effettuate mediante ricorso al capitale.

Le agevolazioni tributarie in questo campo devono essere distinte tra quelle destinate direttamente alle imprese che si quotano o che intendano farlo e quelle destinate invece ai soggetti che investano propri capitali nei titoli quotati.

Nel primo ambito si potrebbero prevedere — in un'ottica di stabilità dei conti pubblici, presupposto fondamentale per formulare qualsivoglia ipotesi di crescita — forme di fiscalità di vantaggio per la quota di utili che sia destinata alla crescita patrimoniale dell'impresa, incentivando in tal modo la crescita del capitale proprio dell'impresa e rendendo meno favorevole il ricorso al finanziamento mediante debito, nonché l'introduzione di forme di detraibilità o deducibilità dei costi sostenuti per la quotazione.

In tale prospettiva appare importante che le predette agevolazioni tributarie si

caratterizzino per la loro stabilità nel tempo, abbiano una durata adeguata, non minore di 5-10 anni, siano prevalentemente circoscritte alle PMI, e siano condizionate all'effettiva immissione di nuovi mezzi finanziari nella società. A questo scopo sarebbe opportuno agevolare fiscalmente in via prioritaria le quotazioni realizzate mediante offerte pubbliche di sottoscrizione, che determinano un'effettiva crescita del capitale, e non quelle realizzate solo con offerte pubbliche di vendita, che comportano sostanzialmente una sostituzione tra i capitali apportati dal precedente azionista e quelli apportati dai nuovi azionisti aderenti all'offerta.

Nel secondo ambito devono invece essere annoverati gli incentivi fiscali a vantaggio degli investitori, soprattutto degli investitori professionali e istituzionali, sul modello dei mercati esteri, in particolare di quello londinese.

A tale proposito un'ipotesi potrebbe essere quella di ridurre o addirittura di eliminare l'imposizione sui *capital gain*, ovvero prevedere un credito di imposta, in forma di deduzione figurativa del reddito generato dall'investimento. Se l'apporto di risorse da parte di terzi permette alle aziende di crescere e, quindi, di incrementare il prodotto interno lordo, appare infatti razionale, sia in termini di logica economica, sia sul piano del ritorno complessivo per le entrate erariali, consentire a tali investitori di escludere dall'imponibile il rendimento, in termini di reddito d'impresa, generato dai capitali investiti.

Particolare attenzione al riguardo dovrebbe essere dedicata all'introduzione della possibilità di dedurre senza limiti le minusvalenze emergenti sui titoli acquistati. Infatti, la tendenziale maggiore rischiosità dei titoli di imprese di minori dimensioni, e la più scarsa liquidità di tali strumenti, fa sì che una delle variabili decisive rispetto alla scelta di investimento in tali titoli sia rappresentata dalla possibilità di ammortizzare le eventuali minusvalenze che dovessero emergere rispetto ai valori di acquisto dei titoli stessi.

Inoltre, per ovviare all'attuale doppia imposizione sugli utili delle azioni com-

prese nell'attivo di OICVM italiani ed esteri, ed incentivare le imprese a utilizzare tale strumento per effettuare investimenti azionari, si potrebbe estendere il regime fiscale previsto per le azioni alle quote di partecipazione in OICVM di tipo azionario sottoscritte dalle imprese. Tale regime dovrebbe esser applicato solo con riferimento alle quote detenute in OICVM il cui attivo sia prevalentemente investito in azioni e strumenti finanziari similari (soddisfacendo tale requisito attraverso l'introduzione di una percentuale prestabilita del valore dell'attivo per più di un numero prestabilito di giorni di valorizzazione delle quote).

Un'altra proposta riguarda la possibilità di riconoscere un vantaggio fiscale ai risparmiatori che sottoscrivano quote di fondi comuni di investimento o di fondi chiusi che investano in piccole e medie imprese. La *ratio* di tale proposta è che, ragionevolmente, tale vantaggio fiscale può indurre il risparmiatore a scegliere il fondo che investe nelle piccole e medie imprese, le quali, a loro volta, disporranno in tal modo di maggiori risorse per realizzare i propri progetti di sviluppo.

Alcuni auditi hanno inoltre proposto l'istituzione di uno specifico regime fiscale di favore per investimenti a lungo termine (ad esempio i piani individuali di risparmio a lungo termine), sia che essi abbiano natura prevalentemente previdenziale, sia che siano rivolti ad altre finalità altrettanto meritevoli (acquisto della casa o educazione dei figli): in tale ambito si potrebbe ad esempio consentire l'applicazione di aliquote agevolate ai depositi in conto corrente superiori ai cinque anni, che potrebbero eventualmente aumentare a scadenze determinate (dieci o quindici anni).

4.1.3. *Il ruolo degli investitori istituzionali e dei soggetti pubblici.*

Un ulteriore elemento sul quale concordano tutte le analisi riguarda le conseguenze in termini negativi, rispetto allo sviluppo dei mercati degli strumenti finanziari, derivanti dall'assenza, o dallo scarso

rilievo, che ancora hanno in Italia gli investitori istituzionali, in primo luogo i fondi pensione.

Gli investitori istituzionali specializzati nell'investimento in capitale di rischio svolgono infatti, nei moderni mercati dei capitali, un ruolo strategico, sia per la crescita e l'equilibrio dei mercati stessi, sia per quanto riguarda i meccanismi di allocazione delle risorse tra i diversi impieghi produttivi, sia, infine, sul piano della distribuzione temporale dei redditi.

Sotto il primo profilo è infatti indiscusso che la presenza sul mercato di una quota rilevante di investitori istituzionali, i quali dispongono di risorse superiori alla generalità degli investitori sia in riferimento alla massa di risparmio raccolta sia sotto il profilo della capacità di analisi dei titoli e degli andamenti di mercato, contribuisca, direttamente o indirettamente, ad aumentare la liquidità dei mercati stessi, a stabilizzarne gli andamenti e ad incrementare la dimensione e lo « spessore » dei listini.

Sotto il secondo profilo, l'operatività degli investitori istituzionali può facilitare l'ampliamento dei canali tra risparmio e investimento. Infatti, l'approccio di lungo termine, prevalentemente non speculativo, che caratterizza le strategie di investimento di tale categoria di investitori può favorire una maggiore allocazione di risorse presso imprese di medie e piccole dimensioni, le cui caratteristiche produttive ed i cui modelli di *business* non consentono ritorni nel breve periodo, ma necessitano di una prospettiva di medio – lungo periodo.

Sotto il terzo punto di vista, la presenza di investitori istituzionali è da più parti ritenuta uno snodo decisivo per assicurare che i redditi da capitale, integrando i redditi da lavoro e da pensione, svolgano la funzione di « ammortizzatore sociale privato », supplendo, in una fase di crisi come quella attuale, alle carenze del sistema di *welfare* pubblico. Anche in questo senso il risparmio, correttamente gestito dagli investitori istituzionali, svolge una funzione indispensabile ai fini dello sviluppo: esso costituisce infatti un ponte fra

generazioni, poiché i suoi frutti possono contribuire ad assicurare ai giovani un futuro meno incerto di quello che altrimenti si prospetterebbe loro.

Oltre al ruolo degli investitori istituzionali, nel corso dell'indagine è stato anche sollevato e dibattuto il tema del nuovo ruolo che lo Stato, altre entità pubbliche o forme di *partnership* tra soggetti privati e pubblici, possono svolgere nello sviluppare mercati finanziari maggiormente orientati a rispondere alle esigenze di finanziamento dell'economia reale.

Tali strumenti potrebbero infatti rappresentare elementi importanti per la capitalizzazione delle PMI, ad esempio intervenendo nella forma della *joint venture*, ovvero attraverso partecipazioni dirette, temporanee, nel capitale delle imprese, ovvero ancora assumendo il compito di accompagnare le imprese stesse alla quotazione.

In tale modello il soggetto pubblico, oltre a fungere da catalizzatore dell'iniziativa, potrebbe offrire garanzie verso i soggetti privati in termini di limitazione delle perdite massime in fase di disinvestimento (cosiddetta *down-side protection*), in modo da incentivare la partecipazione dei privati stessi.

Si tratta in realtà di un dibattito iniziato già da alcuni anni, anche sulla scia della nascita e dello sviluppo, sul panorama internazionale, della nuova figura dei Fondi sovrani, e che ha già portato negli ultimi anni all'introduzione nell'ordinamento di strumenti che, soprattutto facendo leva sul ruolo della Cassa depositi e prestiti, intendono consentire la partecipazione dello Stato in iniziative finanziarie di capitalizzazione delle imprese, segnatamente di piccole e medie dimensioni.

È il caso innanzitutto delle previsioni dell'articolo 2, comma 225, della legge n. 191 del 2009 (legge finanziaria per il 2010) che hanno autorizzato la CDP a sottoscrivere, anche con le risorse provenienti dalla raccolta del risparmio postale, fondi comuni di investimento gestiti da una società di gestione collettiva del ri-

sparmio, il cui oggetto sociale realizzi uno o più fini istituzionali della stessa CDP.

Sulla scorta di tali previsioni si è proceduto, nel marzo del 2010, all'istituzione della Società di gestione del risparmio Fondo italiano di investimento (FII), partecipata dal Dipartimento del Tesoro, dalla CDP, dalla Confindustria, dall'ABI e da alcune banche, la quale ha il compito di realizzare forme di investimento diretto, di coinvestimento, di finanziamenti subordinati o di prestiti convertibili, per supportare le imprese italiane con fatturato compreso tra 10 e 100 milioni di euro che siano in fase di sviluppo e che perseguano obiettivi di crescita.

A tale proposito è emerso come la possibilità, per il predetto Fondo italiano di investimento (FII), di partecipare al capitale delle imprese sia in via diretta sia in via indiretta, tramite sottoscrizione di quote di altri fondi (agendo in tal caso come fondo di fondi), costituisca un ulteriore elemento positivo, in quanto può determinare un effetto di leva finanziaria che può portare benefici effetti anche sull'attività e lo sviluppo dei fondi specializzati in imprese a limitata capitalizzazione (*small cap*).

Inoltre, occorre ricordare l'articolata disciplina (contenuta nell'articolo 2, commi da 161 a 182 della già citata legge n. 191 del 2009) relativa alla costituzione, attraverso una società partecipata dallo Stato e da altri soggetti privati, della Banca del Mezzogiorno S.p.A., la quale, agendo attraverso la rete delle banche e delle istituzioni che vi aderiscono, ha la finalità precipua di sostenere progetti di investimento nel Mezzogiorno, promuovendo in particolare il credito alle PMI anche con il supporto di intermediari finanziari.

Ulteriormente, possono essere richiamate le norme dell'articolo 8 del decreto-legge n. 78 del 2009 e dell'articolo 13 della legge n. 99 del 2009, che hanno istituito un meccanismo di fondi rotativi, anche a livello regionale, per favorire le *start-up* di progetti di internazionalizzazione, i cui interventi sono destinati ad investimenti, transitori e di minoranza,

nella forma del *venture capital*, nel capitale di rischio di società costituite appositamente da parte di piccole e medie imprese e di loro raggruppamenti, finalizzati alla realizzazione di progetti di internazionalizzazione.

Da ultimo, devono essere segnalate le innovative previsioni dell'articolo 7 del decreto-legge n. 34 del 2011, le quali, ampliando ancora l'operatività di CDP, autorizzano quest'ultima ad assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale in termini di strategicità del settore di operatività, di livelli occupazionali, di entità di fatturato ovvero di ricadute per il sistema economico-produttivo del Paese, e che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività. Tali partecipazioni possono essere acquisite anche attraverso veicoli societari o fondi di investimento partecipati da CDP S.p.A. ed eventualmente da società private o controllate dallo Stato o enti pubblici.

In tale contesto sono state proposte due ipotesi riguardo alle modalità di intervento pubblico nel capitale delle PMI.

In una prima ipotesi è stato prospettato uno strumento che intervenga a posteriori della manifestata volontà da parte dell'imprenditore di accedere al mercato, e delle valutazioni svolte dagli *advisor* e dagli enti di controllo con l'ammissione al *listing*.

Al momento del collocamento il fondo interverrebbe sottoscrivendo una quota del capitale offerto in IPO, che sarebbe mantenuta per un periodo da determinare, ma comunque non inferiore ai tre anni: il fondo non necessiterebbe di alcuna struttura di valutazione e gestione, limitandosi ad acquisire quote di società già ammesse al mercato.

In una seconda ipotesi si è prospettata la costituzione di una nuova società (*Newco*), nella forma di un fondo di investimento che, opportunamente capitalizzata, sarebbe quotata al mercato MTA, ed avrebbe come finalità l'acquisto di quote di partecipazione, minoritaria, in PMI (sulla falsariga del Fondo italiano di investimento).

In questo caso l'investimento passerebbe attraverso un'attività di *screening* e valutazione delle imprese da avviare al collocamento, ma l'ottenimento del codice ISIN (ovvero il collocamento sul nuovo mercato) sarebbe contestuale all'investimento da parte della Newco ed all'aumento di capitale per la quotazione.

In tale ambito occorre in primo luogo chiarire come tali ipotesi di intervento pubblico prescindano da una politica di incentivi e contributi intesa in senso tradizionale, ma siano casomai volte ad attribuire al soggetto pubblico o misto un ruolo innovativo di fornitore di *equity* alle imprese e di liquidità al mercato, rientrando, pertanto, non nella fattispecie di concessione di aiuti ma in quella di apporto di capitale di rischio.

Nel medesimo contesto è stato inoltre rilevato come la creazione di fondi pubblici di sostegno alla quotazione o al finanziamento « via mercato » delle imprese può risultare utile, ma solo in combinato disposto con un'intelligente politica tributaria di sostegno, con una politica normativa di attrazione, nonché una politica « culturale » nei confronti degli imprenditori, che valorizzino i vantaggi derivanti dall'apertura dei mercati alle imprese e di queste ultime ai mercati.

Tra gli aspetti di maggiore dettaglio, le problematiche più delicate che occorre affrontare in tale contesto riguardano evidentemente le scelte di investimento e le modalità di uscita dal capitale della società, attraverso una sorta di « accompagnamento progressivo » alla quotazione o ad altre forme di collocamento del capitale.

Per quanto attiene al primo aspetto è innanzitutto necessario garantire la massima trasparenza nella selezione delle iniziative imprenditoriali che si intende sostenere con l'ingresso nel capitale, assicurando allo stesso tempo la massima conoscibilità di tali strumenti da parte dei soggetti privati interessati e stabilendo criteri e procedure snelle ed oggettive per l'individuazione degli interventi, nonché

regole che disciplinino chiaramente condizioni e tempi della partecipazione al capitale.

Sotto il secondo profilo, è necessario garantire che la partecipazione abbia effettivamente carattere temporaneo e non si trasformi in alcun modo in una forma di sostegno permanente di imprese decotte o comunque prive di reali possibilità di crescita nel medio periodo, ma rappresenti il primo passo per una progressiva crescita della società, mettendola nelle condizioni di competere autonomamente sul mercato e di raccogliere i capitali privati necessari al suo sviluppo.

Occorre dunque individuare meccanismi di fuoriuscita dal capitale che non risultino traumatici per l'impresa partecipata, ma che, al tempo stesso, non determinino l'immobilizzazione definitiva o, peggio, la dispersione delle risorse pubbliche, le quali, appunto, non devono sostituire gli investimenti privati, ma fungere da propellente iniziale per il lancio di *start up* o di progetti di crescita.

A tal fine è possibile ipotizzare che, dopo l'uscita dal fondo, la partecipazione azionaria possa essere acquisita da SGR, le quali si sostituiscano ai soggetti pubblici e garantiscano l'accompagnamento verso il mercato della società per un periodo medio-lungo, dai tre ai cinque anni. In tal modo si potrebbero coinvolgere, anche attraverso agevolazioni di natura fiscale, condizionate al mantenimento della partecipazione per un determinato periodo di tempo, categorie di investitori non istituzionali, aprendo in tal modo il capitale al mercato.

Anche in questa prospettiva è comunque necessario, per innescare un circuito virtuoso stabile, disporre di mercati dei capitali liquidi e ben sviluppati, atteso che la strategia di *exit* principale per i fondi di *private equity* rimane quella della quotazione della società sul mercato mediante *initial public offer* (IPO) e della conseguente cessione della partecipazione nella fase di quotazione dell'impresa.

4.1.4. Il mercato del debito.

Sempre nella prospettiva di una strategia integrata, volta ad ampliare i canali di finanziamento delle imprese attraverso un più ampio ricorso ai mercati dei capitali, alcuni auditi hanno richiamato l'esigenza di rilanciare lo strumento delle cosiddette « carte commerciali » (*commercial papers*), uno strumento di finanziamento mediante il quale anche aziende molto piccole devono poter tornare a soddisfare le loro necessità di finanziamento a breve termine, creando anche le condizioni per un mercato specifico sul quale negoziare titoli di debito, che sia in grado di assicurare la conoscenza e la trasparenza degli emittenti.

Il ricorso a tale tipologia di titoli, i quali dovrebbero incorporare un livello di rischio mediamente limitato, consentirebbe di assicurare finanza aggiuntiva, soprattutto per le società che non possono aspirare alla quotazione, e potrebbe essere coniugato al processo di collocamento, reperendo ulteriori risorse finanziarie, con costi ed oneri relativamente contenuti.

A tal fine sarebbe opportuna una revisione della legge n. 43 del 1994, recante la disciplina delle cambiali finanziarie, introducendovi alcuni elementi innovativi che facilitino, a certe condizioni, un più agevole ricorso a tali strumenti di finanziamento.

In particolare, è auspicabile rivedere la previsione, probabilmente eccessiva, della stessa legge n. 43, che subordina l'emissione dei titoli al requisito di 3 bilanci in utile, stabilendo invece requisiti più consoni all'attuale contesto economico, legati ad esempio alla patrimonializzazione, ai volumi di fatturato, al portafoglio ordini, nonché richiedendo la garanzia da parte di un consorzio di garanzia collettiva fidi, o altro strumento equivalente, che a sua volta può essere controgarantito da strumenti *ad hoc* nazionale e comunitari (quali il Fondo europeo di investimento — FEI).

Questi strumenti di debito devono ovviamente sottostare alla disciplina attuale riguardo gli emittenti di strumenti finanziari, ma la stessa potrebbe essere sem-

plificata, prevedendo una responsabilità per la figura dell'*advisor*, che fungerebbe quindi da garante circa il merito dell'azienda emittente, nonché attraverso la richiesta e l'assegnazione di un *rating* ai titoli da parte di agenzie internazionali o locali.

Inoltre è necessario ridurre, attraverso un intervento in tal senso sulla direttiva prospetto, i costi fissi legati alla predisposizione del prospetto informativo, che fanno lievitare il costo dell'emissione a livelli insostenibili.

Quanto alla durata dei titoli, essa dovrebbe essere relativamente breve per la carta commerciale, o con un orizzonte temporale che potrebbe essere più esteso per strumenti obbligazionari, prevedendo un collegamento tra la *performance* dell'azienda e il premio pagato all'investitore.

Lo sviluppo di tali titoli potrebbe inoltre essere incentivato applicando loro un'aliquota unica del 12,5 per cento, o comunque pari a quella applicabile agli altri strumenti finanziari.

4.2. Gli assetti regolamentari e di vigilanza.

Per quanto riguarda i problemi attinenti agli assetti regolamentari e di vigilanza, occorre ribadire anche in questa sede l'esigenza prioritaria di proseguire nel processo di armonizzazione delle regole sui mercati degli strumenti finanziari, sia a livello europeo, sia a livello di G20.

A questo riguardo occorre innanzitutto sottolineare come l'armonizzazione delle regole e delle prassi di vigilanza in questo settore con corrisponda ad un'astratta esigenza di geometrica perfezione del sistema, ma rappresenti un concreto interesse del mercato finanziario italiano e del Paese nel suo complesso, fortemente penalizzato dalla presenza di arbitraggi normativi, i quali hanno contribuito in maniera decisiva a delocalizzare presso intermediari con sede, ad esempio, in Irlanda e nel Lussemburgo, circa metà del patrimonio dell'industria nazionale del risparmio gestito.

In tale prospettiva occorre operare una generale semplificazione delle regole, in

particolare riducendo la complessità degli adempimenti amministrativi e regolamentari richiesti in sede di ammissione alla quotazione, e, soprattutto, evitare effetti di duplicazione tra la normativa europea e la normativa nazionale previgente, nonché assicurare maggiore stabilità delle regole nel tempo, ad esempio riprendendo l'obiettivo, già dichiarato in passato dalla CONSOB, di programmare la revisione annuale o periodica dei propri regolamenti, eccetto in casi eccezionali, in modo tale da indicare preventivamente ai soggetti interessati tempi e modi del processo di evoluzione normativa.

Passando ad alcuni aspetti specifici, una prima tematica di rilevanza strategica su cui è opportuno riaprire la riflessione riguarda la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (OPA), che ha costituito oggetto di uno dei dibattiti più accesi degli ultimi anni in ambito UE, e la cui disciplina appare estremamente frammentata a livello europeo, a causa degli spazi di discrezionalità estremamente ampi lasciati dalla normativa dell'Unione europea ai singoli legislatori nazionali.

Non c'è dubbio che, al di là delle diverse opinioni al riguardo, l'assetto regolatorio sul punto non possa essere considerato del tutto soddisfacente, anche per il fatto che non si è riusciti a definire una normativa uniforme, che ponga nelle medesime condizioni giuridiche tutti gli operatori economici, relativamente ad iniziative di acquisizione di cui essi siano promotori o bersagli.

In termini economici occorre rilevare, in linea generale, come la contendibilità delle imprese costituisca un elemento potenzialmente positivo, in quanto può consentire di attrarre capitali aggiuntivi, e di apportare quindi benefici significativi all'economia del Paese in termini di crescita dell'occupazione, formazione del capitale umano, innovazione tecnologica e organizzativa.

A questo riguardo merita ricordare che la legislazione italiana ha tradizionalmente privilegiato le esigenze della contendibilità, limitando le possibilità di difesa delle società a fronte di scalate ostili. L'effetto

indesiderato di tale impostazione è stato quello di accentuare la chiusura degli assetti proprietari delle società, attraverso forme di controllo molto articolate ed opache, quali le catene societarie (le cosiddette « scatole cinesi ») e le partecipazioni incrociate, che hanno favorito la cristallizzazione degli assetti proprietari e consentito agli azionisti di controllo di estrarre benefici superiori alle risorse finanziarie impegnate, spesso a scapito degli azionisti di minoranza.

In altri ordinamenti si è data invece una risposta più complessa e articolata a questi temi, consentendo una maggiore disponibilità di strumenti di rafforzamento del controllo (si pensi alle azioni a voto multiplo utilizzate ampiamente in gran parte dell'Europa continentale e nei paesi anglosassoni), oppure in termini di maggiori possibilità di difesa (si pensi alle *poison pills* che la giurisprudenza americana — dove non esiste l'istituto dell'OPA obbligatoria — ha consentito, proprio in seguito alla grande ondata di acquisizioni ostili dei primi anni '80). Anche nel Regno Unito, Paese che è stato costantemente preso a riferimento per le normative italiane in questa materia, recenti vicende societarie hanno riaperto il dibattito sulla necessità di definire regole meno asimmetriche a favore delle scalate ostili.

Occorre dunque fare in modo che la disciplina in materia salvaguardi il più possibile la trasparenza delle condizioni e degli obiettivi di tali acquisizioni, scongiurando il rischio che queste ultime, invece di incrementare il valore dell'impresa, siano piuttosto volte a depauperare il patrimonio sociale, allo sfruttamento di benefici privati, ovvero alla creazione di posizioni dominanti sul mercato. Risulta pertanto cruciale definire norme in materia di OPA in grado di contrastare il rischio di distruzione di valore, pur garantendo l'efficienza del mercato del controllo societario, nonché tutelare l'interesse del mercato affinché le operazioni di acquisizione non incidano negativamente sulla *governance* della società-obiettivo successivamente all'effettuazione dell'OPA stessa.

Ricerca un efficace bilanciamento tra i diversi interessi coinvolti nell'allocazione statica e dinamica del controllo appare il punto critico della regolazione su questi aspetti.

A tale riguardo l'introduzione di strumenti di separazione tra proprietà e controllo è un tema che richiede approfondite riflessioni, mentre l'ampliamento delle possibilità di difesa delle società quotate è una strada immediatamente percorribile.

In particolare, si potrebbe sviluppare l'orientamento, già adottato in occasione di alcune recenti modifiche al TUF, che ha permesso alle società quotate di derogare in via statutaria alla disciplina della *passivity rule*, in quanto tale approccio preserverebbe l'azione disciplinante del mercato, che sarebbe selettiva e legata alle caratteristiche specifiche della singola società.

Un'altra tematica di respiro generale riguarda la manutenzione della disciplina sulla *corporate governance* delle imprese quotate, segnatamente per quanto attiene alla protezione dei piccoli azionisti e dei creditori.

Tale problematica, che non può naturalmente essere approfondita adeguatamente in questa sede, assume un rilievo diretto per il funzionamento dei mercati degli strumenti finanziari, in quanto un più efficace livello di protezione degli investitori non professionali può consentire di eliminare alcune delle remore che (per taluni aspetti legittimamente) ancora esistono nella cultura del risparmiatore italiano rispetto all'investimento di borsa, e di favorire anche per questa via l'ampliamento e la migliore efficienza di tali mercati.

Anche in questo caso occorre evidentemente operare un bilanciamento tra esigenze di protezione ed esigenze di efficienza gestionale, tenendo inoltre presente che, nei mercati degli strumenti finanziari diffusi, la separazione tra proprietà e controllo è inevitabile. In tale contesto occorre operare facendo in modo che gli amministratori indipendenti siano in grado di migliorare la *governance* societaria, instaurando un più corretto ed equi-

librato rapporto tra azionisti di maggioranza e minoranza e una più corretta interlocuzione tra gli organi di governo societario, in particolare tra assemblea dei soci e consiglio d'amministrazione.

Passando a temi più specifici o di carattere tecnico, sono inoltre emerse, nel corso dell'indagine, una serie di proposte, che potranno essere valutate nell'ambito del predetto processo di armonizzazione.

Un primo aspetto attiene alla disciplina dei prospetti informativi, che dovrebbe puntare maggiormente a semplificare e standardizzare i documenti di tutte le categorie di prodotti consegnati ai risparmiatori per raggiungere una trasparenza reale, e ridurre i costi di consulenza. La predetta semplificazione potrebbe inoltre rendere più attrattiva la piazza finanziaria italiana.

A tale proposito occorre rilevare due aspetti fondamentali: da un lato, le prassi di vigilanza in materia di prospetti risultano estremamente diversificate a livello europeo, variando da un approccio meramente formale ad un approccio che prevede invece controlli di merito che possono portare le autorità ad avanzare richieste di supplementi e integrazioni dell'informativa. Ciò incide direttamente sui tempi di approvazione del prospetto stesso, elemento, questo, che è considerato dall'industria finanziaria uno dei fattori critici per incentivare l'accesso al mercato di borsa.

Dall'altro lato, l'informativa contenuta nei prospetti è divenuta sempre più sofisticata e complessa rispetto alle competenze e alla cultura finanziaria media degli investitori al dettaglio: pertanto il prospetto informativo è ormai formulato in termini pletorici, a svantaggio della sua chiarezza e comprensibilità da parte degli investitori non professionali.

In tale contesto potrebbe essere utile rinnovare, nel quadro di un consenso europeo, la logica che presiede alla disciplina sui prospetti e sulla trasparenza dei prodotti finanziari. Si può infatti ritenere che la tutela degli investitori al dettaglio debba essere realizzata, più che attraverso l'informativa contenuta nel prospetto, at-

traverso una chiara ed esaustiva informativa sul singolo prodotto, che gli intermediari collocatori sono tenuti a fornire alla clientela nell'ambito dei doveri di trasparenza e correttezza previsti dalla disciplina sulla prestazione di servizi di investimento, ai sensi della direttiva MiFID.

Secondo questa impostazione, sarebbe possibile rimodulare la pervasività dei controlli preventivi sul prospetto informativo, con una conseguente forte riduzione dei tempi di approvazione, ed al tempo stesso migliorare il livello di effettiva tutela per i risparmiatori al dettaglio.

In questa prospettiva il Presidente della CONSOB, nel corso della sua audizione, è giunto ad ipotizzare l'eliminazione del nulla-osta preventivo alla pubblicazione del prospetto da parte della CONSOB, mutuando l'approccio adottato dalla disciplina attualmente in vigore per i fondi comuni di investimento.

In ambito comunitario appare inoltre opportuno estendere ai vari prodotti finanziari l'approccio già adottato per i fondi comuni di investimento con l'introduzione del cosiddetto *key investor information document* (KIID), un documento snello e di facile comprensibilità che fornisce al risparmiatore le informazioni essenziali di cui ha effettivamente bisogno per acquisire piena consapevolezza dell'investimento che sta effettuando. In tal senso la revisione della cosiddetta direttiva prospetto e il progetto di armonizzazione della disciplina dei prodotti complessi (cosiddetti *packaged retail investment products* o PRIPs) costituiscono importanti occasioni per riscrivere regole che, in un rovesciamento di prospettiva, siano calibrate sui bisogni reali dei risparmiatori piuttosto che su un'astratta esigenza di coerenza con i principi del quadro normativo di riferimento.

Un secondo profilo riguarda l'esigenza, segnalata da Borsa italiana, di rivedere la disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante (cosiddetti « emittenti diffusi »), come definiti dall'articolo 2-bis del Regolamento CONSOB n. 11971/1999 (Regolamento emittenti), i quali sono tenuti, tra

l'altro, a fornire al pubblico e alla CONSOB informazioni su fatti rilevanti o idonei a influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli, a mettere a disposizione la documentazione contabile e a informare il mercato circa l'attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori.

In proposito è stato infatti evidenziato come tale disciplina determini, per le società ammesse nei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), fenomeni di sovrapposizione regolamentare, pregiudicando l'unitarietà della disciplina in materia di MTF e condizionando inoltre il gestore del mercato nelle sue scelte in materia di requisiti per l'accesso e la permanenza sul mercato stesso. In tale quadro è stata avanzata la proposta di escludere dall'ambito di applicazione della disciplina sugli emittenti diffusi le società ammesse su domanda in MTF, oppure, più drasticamente, di eliminare detta disciplina per tutte le società.

Per quanto riguarda la disciplina di trasparenza è stata segnalata l'esigenza di rivedere la normativa concernente la pubblicità a mezzo stampa delle informative societarie, che non trova peraltro diretta corrispondenza nella normativa comunitaria, individuando modalità di pubblicità più efficaci, meno pletoriche e meno costose, ad esempio circoscrivendo gli obblighi di comunicazione al pubblico ai casi maggiormente significativi.

Taluni hanno inoltre segnalato l'esigenza di intervenire sul tema del conflitto di interesse insito nell'operatività potenzialmente universale delle banche, le quali, da un lato, svolgono il ruolo di fornitori di credito delle imprese, e, dall'altro si pongono come consulenti o *sponsor* per la quotazione delle medesime imprese affidate, portando ad esempio il caso italiano, dove le maggiori banche sono anche tra i principali azionisti della società di gestione del mercato.

A tale riguardo è emersa la proposta di introdurre una più puntuale definizione dei limiti di intervento di un unico istituto di credito nell'ambito della vita di una società, prevedendo che la banca eroga-

trice del credito non possa intervenire nel processo di ammissione alla quotazione.

Altri hanno proposto, nella medesima ottica, ma in un ambito diverso, di imporre una separazione proprietaria netta fra le società emittenti di prodotti finanziari (nello specifico le banche) e le società di gestione del risparmio (in larga parte controllate da gruppi bancari) che distribuiscono al pubblico tali prodotti, ovvero di prevedere, in forma più sfumata, una separazione di natura soltanto regolamentare, ad esempio attraverso la previsione obbligatoria di protocolli, o altre forme analoghe (le cosiddette « muraglie cinesi »), che garantiscano l'indipendenza nelle scelte delle SGR controllate da banche.

Si tratta, evidentemente, di una questione molto complessa, sia in quanto incide direttamente sulle modalità di svolgimento di un'attività economica e sulle scelte imprenditoriali di soggetti privati, sia per le ricadute molteplici che tali scelte normative potrebbero avere, ad esempio, sulla conformazione della rete distributiva, che costituisce a sua volta uno snodo essenziale per il funzionamento dei mercati degli strumenti finanziari.

Ritornando a considerazioni di carattere generale, occorre inoltre che all'armonizzazione della normativa corrisponda anche una maggiore omogeneità nelle prassi di vigilanza da parte delle singole Autorità di vigilanza, le quali sono ancora troppo difformi, nonché l'eliminazione di sovrapposizioni sulla medesima materia delle competenze di più Autorità.

Un esempio di tale esigenza di maggiore coordinamento è stata segnalata ad esempio con riferimento agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), sui quali insiste la competenza di due autorità, la Banca d'Italia e la CONSOB, entrambe deputate a vigilare sui predetti OICR.

Rispetto alle questioni di assetto e prassi di vigilanza risulterà evidentemente cruciale l'effettiva operatività del nuovo sistema di vigilanza finanziaria europea istituita l'anno scorso, ed in particolare l'azione dell'ESMA, che dovrà adoperarsi per realizzare un'effettiva convergenza

nelle prassi di vigilanza e nei sistemi sanzionatori, oltre che nelle modalità di interpretazione e applicazione della disciplina comunitaria.

Tale sfida per l'uniformazione delle normative e della vigilanza potrà essere vinta solo se le nuove autorità europee saranno effettivamente in grado, anche con l'indispensabile supporto delle autorità nazionali, di svolgere appieno il ruolo per le quali sono state istituite, elaborando standard tecnici e linee guida, nonché verificandone l'effettiva applicazione a livello nazionale, che portino ad un effettivo livellamento del campo di gioco e a un'armonizzazione delle prassi di vigilanza, rimuovendo quei fattori che hanno incentivato gli arbitraggi fra ordinamenti.

Per quel che concerne specificamente i profili sanzionatori, appare importante modulare l'attività di vigilanza sulla base di un principio di priorità, al fine di colpire con rapidità e severità i comportamenti più gravi.

A tale proposito alcune misure per migliorare l'azione di accertamento e rendere più rapida ed efficiente l'eventuale applicazione delle sanzioni, anche attraverso la valorizzazione dello strumento della vigilanza ispettiva, potrebbero essere adottate dalla CONSOB nell'esercizio dei propri poteri regolamentari, mentre altre misure richiedono invece una riconsiderazione dell'impianto sanzionatorio del TUF, secondo un approccio che dedichi più attenzione alle violazioni sostanziali rispetto a quelle solo formali. In alcuni casi occorrerebbe graduare la punizione all'importanza dell'illecito, mentre in altri bisognerebbe aumentare la flessibilità dell'intervento, consentendo l'interruzione del procedimento sanzionatorio quando è possibile rimuovere tempestivamente i comportamenti sanzionabili.

4.3. Conclusione: alcune ipotesi di intervento.

La panoramica svolta nel corso dell'indagine conoscitiva ha consentito alla Commissione di evidenziare le potenzialità e le arretratezze dei mercati degli strumenti

finanziari in Italia, che attengono principalmente alla debolezza dei mercati dei capitali ed alla scarsità dei canali a disposizione delle imprese per alimentare finanziariamente la propria capitalizzazione e le proprie prospettive di crescita.

In quest'ambito è emersa l'esigenza di promuovere taluni interventi correttivi, che dovranno essere realizzati sia attraverso misure di carattere normativo, sia mediante l'attività di vigilanza svolta sul settore dalle autorità competenti.

Tali interventi dovrebbero in particolare orientarsi, ad avviso della Commissione, secondo alcune linee guida, che essa intende proporre al dibattito politico ed alla discussione pubblica:

estendere e diversificare maggiormente i canali e gli strumenti attraverso cui le risorse finanziarie affluiscono al sistema delle imprese, affiancando al finanziamento bancario altri meccanismi che prevedano un più ampio ricorso al mercato dei capitali;

favorire la liquidità, ampiezza e trasparenza dei mercati dei capitali, al fine di consentire a questi ultimi di esprimere appieno tutte le loro potenzialità di creazione di valore e di sostegno alla crescita del sistema imprenditoriale, garantendo, al contempo, la tutela dei risparmiatori;

innovare, sia pure nel rispetto e nella valorizzazione delle caratteristiche storiche che hanno consentito la crescita del Paese, la cultura dell'imprenditoria e della finanza italiana, nel senso di superare quelle resistenze che si oppongono in maniera ingiustificata ad una maggiore apertura del capitale delle imprese;

aprire una riflessione relativamente alla revisione della disciplina sulla quotazione, in particolare per quanto riguarda la ripartizione di compiti fra CONSOB e Borsa Italiana rispetto alle funzioni di *listing*, assicurando in tale contesto un adeguato contemperamento tra l'esigenza di sviluppo del mercato e quella di tutela degli investitori e della clientela *retail*;

riorganizzare il sistema dei mercati degli strumenti di *equity* su più livelli, nei

quali le regole ed il grado di trasparenza siano commisurati adeguatamente alle dimensioni, alle caratteristiche ed agli obiettivi delle società quotate, e superando il concetto di mercato dedicato alle piccole e medie imprese, che non si è rivelato produttivo nel contesto italiano;

seguire, nel pieno rispetto della libertà delle scelte imprenditoriali, i processi di concentrazione che stanno riguardando le società di gestione del mercato, promuovendo in tale contesto la salvaguardia del ruolo e delle prospettive di sviluppo della piazza finanziaria italiana, nonché le competenze e le infrastrutture dell'industria nazionale dei servizi di negoziazione;

eliminare dall'ordinamento tributario quegli elementi che possono indurre distorsioni nelle scelte di finanziamento delle imprese, introducendo, nel rispetto degli equilibri di finanza pubblica, meccanismi fiscali agevolativi che favoriscano gli investimenti nel capitale delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni;

favorire la crescita dimensionale e l'ampliamento del ruolo degli investitori istituzionali italiani sui mercati degli strumenti finanziari, con particolare riferimento ai fondi pensione;

valorizzare e potenziare nuovi strumenti, aggiuntivi e non sostitutivi del capitale privato, di sostegno pubblico o misto pubblico-privato alla capitalizzazione delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni, garantendo a tal fine: criteri che disciplinino chiaramente condizioni e tempi della partecipazione al capitale; piena trasparenza nella selezione delle iniziative imprenditoriali che si intende sostenere; massima conoscibilità di tali strumenti da parte dei soggetti privati interessati; temporaneità della partecipazione al capitale; meccanismi di fuoriuscita dal capitale che non risultino traumatici per l'impresa partecipata;

ampliare il panorama del mercato del debito, ad esempio rilanciando lo strumento delle cosiddette « carte commer-

ciali » (*commercial papers*), anche attraverso la revisione della legge n. 43 del 1994, definendo le condizioni per rilanciare un mercato specifico sul quale negoziare tali titoli di debito, che sia in grado di assicurare la rigorosa tutela degli investitori, di consentire la conoscenza e trasparenza degli emittenti e di ridurre i costi di emissione;

semplificare le regole e gli adempimenti amministrativi e regolamentari in sede di ammissione alla quotazione, evitare duplicazioni e sovrapposizioni normative, sia a livello europeo sia a livello nazionale, nonché assicurare maggiore stabilità nel tempo delle regole vigenti in materia;

rivedere ed uniformare a livello europeo la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (OPA), al fine di: porre tutti gli operatori economici nelle medesime condizioni giuridiche; bilanciare l'esigenza di contendibilità delle imprese con quella di non indurre il ricorso a forme di controllo articolate ed opache; assicurare la trasparenza delle condizioni e degli obiettivi di tali acquisizioni; salvaguardare il patrimonio sociale e tutelare gli azionisti di minoranza;

ripensare la disciplina sui prospetti e sulla trasparenza dei prodotti finanziari, che non dovrebbe essere più basata prioritariamente sui contenuti informativi del prospetto, sottolineando invece maggiormente la responsabilità, per gli intermediari che collocano presso il pubblico i prodotti, di fornire alla clientela *retail* un'efficace informativa sul singolo strumento finanziario;

implementare appieno l'operatività del sistema di vigilanza finanziaria euro-

pea recentemente istituito, in particolare facendo in modo che l'ESMA sia in grado realizzare un'effettiva convergenza della normativa sui mercati, delle prassi di vigilanza e dei sistemi sanzionatori.

Si tratta, evidentemente, di un complesso di interventi riformatori molto articolato, che potrà essere realizzato nel medio periodo con il coinvolgimento di tutti i soggetti pubblici competenti nel settore ed attraverso iniziative da svolgere a più livelli, a partire dai consessi internazionali, per proseguire nelle sedi legislative europee, e passare quindi al livello dei singoli Stati e delle singole Autorità di vigilanza nazionale.

Al di là delle questioni specifiche, appare importante segnalare l'esigenza che la politica si riappropri della capacità di governare i processi di evoluzione che stanno interessando il settore finanziario, in particolare migliorando la capacità di definire un quadro normativo armonizzato e stabile.

Il dato più preoccupante che emerge dalle vicende di questi anni, anche alla luce delle turbolenze che stanno caratterizzando gli ultimi mesi, sta infatti nella condizione di subalternità in cui i decisori politici versano rispetto alle istanze dei mercati finanziari, che sembrano ormai in grado di dettare l'intonazione delle variabili macroeconomiche e di fissare gli obiettivi, i contenuti e la tempistica della politica economica perseguita dagli Stati.

Vista l'estrema rilevanza di tali problematiche, è dunque quanto mai auspicabile che tutte le forze politiche riescano a compiere su di essi un'analisi comune, che porti a definire un ordine di priorità, le quali dovranno poi tradursi in un insieme di interventi normativi il più possibile tempestivi ed efficaci.

