

## TITOLI EXTRA E ANALISI FINANZIARIA

AIAF l'Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria, standard setter nazionale nell'ambito professionale degli analisti rappresenta gli "users" italiani cui è demandato il compito, difficile e sensibile, di fornire la propria opinione professionale anche sul valore delle varie classi di attivi finanziari, azioni, obbligazioni, prodotti *cash* e derivati, etc., sia nel settore privato e, ancor più, nel settore pubblico delle borse e dei mercati dei capitali regolamentati a livello globale. Negli ultimi anni AIAF si è costantemente impegnata sul fronte dell'accelerazione della messa a terra dei provvedimenti previsti dalla "cornice" europea della cosiddetta *Capital Market Union* (e ora della *Retail Investor Strategy*) cercando di contribuire ad uno sforzo di sistema e di allineamento degli obiettivi e delle azioni finalizzati ad una crescita del mercato borsistico e dei capitali per un maggior supporto all'economia reale e delle PMI italiane.

Non potevamo quindi esimerci dal seguire con grande attenzione e analisi critica anche i lavori e il dibattito suscitati dal DDL 674, oggi giunti a record di interventi, audizioni e documenti depositati.

Peraltro il nostro parere su quanto sta accadendo riguarda esclusivamente l'ambito dell'analisi finanziaria al servizio della valutazione: è per tutti noi doveroso attenersi con cura a quanto ci compete evitando di prendere posizione per qualunque parte che possa avere interessi specifici o concentrarsi su situazioni contingenti di breve periodo.

In generale, ogni qualvolta entrano in gioco nuove categorie di azioni o titoli questi devono essere presi in considerazione per il valore effettivo creato ad *azionisti* e *stakeholder*. Qui il ventaglio delle finalità si apre subito a diverse "categorie" di soggetti portatori di interessi, anche divergenti: le grandi società quotate, gli intermediari finanziari, le borse, gli investitori istituzionali e privati, le PMI, il fisco, i contribuenti e la PA, e soprattutto il sistema Paese e la sua economia reale.

E' immediatamente evidente come ad un aumento delle categorie di azioni (ricordiamo le nostre azioni di risparmio e privilegiate che dopo alcuni decenni di parziali fortune sono state via via "dimenticate" dagli investitori per note ragioni) si accompagni un inevitabile aumento della complessità del mercato, complessità che l'intera EU sta provando a semplificare al fine di rendere il mercato dei capitali del continente Europa veramente unificato e competitivo rispetto ai giganti USA e asiatici. Inoltre, l'aumentata complessità rende ancor più necessaria quella educazione finanziaria per cui l'Italia occupa ancora delle posizioni molto arretrate nella classifica internazionale.

Peraltro quale migliore opportunità per gli analisti finanziari? Se la domanda e l'offerta di azioni, sul mercato secondario per quanto riguarda la liquidità del mercato stesso e sul mercato primario di sottoscrizione per quanto riguarda lo strumento dell'*equity finance* a supporto delle imprese e dell'economia reale, si devono incontrare meglio e di più sui mercati quotati, allora sicuramente il ruolo dell'analista finanziario diviene ancora più necessario e

fondamentale nel momento in cui si alza l'asta della complessità e della difficoltà di valutazione e comprensione degli impatti effettivi dell'introduzione di azioni a voto plurimo o maggiorato. Diversa, molto diversa, risulta infatti la lettura della proposta di Legge in oggetto se letta con lenti attente alla promozione di un migliore accesso e permanenza delle PMI italiane in Borsa (ne abbiamo oltre 2000 candidate mature alla quotazione in Borsa via IPO e un listino GEM specializzato allo Euronext-Borsa Italiana di Milano, che tutta Europa osserva con grande attenzione) rispetto ai principi di tutela delle minoranze e della contendibilità del controllo per le società quotate di medie e grandi dimensioni (sulle definizioni dei *cluster* delle piccole, medie e grandi società quotate urge peraltro una improrogabile standardizzazione definitoria).

Allorché tutti gli interessi e gli obiettivi siano chiariti con trasparenza e profondità di analisi, la sintesi politica e l'individuazione dell'interesse superiore del Paese è necessaria: la Commissione e il Consiglio d'Europa sono al lavoro da anni e la frammentazione e granularità non hanno certo aiutato l'EU a competere ad armi pari con gli operatori e i mercati americani e asiatici. I numeri narrano di una sconfitta cocente rispetto ai grandi giocatori in corsa e l'Italia deve considerare la propria produzione legislativa e normativa tenendo fermo l'obiettivo di realizzare pienamente la *Capital Market Union* dell'Europa. In tal senso ci pare vadano nella giusta direzione l'inserimento di opportune/necessarie clausole di tramonto perché si esauriscano nel tempo i diritti "rafforzati" dei soci-fondatori delle PMI neo-quotate man mano che il *modus operandi* del sistema capitalistico delle Borse compenetri il DNA dell'impresa, così come per le grandi società già quotate – in particolare in presenza dei cosiddetti "noccioli duri" di controllo – ci parrebbe opportuno l'inserimento di un periodo di *phase in* prima che entrino in vigore eventuali maggiorazioni di voto o classi di azioni non cedibili senza che il mercato e gli analisti abbiano avuto tempo e modo di "aggiustare" analisi e prezzi relativi: devono essere modificati e testati i modelli valutativi e comprese appieno le implicazioni in termini di impatti su *governance*, controllo e contendibilità. In sintesi, al di là dell'incandescente dibattito sulle *extra* azioni e la complessità che esse introducono per gli inevitabili impatti sul valore e sulla *governance*, l'intero impatto del DDL 674 affronta una serie importante e variegata di aspetti tecnici e sostanziali di grande portata strategica: giusta l'intenzione di proiettare l'Italia non all'inseguimento dell'Olanda ma piuttosto alla *leadership* sul fronte dell'innovazione finanziaria e regolatoria per una maggiore efficienza ed efficacia del mercato europeo, giusti la cura e il lento passo con cui vanno pesate tutte le decisioni, così come grande l'opportunità per gli analisti finanziari di poter ancor più contribuire alla crescita dei mercati e dell'economia. Opportunità che ci vede pronti e disponibili e che peraltro richiede attenzione da parte delle autorità preposte al ruolo indispensabile e insostituibile della nostra competenza professionale e della nostra indipendenza di pensiero.