



Lectio Magistralis

“Il Mercato finanziario: problemi e prospettive”

Intervento del Presidente Giuseppe Vegas
all'Università degli studi di Catania

10 aprile 2014

1. La difficile congiuntura dell'economia italiana e i segnali di ripresa

Sappiamo tutti che l'economia italiana sta affrontando un periodo di profonda difficoltà, anche se i primi deboli segnali di ripresa emersi negli ultimi mesi ci lasciano ben sperare per il futuro.

Dal punto di vista dei mercati finanziari, la congiuntura negativa che ha preso avvio nel 2007 con la crisi dei mutui *sub prime* e si è poi aggravata ed estesa con l'esplosione delle tensioni sui debiti sovrani nell'estate del 2011, sembra superata. Gli indici azionari sono oggi tornati ai livelli pre-crisi. Anche il famigerato *spread*, il divario tra il rendimento dei titoli decennali italiani e quelli tedeschi è sceso ampiamente sotto i 200 punti base attestandosi di poco sopra i 165 punti base). Il tasso di rendimento dei BTP si è avvicinato, in termini assoluti, ai minimi di sempre.

Il quadro è molto diverso se si guarda invece ai dati che provengono dall'economia reale. E' di pochi giorni fa la notizia che il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 13%. Dopo anni di recessione, la crescita economica rimane ancora fragile. Il risanamento dei conti pubblici continua a essere un'importante criticità in un paese come l'Italia, caratterizzato da un elevato rapporto debito/Pil. All'interno della zona Euro permane una sensibile frammentazione finanziaria tra paesi c.d. *core* e i paesi periferici (tra cui si annovera l'Italia). Ciò determina un'eterogeneità nella dinamica del credito e tassi di interesse più elevati nei finanziamenti concessi dal sistema creditizio alle famiglie e alle imprese italiane.

Garantire il rapido ritorno alla crescita economica costituisce pertanto un obiettivo primario che ha come necessaria preconditione l'efficienza e il buon funzionamento del sistema finanziario nell'adempiere alla sua funzione tipica: indirizzare il risparmio verso le attività maggiormente produttive.

2. Il mercato finanziario tra mercato del credito e mercato dei prodotti finanziari

Rispetto a queste considerazioni introduttive, consentitemi un piccolo passo indietro per sviluppare alcuni concetti di carattere generale sulla funzione che i mercati finanziari svolgono nella nostra economia.

I mercati sono costituiti da una pluralità di attori. Vi sono da un lato soggetti che dispongono di un *surplus* di disponibilità finanziarie (quello che comunemente chiamiamo risparmio) e, dall'altro, vi sono altri soggetti, tipicamente le imprese, che hanno necessità di capitali. Ecco perché è naturale che si crei un mercato, il mercato finanziario appunto, dove l'offerta e la domanda di queste risorse si possano incontrare.

Questa dinamica assume particolare rilevanza in un paese come l'Italia, dove esiste storicamente un elevato tasso di risparmio delle famiglie, anche se la congiuntura economica negativa degli ultimi anni ha messo a dura prova la capacità dei singoli di accantonare ricchezze finanziarie.

Il risparmio dei privati è dunque una fondamentale risorsa per il paese e non stupisce che anche i Padri Costituenti abbiano volto la loro attenzione su questo tema prevedendo all'art. 47 prima comma della Costituzione che *“La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito”*.

Già questa norma della nostra Costituzione ci introduce a quelle che sono le due vie maestre in cui il risparmio può canalizzarsi verso i settori produttivi e cioè, da un lato, i depositi bancari, dall'altro gli investimenti, rappresentati dall'acquisto di valori mobiliari (azioni, obbligazioni, ecc.) e più in generale di prodotti finanziari.

Oggi, come in passato, la scelta dell'uno o dell'altro canale di afflusso del risparmio non è indifferente per le imprese che richiedono risorse finanziarie in quanto, nel caso degli impieghi bancari, l'erogazione delle risorse è intermediata dagli enti creditizi, mentre, nel caso dei prodotti finanziari, si instaura di norma un rapporto diretto tra l'investitore e l'emittente. Ciò può ridurre sensibilmente i costi ed ampliare le possibilità di finanziamento.

In Italia, come è noto, il settore bancario è molto più sviluppato rispetto al mercato dei prodotti finanziari. Questo sia in termini di masse monetarie complessivamente gestite, sia in termini di preponderanza degli operatori bancari anche nella intermediazione dei servizi e nella gestione degli investimenti.

Questo accentuato "bancocentrismo", che caratterizza storicamente il nostro paese, rappresenta oggi più che mai un freno per lo sviluppo delle attività produttive in quanto, a seguito della fase economica negativa che stiamo vivendo e per effetto di altri fattori esogeni e regolamentari, si assiste ad un processo di progressiva contrazione del credito (*c.d. credit crunch*) che non aiuta le imprese, soprattutto le più deboli, ad uscire dalla fase recessiva.

Mi riferisco in particolare ai sempre più stringenti requisiti patrimoniali delle banche stabiliti dai principi di Basilea III e recepiti in Europa dalla nuova Direttiva e dal nuovo Regolamento sui requisiti di capitale (*c.d. pacchetto CRD IV*), nonché alla progressiva centralizzazione della vigilanza prudenziale sulle principali banche dei paesi Euro presso la Banca Centrale Europea, prevista dalla *c.d. Banking Union*.

Si tratta di riforme nate come risposta alla crisi finanziaria del 2007-2008 culminata con il *default* di *Lehman Brothers*, che sono volte a neutralizzare i rischi sistemici collegati al fallimento di una istituzione finanziaria. Ma esse, in quanto implicano un processo di severa revisione degli attivi bancari (*c.d. deleveraging*), possono avere effetti negativi sulla capacità delle imprese ad accedere ai finanziamenti bancari.

Da qui l'importanza di sviluppare i mercati mobiliari, stimolando la progressiva disintermediazione del risparmio. Si tratta di un processo non immediato in cui entrano in gioco una pluralità di fattori: il livello di cultura finanziaria dei risparmiatori e degli imprenditori, la forte presenza di investitori

istituzionali che agiscono sui mercati in un'ottica di lungo periodo, un elevato grado di concorrenza e di apertura del mercato dei servizi finanziari e dell'*asset management*, la presenza di un quadro istituzionale in grado di preservare da truffe e raggiri soprattutto gli investitori *retail*.

3. Le ragioni di un diritto speciale dei mercati finanziari

Vorrei partire da quest'ultimo aspetto che mi dà l'occasione di svolgere qualche breve riflessione su quali siano le ragioni profonde che hanno spinto il legislatore ad immaginare il mercato dei prodotti finanziari come un mercato "regolato", a differenza di altri settori industriali e commerciali.

Oltre al valore economico mediamente elevato delle transazioni che si svolgono nel mercato finanziario, il dato saliente che occorre osservare è rappresentato dalla immaterialità e dalla complessità giuridica dei prodotti e dei servizi che in esso vengono scambiati.

Mentre quando effettuiamo una scelta di consumo abbiamo di norma una buona conoscenza del prodotto che acquistiamo e siamo in grado di discernere in modo chiaro se esso è in grado di soddisfare i nostri interessi, quando effettuiamo una scelta d'investimento le cose si complicano. Il grado di incertezza si accentua. E così, il rischio.

L'investitore è infatti chiamato a compiere una mediazione tra le proprie aspettative di rendimento ed i vari rischi che queste implicano, collegati alla solidità patrimoniale del soggetto emittente i titoli e alle condizioni del mercato in cui essi sono scambiati. Si tratta di rischi che i soggetti che strutturano e collocano questi prodotti tendono a riassicurare presso altri soggetti, dando vita a strutture contrattuali estremamente articolate e spesso difficilmente comprensibili per i sottoscrittori finali.

Da qui la necessità di interporre un controllo pubblico nel processo di produzione, collocamento e successivo scambio sui mercati dei prodotti finanziari, che si può ricollegare in ultima analisi proprio all'esistenza, cui prima si accennava, di un rapporto diretto tra chi offre e chi chiede risorse monetarie. Rapporto che, se da un lato espande enormemente la capacità di finanziamento delle imprese, dall'altro può costituire un rischio per l'integrità del risparmio.

Ciò è ancor più vero se si tiene conto della recente evoluzione del mercato che registra un processo di crescente finanziarizzazione. Penso ad esempio al fenomeno dei contratti derivati che hanno raggiunto straordinari livelli dimensionali.

Per dare qualche dato, secondo le statistiche recentemente diffuse dalla *Bank for International Settlements*, l'ente che raggruppa le più importanti banche centrali mondiali, i contratti *over-the-counter* (OTC) negoziati fuori dal mercato borsistico hanno toccato nei primi sei mesi del 2013 il valore nozionale complessivo di circa 693.000 miliardi di dollari, con una crescita del 10% rispetto a fine 2012, e un valore assoluto pari a circa 10 volte il PIL mondiale.

Occorre chiarire che i prodotti derivati non vanno, in quanto tali, demonizzati. Essi svolgono una funzione fondamentale nel mercato finanziario che è quella di riassicurare e parcellizzare diversi tipi di rischi, pensiamo al rischio di fluttuazione dei tassi d'interesse, delle valute, del prezzo delle merci. Questa loro funzione ha indubbiamente un effetto espansivo delle attività economiche in quanto consente ai soggetti di moltiplicare gli investimenti.

E' però innegabile che esiste un'altra faccia della medaglia, rappresentata da un utilizzo meramente speculativo dei derivati e da una loro intrinseca opacità, testimoniata dal fatto che molte delle transazioni avvengono al di fuori dei mercati regolamentati.

La risposta del legislatore europeo e mondiale rispetto a questi fenomeni non è stata quindi quella di mettere al bando questi strumenti, ma di accrescerne la trasparenza, ad esempio attraverso l'obbligo di registrazione delle transazioni *over the counter* previsto dal Regolamento europeo N. 648/2012 (**EMIR**), e un obbligo di notificare le posizioni corte su titoli azionari o sui titoli del debito sovrano quando superino determinate soglie di rilevanza, previsto dal Regolamento europeo N. 236/2012 sulle vendite allo scoperto.

Occorre dunque perseguire in questa materia un giusto equilibrio tra il grado di espansione delle attività finanziarie e l'esigenza di tutela del risparmio. La domanda che ci si deve porre è come raggiungere questo equilibrio e quali sono le tutele più efficaci per proteggere i piccoli investimenti.

4. *Un nuovo modo di intendere la tutela del risparmio*

Ho accennato in precedenza al tema dei derivati e dei prodotti complessi e credo sia opportuno sottolineare come, in questo ambito, si sia verificato negli ultimi anni un radicale cambiamento nel modo di operare delle tutele.

Siamo partiti dalla convinzione che il risparmiatore si potesse tutelare fornendogli una messe di informazioni raccolte in un prospetto informativo composto da centinaia di pagine di difficile comprensibilità, per poi riconoscere i limiti di questo strumento e adottare un approccio fondato su un documento snello (di tre pagine al massimo) che contenga unicamente le “informazioni chiave” necessarie per adottare scelte di investimento ponderate (il c.d. *KIID*).

E' oggi evidente che si procede nella direzione di un superamento di una nozione formalistica del rapporto tra chi offre e chi acquista un prodotto finanziario. Si è preso atto che queste due parti non sono e non possono essere poste su un piano di perfetta parità. La nuova normativa MIFID di prossima approvazione riconosce infatti alle Autorità europee un potere d'intervento preventivo che consente loro di vietare *ab initio* la distribuzione di determinati prodotti o l'utilizzo di determinate pratiche commerciali, se queste hanno un grado di sofisticazione tale da ingenerare timori significativi per la protezione degli investitori (c.d. *product intervention*).

Nell'ambito della stessa disciplina è altresì previsto che le imprese che originano un prodotto debbano verificare durante la fase di “progettazione” che lo stesso risponda alle esigenze della clientela cui è destinato (c.d. *product governance*). Sta emergendo in sostanza un approccio del tutto nuovo, che pone al centro una tutela sostanziale dei risparmiatori.

Accanto alle problematiche che riguardano il processo di collocamento e distribuzione dei prodotti finanziari vi è il tema del corretto funzionamento dei mercati regolamentati e delle altre sedi di negoziazione.

Il mercato borsistico non è solo un luogo dove si comprano e si vendono azioni, obbligazioni o altri strumenti, ma costituisce uno dei principali canali di sviluppo dell'economia. Nella misura in cui consente una rapida liquidazione

degli investimenti, esso garantisce anche una efficiente allocazione delle risorse a beneficio delle imprese più meritevoli.

Anche in questo ambito si è verificata una repentina evoluzione. Venuto meno l'obbligo di concentrazione degli scambi presso la borsa, si è assistito ad un proliferare delle sedi di negoziazione, dai sistemi multilaterali, agli internalizzatori sistematici, alla nuova frontiera degli *Organized Trading Facilities* (OTF) previsti nel nuovo pacchetto MIFID. La frammentazione delle piattaforme di negoziazione è incentrata sul rispetto delle regole della *best execution* e cioè dall'obbligo per l'intermediario di regolare la transazione alle migliori condizioni disponibili sul mercato.

Queste innovazioni fanno vacillare la tradizionale tripartizione, presente nei manuali di diritto dei mercati finanziari, tra emittenti, intermediari e mercati. Basti pensare che oggi una grande istituzione finanziaria può essere al contempo: l'emittente di prodotti, il soggetto che li colloca al pubblico nonché quello che ne organizza i successivi scambi. E non solo; attraverso i fondi d'investimento che questa istituzione gestisce, essa può essere anche il soggetto che li acquista per conto della clientela *retail*.

E' evidente come in questa situazione siano alti i rischi di conflitti d'interesse, e quindi vi sia necessità di rafforzare le tutele ed i controlli per cogliere il lato positivo di queste riforme, quello cioè di ridurre i costi di transazione per gli investitori, dando vita ad un mercato quanto più possibile aperto e concorrenziale.

Un altro tema riguarda i mercati e attiene allo sviluppo tecnologico delle piattaforme e delle tecniche di negoziazione. Mi riferisco al diffondersi delle negoziazioni ad alta frequenza o Hft (*high frequency trading*) basate su algoritmi matematici che prevedono l'inserimento "in sequenza" sul mercato di proposte di negoziazione che hanno tempi di latenza brevissimi, dell'ordine di millisecondi, e di cui solo una ridotta percentuale giunge a conclusione.

Nei principali paesi europei la quota di scambi riconducibili ad operatori identificati come *high frequency traders* è cresciuta costantemente negli ultimi anni e attualmente oscilla tra circa il 10 e il 40% a seconda dei paesi. Queste tecniche di negoziazione possono influire negativamente sull'integrità e sulla qualità del mercato in termini di efficienza informativa dei prezzi, volatilità e

liquidità. Per tale ragione il fenomeno, grazie anche alle iniziative di alcune Autorità nazionali tra cui la Consob, è stato oggetto di regolamentazione a livello europeo.

Ogni riflessione sul funzionamento del mercato non può comunque prescindere da quello che è il presupposto primario di un mercato efficiente e cioè l'informazione, o meglio una condizione di parità informativa per gli operatori del mercato.

In questo ambito il ruolo dell'autorità di controllo si rivela fondamentale per spingere coloro che detengono le informazioni c.d. *price sensitive* a diffonderle tempestivamente per prevenire abusi e manipolazioni informative. Si tratta in sostanza di preservare un clima di fiducia nel mercato, condizione fondamentale per l'afflusso e la permanenza degli investimenti anche esteri.

5. Prospettive di sviluppo del mercato

Ho sottolineato sin qui l'importanza di creare un sistema di adeguate tutele per i soggetti che intendano affacciarsi ai mercati finanziari, ma è necessario guardare anche a quelle che sono le prospettive di sviluppo del mercato.

Il sottodimensionamento del mercato finanziario italiano è determinato da fattori strutturali. Il sistema produttivo è frammentato in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese, che non sono in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione e, al contempo, sono restie a sottoporsi al più intenso scrutinio del mercato richiesto dall'ingresso in borsa. Infatti le PMI, che costituiscono la parte preponderante del tessuto produttivo del nostro Paese (quasi l'80%), continuano a rappresentare solo una percentuale ridotta (meno del 20%) delle società quotate, risultando fortemente sottorappresentate in borsa rispetto al loro ruolo nell'economia.

Lo scarso sviluppo del mercato finanziario deriva anche dal ruolo ancora estremamente limitato degli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, fondi pensione). Mancano investitori specializzati in investimenti nel capitale di rischio, che dovrebbero sostenere le società nelle delicate fasi di crescita e quotazione. Non si è ancora pienamente sviluppato il settore dei fondi pensione. La crescita della previdenza complementare potrebbe favorire

l'afflusso di ingenti capitali sul mercato, riducendo al contempo i costi sociali legati all'incapacità del sistema di garantire in futuro adeguati livelli di reddito.

6.1 Progetto PiùBorsa

La Consob si è di recente impegnata in prima persona per dare impulso ai mercati azionari coinvolgendo, attraverso il progetto denominato "PiùBorsa", le principali associazioni di categoria rappresentative degli operatori di mercato. L'iniziativa è rivolta soprattutto a imprese di piccola e media dimensione alla ricerca di risorse finanziarie per sostenere progetti di sviluppo. Essa incide su di una serie di aree quali: i) la ricerca e selezione delle migliori imprese potenzialmente quotabili; ii) la trasparenza nei costi connessi al processo di *listing* ed alla permanenza nelle negoziazioni; iii) la razionalizzazione della normativa applicabile alle società neo quotate; iv) lo sviluppo di fondi dedicati alle PMI e l'introduzione di strumenti d'incentivazione fiscale a beneficio degli investitori.

Le riflessioni svolte hanno tra l'altro suggerito la necessità di ripensare alcuni istituti del diritto societario ed in particolare del diritto delle società quotate. In questo ambito la legislazione nazionale ha subito varie stratificazioni. Partendo dal Testo Unico della finanza che ha regolato organicamente questa materia, si è passati per la riforma c.d. "Vietti" del 2003 per poi giungere alla legge sul Risparmio del 2005 che, sull'onda degli scandali Cirio e Parmalat, ha profondamente inciso sulla *corporate governance* delle società quotate.

Questo accumulo di interventi normativi ha reso estremamente complesso il diritto delle società quotate, ampliando il c.d. "scalino normativo" tra società che fanno ricorso al mercato dei capitali e società private. Ciò può disincentivare le imprese prive di una "massa critica" adeguata ad affrontare la sfida dei mercati.

In merito si può fare l'esempio del sistema dei controlli interni in cui sono coinvolti una pluralità di soggetti: gli organi delegati, il consiglio di amministrazione, i comitati interni, il collegio sindacale, il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, l'Organismo di vigilanza ex d.lgs. 231/2001.

In sostanza, vi è il rischio di ridondanze e duplicazioni, che potrebbero finire col pregiudicare l'efficacia stessa del sistema. Per altro verso, si segnala il

disincentivo alla quotazione che discende dai costi elevati dell'apparato organizzativo richiesto, e l'assenza di disposizioni che permettano di graduare l'articolazione del sistema in relazione alle dimensioni della società.

Ulteriori interventi potrebbero riguardare la struttura del capitale. Le indagini compiute hanno infatti messo in evidenza la riluttanza degli imprenditori, che siano anche soci di controllo, a diluire eccessivamente la propria partecipazione e a perdere il controllo della società a seguito di un processo di quotazione.

Uno strumento utile a vincere queste resistenze potrebbe essere l'introduzione delle azioni a voto plurimo. Un recente studio della Consob ha analizzato le indicazioni della letteratura economica e giuridica in materia di deviazioni dal principio di proporzionalità fra diritti di voto e patrimoniali, concludendo che l'emissione di questi strumenti, soprattutto se utilizzati in sede di *Initial Public Offer* (IPO) e se accompagnati da adeguati presidi a tutela dei soci di minoranza, può favorire la quotazione in borsa.

Oltre che dal lato dell'offerta occorre anche agire dal lato della domanda di investimenti. In Italia oggi manca un flusso consolidato di investimenti istituzionali domestici, soprattutto di lungo termine, che attraverso il mercato azionario sostenga la crescita del Paese.

Basta un dato per fornire la dimensione del fenomeno: il peso degli investitori istituzionali domestici sulla capitalizzazione delle società italiane quotate è inferiore all'8%, mentre è del 30% nel Regno Unito. La situazione è ancora più grave se si guarda al settore delle piccole e medie imprese dove i fondi d'investimento specializzati sono quasi del tutto assenti.

Per ovviare a questo problema si può ricorrere alla creazione di un fondo di fondi (cd. *Fondo Master*) che investa in fondi specializzati in *small caps* italiane i capitali raccolti presso investitori istituzionali con orizzonte temporale di medio-lungo termine. Tale iniziativa consentirebbe di colmare il tradizionale deficit di investitori istituzionali sul mercato azionario italiano e rilanciare l'industria domestica di gestori specializzati in PMI.

6.2 crowdfunding

Sempre nell'ambito degli strumenti volti a facilitare l'accesso diretto delle imprese al mercato, il legislatore nazionale con il decreto legge n. 179/2012 (c.d. Decreto crescita bis), ha introdotto, l'“*equity crowdfunding*”.

Questo strumento consente alle imprese che possano qualificarsi come *start-up* innovative, di raccogliere capitale di rischio tramite portali *on-line* dedicati, che possono essere istituiti anche da soggetti che non hanno i requisiti normalmente richiesti per la prestazione dei servizi d'investimento.

A seguito del regolamento attuativo, emanato dalla Consob nel giugno del 2013, l'Italia è così il primo paese al mondo a dotarsi di una disciplina specifica e organica per l'*equity crowdfunding* che può costituire una opportunità interessante per far nascere e sviluppare imprese ad alto contenuto tecnologico.

6.3 Minibond

Oltre alla raccolta di capitale di rischio, occorre sviluppare strumenti di finanziamento delle imprese alternativi al canale bancario. In Italia permane un mercato sottosviluppato del mercato obbligazionario privato: la consistenza dei prestiti obbligazionari è inferiore all'8% dei debiti finanziari delle imprese e tali prestiti sono concessi prevalentemente alle imprese di grandi dimensioni.

Un primo strumento da segnalare è quello dei c.d. *minibond*. Si tratta di strumenti di debito introdotti con il Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83, (c.d. Decreto Sviluppo) che possono essere emessi da società non quotate, anche di media e piccola dimensione (ad esclusione delle micro imprese e cioè di imprese con meno di 10 dipendenti e fatturato annuo o un totale attivo inferiore a 2 milioni di euro).

L'introduzione di questo strumento da parte del legislatore è stata accompagnata, oltre che dall'adeguamento del trattamento fiscale, dalla possibilità di negoziare i bond in un sistema multilaterale di negoziazione, e non più solo in un mercato regolamentato, superando in tal modo i limiti all'emissione previsti dall'art. 2412 del codice civile.

L'iniziale applicazione di questa disciplina ha tuttavia messo in evidenza la difficoltà per le imprese di piccole dimensioni ad accedere a questo strumento

di finanziamento. Pertanto il legislatore è nuovamente intervenuto sulla materia prevedendo una esenzione della ritenuta del 20% sugli interessi corrisposti, nel caso in cui i minibond vengano acquistati da organismi di investimento collettivo in valori mobiliari le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati. Per tale via si è inteso favorire il ricorso a questa forma di finanziamento da parte di imprese che per ragioni dimensionali non siano in grado di accedere direttamente al mercato.

6.4 Credit Funds

Vi è poi il tema dei fondi di credito (*Credit Funds*), fondi di investimento specializzati nella sottoscrizione di strumenti di debito emessi da società *corporate* (anche di medie e piccole dimensioni), particolarmente diffusi negli Stati Uniti, che possono concedere prestiti diretti alle imprese.

In questo settore la novità più importante è rappresentata dal recepimento in Italia della Direttiva 2011/61/EU sui fondi d'investimento alternativi (AIFMD) e del Regolamento UE n. 345/2013 sui Fondi Europei per il *Venture Capital* (EUVECA).

I fondi di *Venture Capital* finanziano generalmente piccole imprese, che mostrano forti potenzialità di crescita ed espansione, nelle fasi iniziali della propria esistenza. L'armonizzazione a livello europeo di questi organismi d'investimento privi di stringenti limiti di concentrazione e con possibilità dunque di erogare -entro certi limiti e a determinate condizioni- anche finanziamenti diretti alle imprese, agevolerà la canalizzazione del risparmio verso le PMI, soprattutto nella dimensione delle *start-up*. In tal modo potranno svilupparsi modalità di sostegno dell'economia reale svincolate dai finanziamenti bancari.

Inoltre, i Fondi Europei per il *Venture Capital* potranno essere utilmente impiegati anche per sostenere l'affermazione del *crowdfunding* e la sottoscrizione dei minibond. Si viene così a creare un articolato complesso di nuovi prodotti e di nuovi veicoli d'investimento in grado di ampliare le possibilità di finanziamento e quindi di crescita delle piccole e medie imprese, che costituiscono l'ossatura del nostro tessuto produttivo.

6. Conclusioni

Pur nella difficile fase economica che stiamo vivendo si apre oggi un'importante finestra di opportunità.

Anche a seguito delle politiche monetarie fortemente espansive attuate dalle banche centrali, numerosi operatori, soprattutto esteri hanno individuato l'Italia come un mercato in cui vi sono interessanti opportunità d'investimento.

Non bisogna dunque farsi trovare impreparati, ma concorrere a creare condizioni favorevoli per chi intende scommettere sul futuro del nostro paese.

In questo percorso ognuno deve fare la sua parte. E' necessario rimuovere tutti quegli ostacoli e disincentivi che creano un freno agli investimenti e che agiscono su più piani, dal mercato del lavoro, alla possibilità di ottenere una rapida risoluzione delle controversie civili e commerciali, ai vincoli amministrativi e burocratici.

Queste riforme devono essere accompagnate anche da un cambio di mentalità del ceto imprenditoriale che deve puntare all'innovazione, essere pronto ad espandersi a livello internazionale e non guardare con diffidenza alla maggiore trasparenza che si richiede a chi vuole fare appello al pubblico risparmio.

In questo contesto il ruolo del mercato finanziario deve essere quello di tornare ad adempiere alla sua funzione tipica: indirizzare il risparmio verso le attività maggiormente produttive.