

ABI Associazione
Bancaria
Italiana

**CAMERA DEI DEPUTATI
COMMISSIONE FINANZE**

Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari

12/1/2011

**Audizione del Presidente dell'ABI
Avv. Giuseppe Mussari**

Introduzione

Nell'area dell'Euro il peso dell'intermediazione creditizia nella gestione delle passività delle imprese è preponderante rispetto all'esperienza dei Paesi anglosassoni. Se da un lato ciò, come imprese bancarie, ci rende fieri e ci carica di responsabilità, dall'altro indica un percorso che soprattutto in Italia possiamo e dobbiamo ancora compiere verso uno sviluppo armonico dell'insieme del mercato finanziario e di alcuni suoi segmenti in particolare, segmenti su cui peraltro le stesse le banche svolgono spesso un ruolo rilevante (es. quotazione delle imprese).

Nella presente Audizione cercheremo di fornire qualche valutazione delle ragioni sottostanti ad un certo sottodimensionamento del mercato azionario e suggeriremo qualche possibile opzione per superare gli elementi di criticità e favorire un maggiore ricorso da parte delle imprese a tale canale di finanziamento. L'intervento è sostanzialmente strutturato in **tre parti**: nella **prima** forniremo qualche dato macro di inquadramento; nella **seconda** ci concentreremo su vari aspetti del *listing* del mercato azionario (criticità, servizi, intermediari specializzati, competenze), nella **terza** trarremo qualche breve conclusione.

1. Quadro macro: modalità di finanziamento delle imprese e limiti del mercato azionario italiano

Nella media dell'Eurozona, la percentuale degli strumenti di finanziamento diretto sui mercati (obbligazioni e azioni quotate) sul complesso delle risorse finanziarie utilizzate dalle imprese è pari a meno della metà di quanto si registra per i prestiti, mentre le due fonti di finanziamento tendono ad equivalersi nell'esperienza britannica. All'interno di questa caratterizzazione dell'Unione, estrema risulta la situazione italiana in cui la somma di obbligazioni e azioni quotate supera appena il 12% delle passività totali, contro un valore prossimo al 50% per i prestiti.

**Struttura del passivo delle imprese non finanziarie
(In % del totale; dati al 2008)**

	Obbligazioni	Prestiti	di cui a breve	Azioni Quotate	Crediti Commerciali	Altro (*)
Italia	2,5	49,4	22,1	9,7	1,7	36,6
Germania	3,4	37,0	9,9	17,6	3,4	38,4
Francia	9,2	30,9	11,8	19,1	4,6	36,2
Spagna	1,0	53,8	10,0	10,3	3,1	31,8
Euro Area	3,3	37,1	11,9	12,9	3,2	43,5
Uk (**)	11,4	37,3	22,3	25,5	3,1	22,7

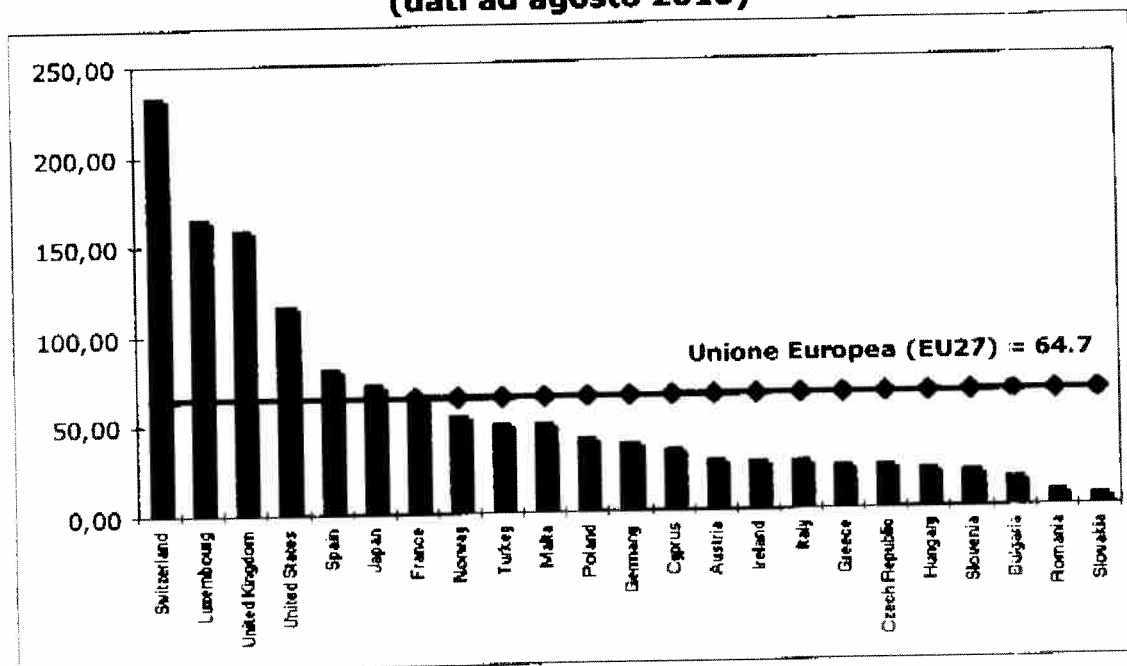
(*) fondi di quiescenza ed altro (comprese azioni non quotate)

(**) dati non consolidati

Fonte: Eurostat

A partire da questi dati non deve dunque sorprendere che nel confronto europeo le dimensioni del mercato azionario italiano si collochino nella fascia bassa della classifica come incidenza della capitalizzazione di borsa sul prodotto interno lordo: con una incidenza di poco superiore al 27% la Borsa italiana denuncia un divario di quasi 40 punti rispetto alla media europea e di oltre 100 punti percentuali rispetto all'esperienza media di Uk e Usa. In valori assoluti, a fine 2010 la capitalizzazione complessiva delle società quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana si è attestata a circa 430 miliardi di euro (di cui oltre il 20% rappresentata da banche), contro i circa 4.400 miliardi di euro di capitalizzazione delle società quotate sul London Stock Exchange.

Capitalizzazione di borsa in quota del prodotto interno lordo (dati ad agosto 2010)



Fonte: Eurostat

Che tale ristrettezza del mercato azionario italiano non sia un effetto solo di una sfavorevole congiuntura delle quotazioni è evidente se si considera il numero delle società quotate nelle principali piazze europee.

In questo caso si può notare come non solo il numero di imprese quotate in borsa risulti decisamente basso (296 imprese contro le 783 della borsa tedesca e le oltre 600 della borsa francese e per non parlare delle quasi 3000 della borsa inglese), ma anche come nel quadriennio 2006-2009 il numero delle imprese quotate sia diminuito di 15 unità.

Numero delle imprese quotate

Exchange	End 2006	End 2007	End 2008	End 2009	Var % (2009 vs 2006)
Athens Exchange	290	283	292	288	-1%
BME Spanish Exchanges	3.378	3.537	3.576	3.472	3%
Borsa Italiana	311	307	300	296	-5%
Budapest SE	41	41	43	46	12%
Cyprus SE	141	124	119	115	-18%
Deutsche Börse	760	866	832	783	3%
Irish SE	70	73	68	64	-9%
Istanbul SE	316	319	317	315	0%
Ljubljana SE	100	87	84	76	-24%
London SE	3.256	3.307	3.096	2.792	-14%
Luxembourg SE	260	261	262	267	3%
Malta SE	14	16	19	20	43%
MICEX	193	207	233	234	21%
NASDAQ OMX Nordic Exchange	791	851	824	797	1%
NYSE Euronext (Europe)	1.210	1.155	1.238	1.160	-4%
Oslo Børs	229	248	259	238	4%
SIX Swiss Exchange	348	341	323	339	-3%
Warsaw SE	265	375	458	486	83%
Wiener Börse	113	119	118	115	2%

Fonte: World Federation of Exchanges members

Accanto al numero contenuto di imprese quotate, è importante evidenziare che il divario più rilevante rispetto ad altri listini europei si concentra nel numero di società di minori dimensioni quotate, che nel nostro Paese erano, a fine 2008, appena 39.

2. Trend di quotazione sui principali mercati azionari negli ultimi anni

La quotazione sui mercati azionari è un'attività caratterizzata da elevata ciclicità perché influenzata, tra l'altro, da una serie di variabili esterne alle imprese, quali ad es. l'andamento del ciclo economico e la situazione dei mercati finanziari.

Se si considera il triennio prima dell'inizio della crisi finanziaria (2005 - 2007), si rileva ad esempio che le società neo quotate su Borsa Italiana sono state in media oltre 20 all'anno, rispetto al totale di 17 operazioni di quotazione (IPO - Initial Public Offers) **dell'ultimo triennio (2008-2010)** attraversato dalla crisi finanziaria.

Anche recenti studi internazionali¹ hanno messo in luce che in Europa negli ultimi 10 anni (1999-2009) c'è stato un andamento ciclico di quotazioni di nuove imprese sul mercato, con un generalizzato calo del numero medio di

¹ Evaluation of the Economic Impact of the Financial Services Action Plan (FSAP) CRA International, March 2009; and Study of the cost of compliance with selected FSAP measures, Europe Economics, January 2009

operazioni di IPO nell'ultimo biennio paragonabile all'analoga fase di crisi dei listini azionari, dovuta alla c.d. bolla dei titoli *hi-tech* (2000).

La crisi finanziaria ha dunque giocato negli anni più recenti un ruolo negativo nello sviluppo del listino italiano (così come in quello degli altri paesi), interrompendo un trend positivo di accesso delle imprese al mercato dei capitali, avviato successivamente alla crisi di inizio decennio.

3. Le principali criticità del listing nel mercato azionario italiano

Il mercato azionario italiano presenta da sempre limiti strutturali e culturali che impediscono di raggiungere livelli dimensionali paragonabili a quelli dei maggiori listini europei.

a) Difficoltà culturali delle imprese a quotarsi sui mercati

Per un'impresa, il processo di quotazione rappresenta un momento strategico, ma allo stesso tempo critico: richiede un cambio di mentalità soprattutto da parte degli azionisti, che devono accettare l'effetto diluitivo sul capitale della propria azienda, il confronto con altri azionisti e *stakeholders*, la diffusione di informazioni (contabili, finanziarie, di business) al mercato, su base continuativa.

Lo sforzo richiesto per effettuare questo cambio culturale è tanto più elevato quanto minori sono le dimensioni dell'impresa che vuole accedere al mercato. Nel nostro Paese oltre il 90% delle imprese sono caratterizzate da ridotte dimensioni (meno di 50 dipendenti).

A ciò si aggiunge una forte concentrazione della proprietà a livello familiare ed un elevato livello di indebitamento, anche a causa della ridotta dotazione di mezzi propri². L'incidenza dello *stock* di debiti bancari rispetto al patrimonio raggiunge valori superiori al 100% (104,2%) per le imprese manifatturiere italiane con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro. In Germania, Francia e Spagna tale incidenza è in media del 48%.

La concentrazione della proprietà a livello familiare, le resistenze di tipo culturale legate prevalentemente al timore di perdere il controllo della società determinano una scarsa propensione all'apertura del capitale.

Il carattere familiare delle imprese italiane non dovrebbe rappresentare peraltro, di per sé, un ostacolo alla quotazione, considerato che le imprese controllate da una famiglia hanno dimostrato negli anni scorsi di essere

² Riguardo alla concentrazione della proprietà, nel periodo 2004-2006, il capitale sociale detenuto in media dal socio di maggioranza oscillava tra 50% e l'80%.

apprezzate dalla Borsa³ e che la variazione degli assetti proprietari dopo la quotazione non porta, nella maggior parte dei casi, a perdere il controllo dell'impresa⁴.

E' importante pertanto, far crescere il mercato italiano dei capitali, **mettendo in campo iniziative che favoriscano un'inversione di tendenza dal punto di vista culturale ed una crescita complessiva della dimensione del sistema imprenditoriale italiano.**

Un primo passo potrebbe essere quello di introdurre misure volte a correggere alcune distorsioni nelle scelte di finanziamento delle imprese motivate dall'esistenza di un favore fiscale per le forme di indebitamento rispetto al capitale proprio: in tal senso, potrebbero essere previste, ad esempio, forme di agevolazione fiscale degli utili destinati alla patrimonializzazione che consentano alle imprese di ottenere risparmi di imposta, parametrati alla quota di utile netto non distribuito.

Resta peraltro di fondamentale importanza superare la tradizionale resistenza ad aprirsi al mercato attraverso la quotazione. In tale ottica, nel gennaio 2010, ABI e Borsa Italiana hanno siglato un accordo nell'ambito del quale sono state avviate specifiche iniziative (tra cui la previsione di una linea di credito dedicata ad imprese neo-quotate per finanziare i programmi di crescita).

b) Elevati oneri di quotazione e permanenza sul listino

Un altro elemento che costituisce tradizionale ostacolo al ricorso alla quotazione è rappresentato dai costi diretti ed indiretti che le imprese sostengono per realizzarla.

Tali costi dipendono, fra l'altro, dalla complessità aziendale e dall'importanza del mercato di quotazione (diversa a seconda che si tratti del Mercato Telematico Azionario (MTA) o dell'*Alternative Investment Market* (AIM) Italia, etc.).

In via approssimativa, secondo Borsa Italiana, è possibile stimare che in Italia per emittenti che ricorrono all'MTA i costi complessivi di quotazione ammontano a circa 800/900 mila euro, tra il 2% e il 5% dell'ammontare raccolto in sede di IPO. Tali costi si aggirano invece attorno a 200-300 mila euro nel caso di quotazione sul listino delle piccole e medie imprese (l'AIM

³ Nel 76% dei casi relativi a società industriali quotate dal 1985 al 2005, la famiglia di riferimento deteneva mediamente, al momento della quotazione, circa il 77% dei diritti di voto (dati Borsa Italiana).

⁴ Secondo dati di Borsa Italiana dello stesso periodo, a seguito della IPO la famiglia di riferimento ha continuato infatti a detenere il controllo della società con il 54% dei diritti di voto dopo 3 anni dalla quotazione e con il 52% dopo 10 anni.

AUDIZIONI ABI - 2011

Italia), corrispondente mediamente al 5-6% dell'ammontare raccolto in sede di IPO.

Va sottolineato che alcuni di questi costi (come ad esempio la pubblicità obbligatoria sui quotidiani dei fattori di rischio presenti nei prospetti di offerta) non gravano sulle società che si quotano all'estero, non essendo previsti dalla normativa europea: se ne potrebbe valutare dunque la loro eliminazione.

Naturalmente, il problema dei costi di quotazione è particolarmente sentito dalle imprese medio-piccole. L'esperienza degli anni scorsi in Italia ha fornito evidenti prove di ciò e della conseguente scarsa attrazione dei mercati regolamentati⁵ per le PMI⁶.

Di qui l'avvio nel 2008 del Mercato Alternativo del Capitale (MAC) e nel 2009 dell'AIM Italia per facilitare la quotazione delle PMI grazie a costi di quotazione complessivi inferiori a quelli previsti per un mercato regolamentato nonché a procedure di ammissione semplificate e più rapide ed a requisiti di informativa per gli emittenti più snelli.

Il tema della semplificazione delle procedure di quotazione delle PMI è stato di recente oggetto di una iniziativa di carattere normativo a livello europeo, promossa dal Governo francese e da esperti della materia, finalizzata ad individuare alcune ipotesi di semplificazione della disciplina concernente le piccole e medie imprese a vari livelli⁷.

In tale iniziativa di snellimento, che l'ABI condivide, potrebbe rientrare anche l'eliminazione o la riduzione di alcuni adempimenti critici tipici della disciplina italiana, quali gli obblighi di comunicazione al mercato al raggiungimento da parte degli investitori della soglia minima del 2%, che nel caso di IPO di imprese di piccole dimensioni, determinano rilevanti criticità.

Non va dimenticato inoltre che gli oneri connessi alla quotazione non esauriscono quelli che un'impresa quotata deve affrontare per permanere

⁵ Quelli individuati dall'art. 4, comma 1, punto 14 della direttiva MIFID n. 2004/39/EC.

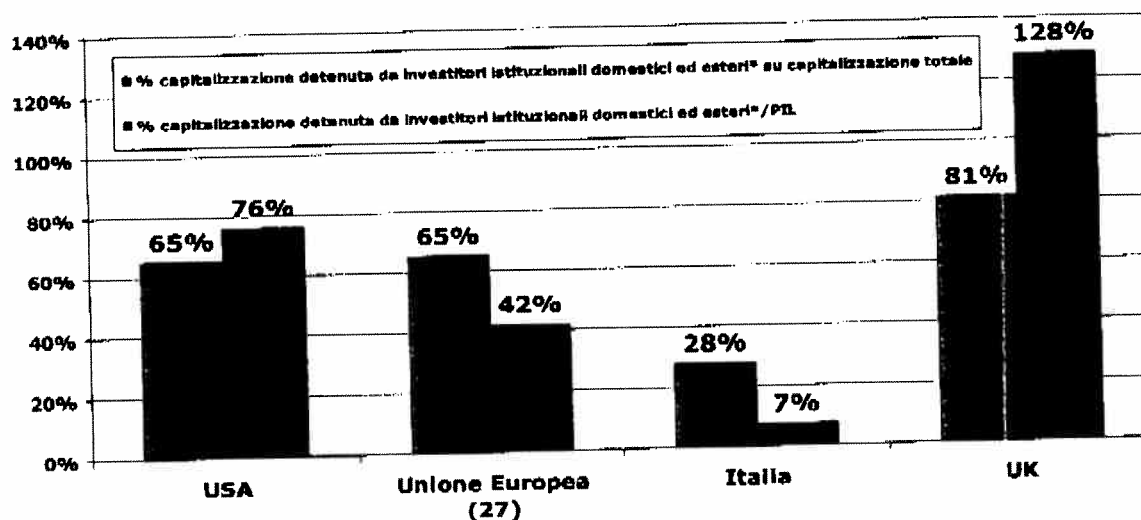
⁶ Alla fine del 2008, dopo circa 4 anni dall'avvio del mercato *Expandi* - il comparto del mercato di Borsa creato per dare impulso alla quotazione di imprese di minori dimensioni poi accorpato con l'MTA - risultavano quotate su detto mercato soltanto 39 società, fra cui due banche (aventi entrambe una capitalizzazione di mercato superiore a 2 miliardi di euro).

⁷ L'iniziativa denominata "listing SME" prevede di: i) favorire il *private placement* attraverso soglie più elevate di esenzione dalla predisposizione dei prospetti; ii) snellimento dei prospetti stessi, nell'ottica di richiedere requisiti informativi proporzionati alla dimensione d'impresa; iii) maggiore flessibilità per gli aumenti di capitale; un regime IFRS⁷ proporzionato per la pubblicazione delle informazioni finanziarie; iv) favorire l'attività dei *liquidity provider* per incrementare la liquidità dei titoli sul mercato; v) creare fondi UCITS (Undertakings Collective Investment Transferable Securities) specializzati nell'investimento in PMI; vi) creare una piattaforma di mercato per le PMI a livello europeo.

nel listino. Lo status di emittente quotato nei mercati regolamentati comporta, infatti, l'applicazione di un plesso di norme, per buona parte di derivazione comunitaria, la cui *compliance* è particolarmente onerosa. Si fa riferimento, tra gli altri, agli obblighi di trasparenza e segnalazione al mercato, agli obblighi di segnalazione alla Consob, nonché alla predisposizione dell'informativa finanziaria periodica.

c) Carenza di investitori istituzionali

In Italia il ruolo degli investitori istituzionali domestici sul mercato azionario è molto contenuto. Dal grafico riportato di seguito emerge che la quota di capitalizzazione di borsa detenuta da investitori istituzionali (banche incluse) rispetto alla capitalizzazione totale del mercato è pari al 28%. Il confronto con la realtà europea ed internazionale mostra che negli USA e nell'Unione Europea tale rapporto è pari al 65% mentre nel Regno Unito raggiunge l'81%. Il grafico mostra che anche rispetto al PIL, la capitalizzazione detenuta dagli investitori istituzionali è più bassa in Italia rispetto alle altre piazze finanziarie ed all'Europa nel suo complesso.



Note: (*) banche incluse tra gli investitori istituzionali; i dati sulla capitalizzazione si riferiscono al main market al 31/8/2010; i dati sulla percentuale di capitalizzazione detenuta da investitori istituzionali si basano su elaborazioni ABI su dati di Borsa Italiana (dati 2008 per Italia e dati 2005 per altri Paesi; nel 2005 i dati italiani erano pari a 37% e 10%, al 2008 risultano pari a 28% e 7%); i dati del PIL si riferiscono al 31/12/2009

In tale scenario, si riscontra in particolare una specifica carenza di fondi specializzati in imprese a ridotta capitalizzazione. Al momento, infatti, solo 8 fondi di diritto italiano sono dedicati in prevalenza alle *small cap* (investendo peraltro significative quote del patrimonio in imprese di dimensioni medio-grandi negoziate sull'MTA). Dall'analisi dell'*asset allocation* di detti fondi emerge infatti che la capitalizzazione di mercato media dei primi 5 titoli in cui gli stessi investono è sempre superiore al miliardo di euro.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sul tema va altresì segnalata la recente costituzione di un *Advisory Board* dedicato ai mercati delle piccole e medie imprese - promosso da Borsa Italiana a cui partecipano tutte le categorie di soggetti coinvolti nel mercato - con l'obiettivo di ristrutturare i mercati italiani delle PMI e favorire l'offerta di quotazione dedicata a tali imprese nel contesto italiano, attraverso specifiche iniziative e strategie di sviluppo dei suddetti mercati, che prevedono anche una revisione del ruolo dei diversi attori coinvolti.

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

5. Gli intermediari specializzati nel *listing* azionario

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

- ad una ridotta domanda di quotazione da parte delle imprese, per i motivi già ricordati in precedenza;
- al fatto che i servizi relativi alla quotazione sono servizi ad alta specializzazione con una forte componente di consulenza/assistenza, per cui, anche in considerazione della scarsa domanda di cui sopra, non tutti gli intermediari sono in grado di svolgere tale attività;
- al fatto che gli stessi intermediari, nell'ambito del processo di quotazione di un'impresa, possono ricoprire più ruoli (*sponsor*, *specialist*, responsabile del collocamento, etc.).

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

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

Lo *sponsor*, in particolare, collabora con l'emittente nella procedura di ammissione a quotazione degli strumenti finanziari ai fini di un ordinato

AUDIZIONI ABI - 2011

svolgimento della stessa. Esso è tenuto a rilasciare una serie di attestazioni/dichiarazioni relative, fra l'altro, alla presenza di un adeguato sistema di controllo di gestione.

Si tratta di un incarico che richiede competenze diverse rispetto a quelle degli intermediari che effettuano collocamenti, la cui attività si focalizza su valutazioni del *business plan* e su valutazioni di carattere economico/finanziario e patrimoniale dell'emittente.

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

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

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

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

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

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

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

Con la privatizzazione dei mercati, attuata con il Testo Unico della Finanza, le competenze in tema di ammissione a quotazione (c.d. *listing*) tra la CONSOB e le società di gestione del mercato (la Borsa Italiana) sono state ripartite: la CONSOB approva il prospetto di offerta dei titoli, mentre Borsa Italiana delibera l'ammissione a quotazione dell'emittente, subordinatamente all'approvazione da parte della CONSOB del prospetto di offerta e di una attenta attività di analisi e valutazione dell'impresa quotanda.

La scelta operata da Borsa Italiana, responsabile dell'attività di ammissione a quotazione, è stata quella di subordinare l'ammissione a quotazione a concrete verifiche di merito (*due diligence*) e non solo all'esistenza di requisiti formali dell'emittente⁸.

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

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

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

Tale circostanza ha creato uno svantaggio competitivo, nel processo di ammissione a quotazione, per il mercato italiano rispetto ai mercati di

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

quotazione degli altri Stati UE, che si ripercuote negativamente sulla competitività delle imprese italiane rispetto a quelle europee.

Va tuttavia segnalato che nel 2009, nell'ambito delle modifiche al Regolamento Emittenti CONSOB volte a completare il recepimento della direttiva in tema di prospetti, è stato fra l'altro previsto un limite temporale massimo per la procedura di approvazione dei prospetti⁹.

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

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

7. Conclusioni

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

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

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

AUDIZIONI ABI - 2011

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

- ❖ *Dimensioni modeste del mercato azionario italiano*: tale mercato è caratterizzato da dimensioni modeste se rapportato ai principali Paesi europei (296 società quotate alla fine del 2009 contro, ad esempio, le quasi 3.000 del London Stock Exchange), anche in considerazione del rilevante ruolo del canale bancario nelle passività delle imprese (la somma di obbligazioni e azioni quotate supera appena il 12% delle passività totali delle imprese, contro un valore prossimo al 50% per i prestiti). La quotazione resta comunque un'opzione rilevante per la crescita delle imprese, valorizzata anche dalle banche che, nel processo di *listing*, svolgono ruoli importanti;
- ❖ *Difficoltà strutturali e culturali delle imprese a quotarsi sui mercati, tenuto conto fra l'altro, dei limiti dimensionali, della concentrazione della proprietà a livello familiare e delle resistenze di tipo culturale nei confronti dell'apertura del capitale a terzi*: far crescere il mercato italiano dei capitali e mettere in campo iniziative che favoriscano un'inversione di tendenza dal punto di vista culturale ed una crescita complessiva della dimensione del sistema imprenditoriale italiano. Al riguardo, un primo passo potrebbe essere quello di ridurre alcune distorsioni nelle scelte di finanziamento delle imprese motivate dall'esistenza di un favore fiscale per le forme di indebitamento rispetto al capitale proprio;
- ❖ *Elevati costi per la quotazione*: favorire lo sviluppo dei mercati dedicati alle PMI per consentire alle imprese di minori dimensioni la quotazione a costi inferiori e con procedure più snelle facendo tra l'altro ricorso ad iniziative di semplificazione del quadro normativo e procedurale;
- ❖ *Carenza di investitori istituzionali domestici sul mercato azionario*: introdurre strumenti che incentivino lo sviluppo di tali investitori nell'ottica di colmare il "gap" attualmente esistente sul nostro mercato rispetto ad altre piazze europee, ad esempio introducendo agevolazioni di carattere fiscale per i sottoscrittori di quote di veicoli specializzati nell'investimento in società a ridotta capitalizzazione quotate su mercati quali l'AIM Italia. In tale ottica, dovrebbe essere operata altresì una revisione della disciplina della tassazione dei fondi comuni, che possa rimediare agli squilibri attualmente esistenti tra i fondi di diritto italiano e quelli di diritto estero;
- ❖ *Responsabilità degli intermediari*: intervenire sulla regolamentazione dell'attività degli intermediari coinvolti nel processo di quotazione, in particolare sponsor e responsabile del collocamento, nell'ottica di meglio bilanciare il rapporto tra le attività sulle quali gli stessi hanno competenze specifiche e le responsabilità attribuite dalla normativa; in tal modo si potrebbero ridurre anche i costi a carico degli emittenti;

- ❖ *Carenze nei processi di approvazione dei prospetti di offerta ed ammissione a negoziazione:* individuare criteri e modalità che consentano alla CONSOB di effettuare le verifiche previste maggiormente in linea con la normativa e le prassi europee, garantendo maggiori certezze sui tempi di approvazione dei prospetti, nel rispetto di elevati standard qualitativi di protezione degli investitori.

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