

**Audizione del dott. Stefano Cappiello**

*Dirigente Generale della Direzione Regolamentazione e Vigilanza del Sistema  
Finanziario.*

*Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro.*

**Disegno di legge A.S. 674 “Interventi a sostegno della competitività dei  
capitali”**

**Roma, 20 Giugno 2023**

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

desidero innanzitutto ringraziare questa Commissione per l'opportunità fornita con questo ciclo di audizioni, che consente di proseguire e portare a compimento, nella sede istituzionale più appropriata, un confronto che abbiamo avviato un anno e mezzo fa con il "Libro Verde del MEF sulla competitività dei mercati finanziari a supporto della crescita" (Libro Verde MEF).

Confidiamo che, anche grazie ai contributi che stanno pervenendo da queste audizioni e al conseguente apporto di questa Commissione e del Parlamento, si potrà portare a termine in tempi relativamente rapidi l'intervento normativo, diretto ad attivare una strategia di potenziamento dell'ordinamento dei mercati finanziari a servizio dell'economia reale, preservando l'adeguato bilanciamento tra i diversi "interessi pubblici" coinvolti.

Nel rendermi disponibile a rispondere ai Vostri eventuali quesiti, organizzerò il mio intervento in tre punti:

- 1.** illustrazione del contesto di riferimento, nazionale e internazionale, sulla base del quale sono emerse le riflessioni e gli obiettivi di politica economica e del diritto che hanno portato all'iniziativa del Libro Verde MEF e alla definizione del provvedimento sottoposto al Vostro esame
- 2.** descrizione dell'impostazione e del metodo di lavoro adottato dal Dipartimento del Tesoro, caratterizzato dall'ampio coinvolgimento delle parti interessate, sia private sia pubbliche
- 3.** breve disamina delle aree della normativa su cui il disegno di legge interviene, riportando le motivazioni sottese e gli effetti attesi.

Concluderò con alcuni spunti su ulteriori tematiche che potrebbe essere opportuno affrontare nel solco dell'iniziativa in discussione oggi e con un'ottica di medio lungo termine.

## **1. CONTESTO E FINALITÀ DELL'INTERVENTO NORMATIVO.**

Il disegno di legge in esame introduce misure finalizzate a **migliorare strutturalmente la competitività** del mercato dei capitali italiano. Ciò è fondamentale per accompagnare e sostenere la ripresa che si è andata consolidando in questi ultimi anni e **affrontare le sfide della transizione digitale e ambientale** che attendono il nostro paese.

In un contesto di accentuata competizione tra mercati finanziari, a livello non solo europeo (post Brexit) ma anche internazionale, **il mercato dei capitali italiano manifesta una condizione di ritardo rispetto a quelli delle altre economie avanzate.**

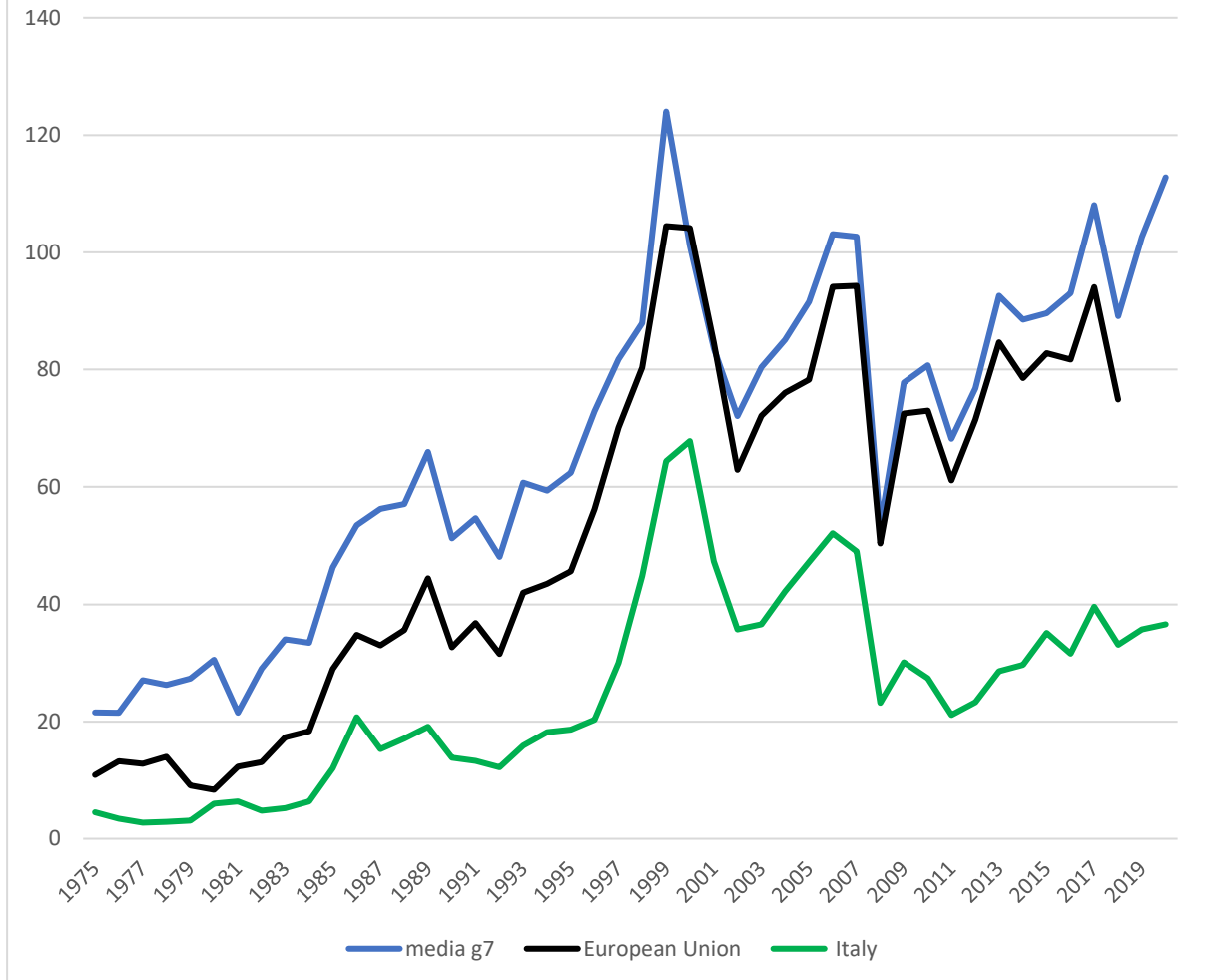
Ciò è dovuto sia a debolezze strutturali dell'ecosistema di riferimento, ancora legato ad un modello di finanziamento tipicamente bancocentrico, sia alla presenza di alcuni ostacoli di natura normativa e regolamentare, che si sono stratificati negli anni e su cui abbiamo inteso intervenire con il provvedimento in esame

Prima di passare ad illustrare la *ratio* e l'articolazione di quest'ultimo, è opportuno preliminarmente ricordare alcune evidenze ed elementi che sostanziano il ritardo cui si è appena accennato e spiegano quindi l'esigenza e le finalità del provvedimento in esame.

### **1.1 Il peso della finanza di mercato rispetto all'economia italiana nel suo complesso.**

Nell'ultimo decennio, **il rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia è pari al 33 % (Relazione annuale Consob 2023)**, un dato inferiore a quelli che si registrano nei principali paesi europei e a livello internazionale

## Capitalizzazione/PIL, confronto internazionale



Fonte: Assonime 2023

Il *gap* nel rapporto capitalizzazione/PIL è:

- Particolarmente evidente nei confronti di Francia e Olanda (oltre 1 a 4) e del Regno Unito (superiore a 1 a 3);
- notevole anche con riguardo a Germania e Spagna (in cui il rapporto **tra capitalizzazione di mercato e PIL è del 50%**)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Fonte: Elaborazione dati Euronext a dicembre 2022.

EUR Tn	Euronext Venues							Other Venues				
	Paris	Milan	Oslo	Brussels	Amsterdam	Lisbon	Dublin	Frankfurt	Zurich	Madrid	Luxembourg	London
Total Mkt Cap	3.44	0.66	0.38	0.32	1.26	0.08	0.13	1.77	1.72	0.62	0.05	2.90
Nominal GDP	2.64	1.91	0.53	0.55	0.94	0.24	0.50	3.86	0.78	1.33	0.08	2.81
<b>Ratio</b>	1.3x	0.3x	0.7x	0.6x	1.3x	0.3x	0.3x	0.5x	2.2x	0.5x	0.6x	1.0x

**Fonte: Euronext, 2023**

## 1.2 Dimensione dei mercati nazionali.

Se in passato le privatizzazioni hanno inciso in maniera decisiva nell'aumentare la massa del mercato dei capitali, condizione necessaria per raggiungere adeguate economie di scala, negli ultimi anni tale massa critica si è contratta.

**Una prima evidenza** dell'esigenza di intervenire emerge guardando a **quante società accedono ai nostri mercati e a quante invece li abbandonano** a favore di mercati privati (M&A e private equity) o a favore di altre piazze finanziarie (cd. listing shopping).

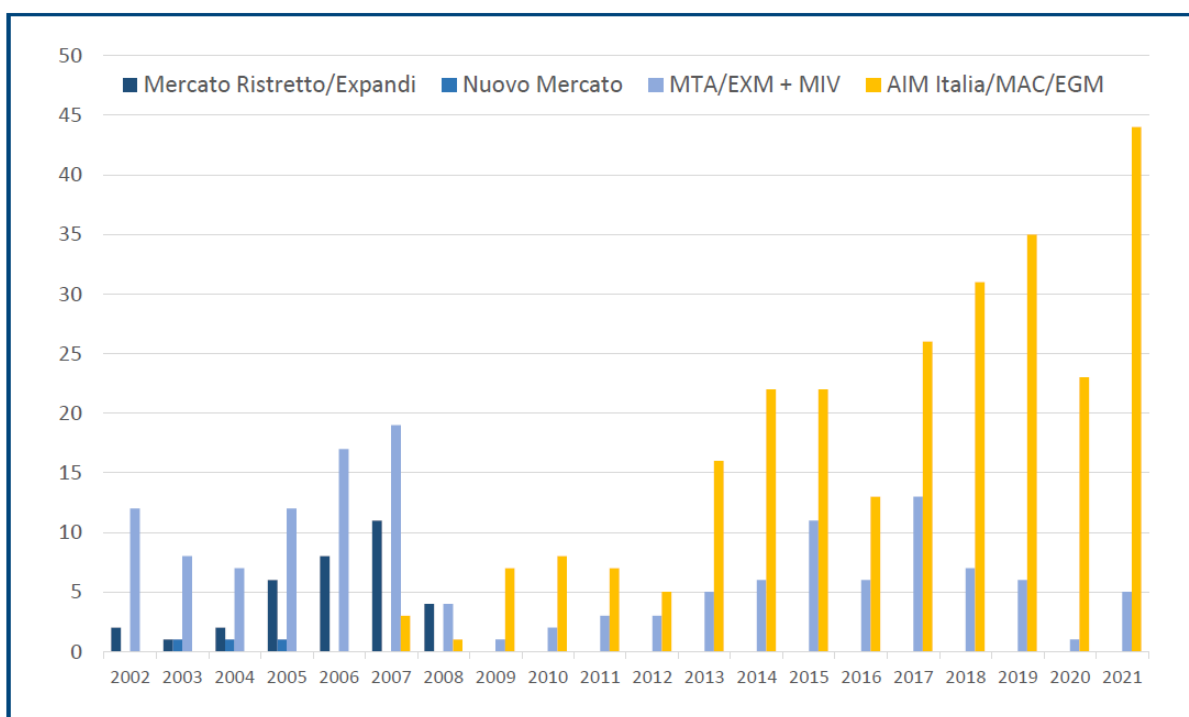
Il numero di **nuove quotazioni negli ultimi cinque anni** sul Mercato Regolamentato di Borsa Italiana (Euronext Milan), pur in linea con una tendenza decrescente a livello internazionale<sup>2</sup>, **risulta inferiore rispetto a Parigi, Francoforte e, ancor di più, di Londra.**

In un recente studio<sup>3</sup> sono state analizzate le IPO del mercato italiano, francese e tedesco nel periodo 2006-2021. **Il numero totale delle quotazioni italiane è il 50% del totale, ma rappresenta soltanto il 26% del volume complessivo delle operazioni.** Il nostro mercato è caratterizzato da offerte di ridotte dimensioni, in comparazione con gli altri mercati continentali, ed è il riflesso della composizione del panorama di riferimento delle imprese.

<sup>2</sup> A livello globale, il numero di IPO è risultato infatti in diminuzione del 45%, analogamente la raccolta è diminuita per un ammontare pari a circa il 60% rispetto all'anno precedente.

<sup>3</sup> *Capital Markets Investors*, M. Zava, in *Capital Markets, Perspectives Over The Last Decade*, Caselli e Gatti, 2023.

In questo contesto, **una nota di segno positivo viene dal mercato di crescita dell'AIM<sup>4</sup> (ora Euronext Growth Market - EGM)**, che svolge un ruolo significativo nelle IPO italiane (come evidenziato nel grafico seguente), e rappresenta l'82% delle operazioni e il 19% in controvalore. È una proporzione più ampia rispetto alla Francia (30% delle operazioni e 3% in controvalore) e della Germania (12% delle operazioni e 3% in controvalore).



Flusso di nuove ammissioni sui listini azionari di Borsa Italiana dal 2002 al 2021. Sono escluse le imprese di MTA International/ Global Equity Markets e i trasferimenti da altri listini verso il listino principale. **Fonte: Sliding doors: il fusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021), Politecnico di Milano – Intermonte, 2023**

**Il fenomeno più rilevante riguarda invece i “delisting”**, che riducono la dimensione e la profondità dei mercati dei capitali. Come ha recentemente ricordato Consob nella sua Relazione annuale al mercato, nel corso del 2022 le operazioni direttamente

<sup>4</sup> Negli ultimi 11 anni (2012-2022), l'incremento netto delle società quotate (nuove ammissioni al netto delle delisting) sui mercati di Borsa Italiana è positivo con 119 nuove società quotate, ma se si considera il solo listino principale (Mercato Regolamentato-Euronext Milano) l'impatto netto è un calo di 71 società.

finalizzate o comunque associate al delisting dei titoli azionari oggetto di offerta (o obbligo d'acquisto) sono state 20 (in crescita rispetto alle 14 nel 2021). Il delisting si è realizzato in 18 casi, per una capitalizzazione pari nel complesso a circa 28,7 miliardi di euro. **Significativo è il saldo, nell'arco degli ultimi dieci anni, tra IPO e *delisting*, che è stato negativo per 46 miliardi.**

Infine, per quanto concerne il **mercato secondario, l'Italia risulta in una posizione arretrata rispetto ai principali paesi europei, che peraltro già mostrano un *gap* significativo nel volume del capitale raccolto** rispetto alle principali piazze finanziarie internazionali. Negli ultimi 5 anni, il volume raccolto tramite aumenti di capitale da parte delle società già quotate è stato in Italia pari a solo 2 mld di euro l'anno, a fronte di 4 mld in Olanda, 8 mld in Spagna, 11 in Svezia e Francia, 20 in Germania e 37 nel Regno Unito.

### **1.3 Il deficit di flottante delle imprese italiane**

Lo scarso ricorso ai mercati nonché un sistema di diritto societario che richiede di mantenere livelli significativi di partecipazioni azionarie per poter esercitare diritti nelle assemblee, si riflette in un livello sensibilmente più basso di flottante delle nostre società<sup>5</sup>.

**Il basso livello di flottante unito alla bassa capitalizzazione riduce a sua volta la quota delle società quotate italiane negli indici internazionali** che guidano gli investimenti dei fondi «passivi», oggi dominanti.

L'Italia pesa per circa il 3% nel MSCI Europe Index<sup>6</sup> (indice azionario europeo che include nel suo paniere 435 titoli di aziende a media-grande capitalizzazione,

---

<sup>5</sup> <https://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Italy.pdf>

<sup>6</sup> Indice azionario europeo che include nel suo paniere 435 titoli di aziende a media-grande capitalizzazione, rappresentative di 15 mercati sviluppati del continente europeo – l'MSCI Europe replica circa l'85% della capitalizzazione di mercato complessiva. Le Nazioni rappresentate dal benchmark sono: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

rappresentative di 15 mercati sviluppati del continente europeo), rispetto a un peso del 28% per il Regno Unito, del 17% per la Francia e del 15% per la Germania

#### **1.4 La valenza strategica di un mercato di capitali sviluppato.**

Lo sviluppo del mercato dei capitali costituisce un **tassello fondamentale per la realizzazione degli investimenti in digitalizzazione, innovazione e sostenibilità** necessari per raggiungere gli obiettivi strategici posti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

L'impulso dato alla crescita dal PNRR deve essere necessariamente accompagnato e supportato da mercati di capitali efficienti che operino in maniera complementare e in sinergia con il settore pubblico e il canale bancario.

Porre rimedio al cronico sottodimensionamento dei mercati azionari è fondamentale per accrescere la resilienza del sistema economico, raggiungere una migliore condivisione dei rischi e una diversificazione delle fonti di finanziamento per le aziende.

Questi elementi sono essenziali per rendere il sistema capace di affrontare gli shock e le crisi, come nel caso della pandemia o della guerra in Ucraina.

## **2. LA TIPOLOGIA DI INTERVENTO E IL METODO SEGUITO**

È in tale contesto che il MEF, ha avviato un'analisi sistematica sulla competitività delle regole del mercato dei capitali e del diritto societario nazionale volta ad aumentare la propensione di imprese e investitori italiani ad accedere al mercato dei capitali. Tale analisi si è posta in continuità con quella inizialmente condotta, su richiesta del Governo italiano e con il supporto della Commissione Europea, dall'OECD nel rapporto "*Capital Market Review Italy 2020*" e, successivamente, sviluppata nel Libro Verde MEF ("*La competitività dei mercati finanziari Italiani a supporto della crescita*") pubblicato nel



2022 con la finalità di stimolare il dibattito e ricevere ulteriori indicazioni da tutte le parti interessate.

Prima di entrare nel dettaglio di alcune delle principali misure vorrei condividere due rapide annotazioni sulla **tipologia dell'intervento** e il **metodo di lavoro** che è stato seguito.

## **2.1 La leva ordinamentale**

Mi preme sottolineare che si tratta di un intervento che agisce *sull'ordinamento giuridico e amministrativo nel suo complesso*, con **misure che operano e insistono su piani diversi, dall'insieme delle regole nelle sue varie articolazioni (norme primarie, secondarie, autoregolamentazione)<sup>7</sup> a quello applicativo e delle prassi amministrative e di giustizia.**

La regolamentazione, e i presìdi da essa imposti, hanno un ruolo fondamentale nel determinare il corretto funzionamento dei mercati e la tutela degli interessi delle parti, con un'attenzione particolare alle parti più esposte al rischio di un'inadeguata consapevolezza delle caratteristiche degli investimenti che si compiono, come gli investitori al dettaglio. **Tuttavia, a vincoli più stringenti rispetto a quanto richiesto del diritto europeo armonizzato (il c.d. *gold plating*) non necessariamente corrisponde una maggiore tutela sostanziale del risparmio**, soprattutto se tali vincoli comportano un sottosviluppo del mercato che limita le opportunità di investimento, con effetti controproducenti rispetto all'obiettivo di tutela perseguito. Nell'intervenire sulle aree dell'ordinamento interessate da *gold plating* si è quindi proceduto seguendo un approccio pragmatico, rivolto ad esaminare – con l'ausilio delle autorità – la sostanza e alla necessità dei presìdi di volta in volta considerati.

---

<sup>7</sup> Infatti alcuni degli interventi complementari a questo DDL sono stati già posti in essere mediante modifiche di decreti ministeriali (in tema di soglia di accesso ai Fondi di Investimento Alternativi Chiusi), del regolamento di Borsa Italiana, di regolamenti e linee guida emanati dalla Consob.

In questo senso, l'intervento in questione muove dal presupposto e dalla constatazione che **la competitività dell'ordinamento è una variabile decisiva nelle scelte di allocazione degli investitori, italiani ed esteri**. In tale prospettiva, **lungi dal voler essere esaustivo, questo intervento mira ad attivare un percorso di riforme ordinamentali di carattere strutturale, che non implicano oneri a carico del Bilancio dello Stato**<sup>8</sup>

## **2.2 Il metodo di lavoro**

Quanto al metodo di lavoro seguito, come detto, vorrei evidenziare brevemente che si tratta di un'iniziativa promossa dal MEF **ma condotta in modo corale e con approccio "di sistema", con la partecipazione di tutti gli attori, pubblici e privati rilevanti**. Hanno infatti attivamente partecipato i regolatori nazionali (Banca d'Italia e Consob), nonché le associazioni di categoria e i singoli operatori secondo un **approccio di governance condivisa**, in grado di far emergere proposte e condurre verifiche di impatto, anche con una consultazione pubblica ad esito della quale sono state definite le concrete azioni da attuare.

## **3. LE AREE DI INTERVENTO.**

Le analisi svolte nell'ambito sopra descritto hanno individuato quattro iniziali macro-aree ritenute meritevoli di quegli specifici interventi di modernizzazione e semplificazione poi effettivamente collocati nello schema di provvedimento.

**La prima area di intervento (articoli 1-16)** del disegno di legge, riguarda le **"Semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali"** e consta di misure funzionali **ad agevolare l'accesso delle imprese ai mercati regolamentati e a favorirne l'apertura del capitale e la loro permanenza**.

---

<sup>8</sup> Dal DDL discendono solo i limitati (e inevitabili) oneri per le disposizioni sulla dematerializzazione delle quote di srl, particolarmente rilevante per un tessuto economico caratterizzato in misura maggiore, rispetto alle altre economie europee, dalla presenza di imprese di piccole dimensioni.

In questo senso ricordo la proposta di semplificazione dei requisiti di ammissione ai mercati di Borsa (**ART. 9 DDL**), il potenziamento del voto multiplo nella fase di pre-quotazione (**ART. 13 DDL**), la maggiore certezza giuridica sui tempi di approvazione del prospetto informativo.

In una logica di proporzionalità, un'attenzione particolare è stata dedicata inoltre alle PMI a partire da una nuova definizione (**ART. 2 DDL**) e attraverso l'introduzione della possibilità di dematerializzare le proprie quote (**ART. 3 DDL**) e, per le PMI quotate su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali (**ART. 5 DDL**)<sup>9</sup>.

L'ordinamento societario è inoltre destinatario di modifiche volto a renderlo più efficiente e moderno, in un'ottica di maggiore valorizzazione dell'autonomia statutaria. Vorrei menzionare ad esempio la proposta dedicata allo svolgimento delle assemblee tramite rappresentante designato dalla società, e la proroga della validità delle misure di semplificazione per gli aumenti di capitale previste allo scoppio della pandemia da Covid (**Art. 8 DDL**)<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> **Art. 2) Estensione della definizione della categoria di PMI emittenti azioni quotate:** modifica nozione di PMI mediante innalzamento della soglia delle PMI ad euro 1 miliardo al fine di facilitare la quotazione delle PMI mediante transito da un mercato di crescita (*SME Growth Market*) ad un mercato regolamentato.

**Art. 3) Dematerializzazione,** nel sistema di gestione accentrata, delle quote "standardizzate" di PMI italiane costituite nella forma delle srl al fine di consentire l'emissione in forma scritturale delle quote standardizzate di S.r.l.-PMI e agevolarne la circolazione (verrebbero meno diritti di segreteria presso camere di commercio e bollo).

**Art. 5) Introduzione della possibilità per le società aventi azioni negoziate su Multilateral Trading Facility (MTF) della facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali in ragione della progressiva internazionalizzazione delle sedi di negoziazione diverse dal mercato regolamentato.**

**Art. 1) Implementazione di tecniche alternative per l'ammissione alla negoziazione:** in linea con le prassi internazionali trattasi di intervento volto ad ampliare i casi di esenzione dalla disciplina delle offerte fuori sede in casi di c.d. "auto-collocamento", al fine di ampliare la possibilità di auto-collocamento per una società italiana che ad oggi risulta invece limitata

<sup>10</sup> **Art. 12) Svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate** che consente, ove previsto dallo statuto, lo svolgimento dell'assemblea delle società quotate esclusivamente tramite il rappresentante designato dalla società in un'ottica di semplificazione e celerità dell'operatività delle assemblee, in considerazione del fatto che oramai l'assemblea ha perso la sua funzione informativa, di dibattito e di confronto essenziale al fine della definizione della decisione di voto da esprimere.

**Art. 13) Disposizioni in materia di voto plurimo** prevedendo l'incremento da tre a dieci del numero di voti da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo. Tale disposizione, che si applicherebbe solo alle nuove quotazioni, è volta a potenziare la flessibilità del nostro ordinamento societario e ad evitare che la minoranza possa imporre il proprio potere decisionale. La modifica non si applica alle società quotate.

**Art. 15) Semplificazione del regime di vigilanza sulle Sicav e Sicaf eterogestite** prevede misure volte a semplificare la disciplina delle Sicav e Sicaf eterogestite, al fine di favorire lo sviluppo della gestione collettiva del risparmio, anche nell'ottica di incoraggiare l'investimento indiretto del capitale privato nell'economia reale.

Per quanto concerne **la seconda area, che interessa il lato degli investitori, professionali e al dettaglio**, le misure sono orientate a stimolare specificamente una loro maggiore partecipazione ai mercati così da **facilitare l'attività di *fund raising* per gli emittenti**<sup>11</sup>.

In questo senso va letta la proposta di includere gli enti previdenziali privati tra le controparti qualificate (**art. 14 DDL**) e le semplificazioni del regime di vigilanza di Sicav e Sicaf eterogestite (**art. 15 DDL**).

Circa l'auspicio di **una partecipazione maggiore e allo stesso tempo informata degli investitori al dettaglio**, segnalo (**ART. 21 DDL**) le misure in materia di educazione finanziaria, che prevedono che tra i principi, le competenze e gli obiettivi di apprendimento dell'insegnamento scolastico dell'educazione civica vi sia anche l'educazione finanziaria.

**Una terza area di intervento (Articoli da 17 a 20)** concerne la **disciplina delle Autorità nazionali di vigilanza**. Il buon funzionamento di un'economia di mercato non dipende solo dall'adeguatezza del quadro regolamentare. **Accanto a norme chiare e di qualità è altrettanto essenziale un processo di *enforcement* amministrativo che sia**

---

**Art. 16) Semplificazione delle modalità di rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto in assemblea** prevede la possibilità di conferire a un gestore di portafogli il potere di esercitare i diritti di voto per più assemblee, eliminando qualsiasi riferimento alla procura in forma scritta valida per una sola assemblea

<sup>11</sup> Segnatamente, concernono:

- la rimozione di taluni vincoli all'investimento diretto in titoli di debito emessi dalle società di capitali (sia spa sia srl) per alcune particolari tipologie di investitori (i c.d. "professionali"), tramite la rimozione di vincoli (garanzie solvibilità emittente e limitazioni alla successiva circolazione) che si riflettono, attualmente, in un innalzamento dei costi della provvista a carico degli emittenti (**Art. 7 Modifica in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata**);

- l'inclusione delle casse di previdenza (Enti previdenziali che assicurano trattamento pensionistico di primo pilastro a talune categorie di professionisti e lavoratori autonomi) tra i "clienti professionali di diritto", misura che elimina costi amministrativi (e monetari) sostenuti allorquando da "cliente non-professionale" si vuole accedere a determinate forme di investimento (**Art. 14**);

- la possibilità per i gestori attivi di investire, per conto di clienti *retail* e con le adeguate tutele, in mercati riservati ai professionali, rendendoli più spessi e liquidi (**Art. 16 Semplificazione delle modalità di rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto in assemblea** prevede la possibilità di conferire a un gestore di portafogli il potere di esercitare i diritti di voto per più assemblee, eliminando qualsiasi riferimento alla procura in forma scritta valida per una sola assemblea).

Queste norme si aggiungono ad alcune delle norme ricomprese nella prima area che pure facilitano il finanziamento delle società, e la partecipazione degli investitori, professionali e non, alla loro *governance*.

**efficiente ed efficace.** In tale ambito si è ritenuto opportuno procedere ad una definizione più accurata del perimetro di responsabilità civile dei funzionari delle Autorità di vigilanza, tenuto anche conto dell'approccio di altri Paesi europei<sup>12</sup>, prevedendo che l'azione risarcitoria possa essere esperita direttamente contro l'Autorità di regolazione unicamente nei casi di violazione di leggi e regolamenti sulla cui osservanza è mancata la vigilanza dell'Autorità stessa (**ART 17 DDL**).

Infine, ulteriori interventi proposti concernono il regime di incompatibilità del personale, anche dirigente, delle Autorità di regolazione. In tale ottica viene introdotta la modifica dell'attuale disciplina del c.d. *cooling off e cooling in*<sup>13</sup>, **il cui fine è quello di non disincentivare l'accesso presso le Autorità di personale qualificato riducendo i vincoli ex ante ed ex post per lo svolgimento dei predetti incarichi.**

Da ultimo, ricordo che in origine – come prospettato già nel Libro Verde MEF – **era previsto che l'intervento ricomprendesse anche misure in materia di finanza digitale.** Esse sono state poi espunte e sono confluite nel decreto-legge n. 25 del 17 marzo 2023, con cui si è assicurato che fosse per tempo attuato il regolamento UE 2022/858, in materia **di** infrastrutture di mercato basate su tecnologie a registro distribuito (*distributed ledger technology – DLT*) e **si è introdotta una disciplina nazionale, di carattere sistematico, per l'emissione e la circolazione di strumenti finanziari su DLT. Il Decreto ha inoltre facilitato l'accesso al regime di sperimentazione per prodotti e servizi finanziari tecnologicamente avanzati (la c.d. sandbox regolamentare).**

---

<sup>12</sup> Le Autorità del Regno Unito, della Francia e dei Paesi Bassi non sono considerate responsabili nel caso in cui il prospetto risulti falso inesatto o incompleto. L'approvazione da parte delle predette Autorità non implica che le stesse abbiano espresso un giudizio sull'accuratezza o completezza delle informazioni fornite. Analogamente, i funzionari preposti alla revisione del prospetto non sono personalmente responsabili nel caso in cui il prospetto sia falso, impreciso o incompleto

<sup>13</sup> **Art. 18) Modifiche alla disciplina delle incompatibilità per i componenti e i dirigenti della Consob, della Banca d'Italia e dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni** mediante la riduzione del periodo di incompatibilità, da due anni a un anno, del personale delle Autorità di regolazione.

## CONCLUSIONI

Il dibattito sviluppatosi su questo disegno di legge, sin dalla fase dei lavori preparatori, ha conseguito innanzitutto un importante risultato: avviare una riflessione, di carattere sistematico, sulla necessità di innovare l'ordinamento e improntarlo a caratteri di stabilità, competitività e certezza delle regole, a beneficio della platea di tutti gli operatori e investitori.

Questo primo intervento può dare avvio ad un ulteriore e più incisivo processo di riforma. Nei prossimi mesi saranno completati i negoziati, in sede europea, su di un insieme di misure legislative - di nuova emanazione o di aggiornamento delle esistenti - rientranti nel c.d. progetto dell'Unione dei mercati dei capitali<sup>14</sup>. Seguirà un periodo di pausa nell'attività legislativa europea (anche a causa delle elezioni per il rinnovo del Parlamento europeo ed all'insediamento della nuova Commissione) nel corso del quale, acquisita la necessaria stabilità del quadro normativo euro-unitario, vi saranno le condizioni per riflettere ed intervenire sulle fonti regolamentari nazionali.

In questo senso, ad esempio, i tempi potrebbero essere considerati maturi per avviare una revisione complessiva ed organica della legislazione finanziaria italiana che assicuri una piattaforma regolamentare e di supervisione pubblica coerente con la strategia per la crescita dei mercati, semplificando e velocizzando i processi decisionali sull'esempio di altri Paesi Europei.

La revisione, in primo luogo, potrebbe interessare il Testo Unico dell'intermediazione Finanziaria, ma anche il Testo Unico Bancario e il Codice delle Assicurazioni private che, come il primo, risentono – non solo dal punto di vista formale della tecnica legislativa

---

<sup>14</sup> Si fa riferimento ai negoziati riguardanti: (i) **le direttive** sui requisiti prudenziali delle imprese di assicurazione, sui fondi alternativi di investimento, sui servizi finanziari al dettaglio e (ii) **i regolamenti** in materia di prospetto, abusi di mercato, fondi europei di investimento a lungo termine, infrastrutture di negoziazioni di mercato, controparti centrali, depositari centrali, istituzione di un punto di accesso unico alle informazioni societarie.

– di stratificazioni e di mancanza di organicità, anche a causa dell’incessante lavoro di adeguamento alla produzione normativa europea.

**Le misure contenute nel presente disegno di legge potrebbero rappresentare, quindi, solamente il primo tassello di una più ampia strategia di riforma dell’intera architettura del mercato italiano dei capitali e non il punto di arrivo,** mantenendo in particolare alta l’attenzione sulla necessità di sviluppare una base più ampia di investitori domestici, istituzionali e privati. In questo senso il Libro Verde già accennava all’opportunità di potenziare il ruolo di imprese di assicurazione e fondi pensione quali investitori di lungo periodo.

Concludo ringraziando nuovamente e con la certezza che dalle audizioni in corso emergeranno stimoli e riflessioni che ci consentiranno di compiere nel migliore dei modi i prossimi passi.