

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 presuppone 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 produrre (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 i 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-negoziale, 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 Assogestioni, 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.

In ogni caso, il confronto con i costi di quotazione che si registrano negli altri Paesi dimostra come i costi di quotazione, sebbene rappresentino un elemento importante, non costituiscano il motivo fondamentale dello scarso sviluppo in Italia dei mercati degli strumenti finanziari e del numero relativamente basso di società quotate.

### *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 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 limiti 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 insostenibili 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 iper-regolamentazione 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'effettiva 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 pre-deutici 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, sovraesponde 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;