

TOT
Pg 19

**CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE (FINANZE)**

INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

Signor Presidente, onorevoli deputati,

desidero in primo luogo ringraziarvi dell'invito che avete rivolto a Borsa Italiana a presentare le proprie riflessioni sulle questioni attinenti il mercato degli strumenti finanziari.

In questa sede illustrerò i passaggi più rilevanti del documento che lascio depositato agli atti per una sua completa visione.

1. Borsa Italiana e l'evoluzione dell'Exchange industry

Borsa Italiana S.p.A., operativa dal 2 gennaio 1998 in qualità di società di gestione dei mercati, persegue come obiettivo principale lo sviluppo dei mercati in condizioni di elevata trasparenza, competitività e efficienza.

Il Testo Unico della Finanza attribuisce alla società di gestione il compito e la responsabilità di:

- adottare tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato;
- disporre l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni;

Al fine di poter cogliere al meglio le esigenze degli emittenti, degli intermediari e degli investitori, Borsa Italiana ha articolato i propri mercati e le relative regole di partecipazione, in relazione a classi di strumenti finanziari. Questo si è tradotto nella seguente articolazione dei mercati:

- Mercato telematico azionario (MTA), dedicato alla negoziazione di azioni di emittenti quotati;

- Mercato telematico dei securitised derivatives (SeDeX) dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari cartolarizzati come i cd "certificates" e "covered warrant";
- Mercato telematico degli OICR aperti (ETFplus) dedicato alla negoziazione di quote di Fondi aperti nella struttura dei cd. "Exchange traded Fund" (ETF)
- Mercato telematico delle obbligazioni (MOT) dedicato alla negoziazione di obbligazioni e di titoli di Stato;
- Mercato telematico degli *investment vehicles (MIV)* dedicato alla negoziazione di società di investimento mobiliare e immobiliare e quote di fondi chiusi
- Mercato degli strumenti derivati (IDEM) dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari derivati finanziari e di strumenti finanziari derivati su energia elettrica (IDEX).

Borsa Italiana ha progressivamente integrato in questi anni a livello societario l'intera filiera dai servizi di negoziazione ai servizi di clearing e post-trading attraverso l'acquisizione della della Cassa di Compensazione e Garanzia e di Monte Titoli. L'acquisizione di MTS, il Mercato all'ingrosso dei titoli di Stato ha rafforzato infine la posizione nel campo del reddito fisso.

Questo processo di integrazione ha consentito di massimizzare la qualità dei servizi offerti, sia in termini di affidabilità che di continua innovazione tecnologica, con un prezzo dei servizi tra i più competitivi a livello internazionale.

Borsa Italiana ha inoltre valorizzato la sua sede storica in Piazza Affari, a Milano, creando un centro congressi diventato punto di riferimento per la comunità finanziaria. Si segnala l'importante investimento fatto nel corso dell'ultimo anno finalizzato all'ammodernamento dell'intero palazzo per consentire a tutte le società del gruppo Borsa Italiana presenti a Milano di occupare la medesima sede.

Nel 2000 Borsa Italiana ha acquisito la quota di controllo di Cassa di Compensazione e Garanzia. Il principale compito di una CCP (Central Counter Party) è quello di eliminare il rischio di controparte, garantendo essa stessa il buon esito dei contratti eseguiti sul mercato. La presenza della controparte centrale, pertanto, fornisce al mercato funzioni di risk-management che rendono superflua la valutazione, da parte dei singoli partecipanti, della affidabilità degli altri partecipanti e quindi la valutazione del rischio di credito della controparte. La CCP si interpone tra l'acquirente e il venditore, assumendo in proprio il contratto e garantendone il regolare perfezionamento anche in caso di insolvenza di un partecipante. Finanzia il proprio intervento in casi di insolvenza attraverso un articolato sistema di garanzie acquisite dai partecipanti e commisurate alla esposizione finanziaria sul mercato di ciascuno di essi. Un'adeguata struttura

di partecipazione consente alla CCP di ripartire il rischio del sistema tra i suoi partecipanti diretti al sistema (i cosiddetti General Clearing Member).

Dal dicembre 2002 Monte Titoli è entrata a far parte del Gruppo Borsa Italiana con funzioni di depositario centrale e di gestore dei servizi di liquidazione e regolamento. I suoi servizi di custody, administration e settlement presentano un elevato grado di automazione e sono accessibili attraverso vari canali di comunicazione.

La realizzazione del processo di integrazione verticale, cd. "silos", è stato orientato ad aumentare l'efficienza operativa per i partecipanti al mercato ed ha consentito di realizzare e migliorare lo "straight through process" dalla negoziazione al regolamento. L'integrazione societaria è avvenuta nel rispetto dell'autonomia decisionale di tutti gli attori della filiera senza determinare chiusure operative verso sistemi di mercato o di post trading concorrenti. Le singole società operano ciascuno con un proprio piano industriale generando profitti e offrendo i propri servizi anche a soggetti esterni alla catena. A dimostrazione di ciò si ricorda il ruolo di controparte centrale della Cassa di Compensazione e Garanzia anche per mercati quali Brokertech e EuroTLX; analogamente si segnala la partecipazione nel sistema di regolamento gestito da Monte Titoli di Euroclear.

La globalizzazione del mercato finanziario ha determinato negli ultimi anni un aumento della competizione e consolidamento tra attori di diversi Stati.

Il 1 ottobre 2007 Borsa Italiana si è integrata con il London Stock Exchange. Dalla fusione è nato il London Stock Exchange group che costituisce il principale gruppo borsistico europeo leader in Europa per *listing* e *trading* di azioni e per il *trading* su sistemi elettronici di ETF, *securitised derivatives* e titoli a reddito fisso.

Lseg è un titolo quotato sulla Borsa di Londra con un'azionariato diffuso. Tra i principali azionisti si segnalano Borse Dubai con il 20.5% c.a., Qatar investment con il 15.05 c.a e Unicredit con il 5% e Intesa SanPaolo con il 5.65% c.a.

Anche a seguito dell'integrazione, Borsa Italiana non ha subito cambiamenti del proprio assetto istituzionale mantenendo le competenze previste per legge. Rimane pertanto una società di gestione dei mercati autorizzata e vigilata dalla Consob e con una propria autonomia nella gestione dell'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari e degli operatori nonché nello svolgimento delle funzioni di vigilanza.

La complementarità dei modelli di sviluppo di Borsa Italiana e London Stock Exchange, sia sotto il profilo organizzativo che sotto quello dei prodotti e dei

clienti e l'appartenenza ad un gruppo internazionale continua a rappresentare un'opportunità di sviluppo per l'industria italiana. La leadership sui mercati borsistici europei, raggiunta grazie all'eccellenza tecnologica e alla liquidità di un ampio listino rappresenta il punto di partenza per un'ulteriore crescita in grado di portare chiari benefici alle società quotate agli intermediari e agli investitori.

A partire dall'integrazione societaria sono state molteplici le iniziative volte a conseguire una integrazione organizzativa e funzionale tra i mercati; tra queste si segnala:

- la migrazione su un'unica piattaforma tecnologica per gli strumenti cash;
- le iniziative di cross-membership volte a facilitare l'accesso degli intermediari partecipanti ai mercati gestiti da Borsa Italiana al mercato di Londra e viceversa. Al riguardo, dalla data dell'operazione a marzo 2011, Borsa Italiana ha avuto 14 nuovi partecipanti al mercato, già aderenti a LSE; tre banche italiane hanno aderito a LSE;
- lo studio e l'implementazione in Italia di un mercato per le PMI sul modello dell'inglese AIM, di cui si dirà più diffusamente nel seguito;
- il lancio di un mercato obbligazionario retail nel Regno Unito, l'UK MOT studiato sul modello dell'italiano MOT;
- l'attività della Cassa di Compensazione e Garanzia che ha esteso la sua operatività al mercato inglese dando servizi alla controparte centrale del mercato dei derivati di LSE Tourquoise/EDX ;
- l'attività di Monte Titoli come sistema di trasmissione dei contratti conclusi nel mercato di LSE.

All'integrazione di Borsa Italiana e LSE, ha fatto seguito l'annuncio il 9 febbraio 2011 di una possibile integrazione di LSEg con il gruppo canadese TMX, oggi in fase di autorizzazione da parte delle Autorità regolamentari.

In caso di esito positivo Borsa Italiana entrerà a far parte di un gruppo di dimensione globale che offrirà ancora maggiori opportunità di distribuzione dei propri prodotti e la possibilità di attrarre un maggior numero di investitori. La governance del soggetto risultante dalla fusione prevede un consiglio di amministrazione composto da 15 soggetti di cui 8 nominati dal gruppo LSEG e di questi 3 di emanazione Borsa Italiana. Il comitato esecutivo sarà composto da quattro soggetti tra cui il sottoscritto.

La descritta evoluzione nazionale è avvenuta contestualmente a un periodo di consolidamento del settore a livello globale. Nell'Europa Continentale si è assistito a un processo di progressiva concentrazione dei maggiori poli borsistici.

In particolare, nel 2000, dalla fusione delle borse europee di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Lisbona è stato costituito il mercato EURONEXT con sede a Parigi.

Nel 2007 anche Euronext ha annunciato la fusione con il New York Stock Exchange dando vita al gruppo NYSE-EURONEXT.

Parallelamente nel 2003, nei paesi scandinavi e baltici, è stato costituito il mercato OMX in cui sono confluite le borse di Helsinki, Copenhagen, Stockholm, Tallinn, Riga, and Vilnius. Nel 2007, OMX procedeva infine alla fusione con il mercato Americano NASDAQ per formare NASDAQ - OMX Group.

Deutsche Borse, rimasta al di fuori del processo di integrazione dei mercati azionari, ha tuttavia ampliato la sua dimensione e operatività nel mercato dei derivati. Nel 2007 ha acquisito l'International Securities Exchange Holding (ISE) uno dei principali mercati di derivati americani che unito al mercato dei derivati Eurex , già di proprietà delle Deutsche Borse, costituisce uno dei principali mercati di strumenti finanziari derivati mondiali.

Il 15 febbraio 2011 è stata, da ultimo, annunciata la fusione tra Deutsche Borse e NYSE-EURONEXT. A tale annuncio ha fatto seguito un'offerta concorrente su NYSE-EURONEXT effettuata da NASDAQ-OMX unitamente all' Intercontinental Exchange (ICE).

Il contesto competitivo tra società di gestione dei mercati regolamentati è stato inoltre interessato da significativi cambiamenti del quadro regolamentare di riferimento.

L'entrata in vigore della Direttiva MiFID ha introdotto una maggiore concorrenza tra gli operatori dei mercati, eliminando l'obbligo di concentrazione degli scambi azionari in borsa e introducendo nuove forme di mercato, i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF *multilateral trading facilities*) alternativi ai mercati tradizionali.

Al momento i mercati azionari di Borsa Italiana hanno tuttavia confermato la centralità del proprio *pool di liquidità*, mantenendo una quota di mercato superiore all'80%.

Gli MTF in linea generale sono soggetti dimensionalmente più snelli dei mercati tradizionali, che operano con una struttura di costi più contenuta e con un modello di business che si avvale delle esternalità positive dei mercati regolamentati e opererebbero in perdita, o per certi versi, non sarebbero tecnicamente in grado di operare, in assenza dei mercati tradizionali.

Gli MTF da un lato hanno fatto emergere parte del pool di liquidità che precedentemente era canalizzato negli scambi over the counter ma dall'altro hanno attratto parte degli scambi, e della liquidità, dei mercati regolamentati, innescando una progressiva frammentazione delle liquidità.

2. il ruolo e le iniziative di Borsa italiana

Il mercato Primario: l'organizzazione del mercato e le attività di promozione e la formazione

Dalla privatizzazione di Borsa Italiana ad oggi è stato impresso un notevole sforzo per avvicinare le imprese italiane al mercato azionario. Da una lettura superficiale dei numeri può apparire un quadro distorto. Il fatto che a distanza di 12 anni il numero di società quotate è il medesimo potrebbe suggerire l'immagine di un listino rigido e cristallizzato. La realtà è molto diversa! Ben 267 società sono state ammesse a quotazione sui mercati di Borsa Italiana (escludendo le ammissioni su MTA International e i trasferimenti tra mercati). Queste imprese hanno potuto raccogliere circa 53 miliardi di euro. Altri 116 miliardi di euro sono affluiti a società già quotate attraverso aumenti di capitale (dati aggiornati al 26 aprile 2011).

Il maggior contributo alla crescita del numero delle società quotate è dalle imprese di piccole e medie dimensioni: ben 189 hanno trovato in Borsa un luogo dove poter finanziare i propri progetti imprenditoriali con capitale di rischio.

Un buon contributo alla crescita del numero delle società quotate è stato dato anche dalle imprese di piccole e piccolissime dimensioni: le IPO di società con capitalizzazione inferiore a 100mln€ sono state 64 e hanno raccolto 1,1 miliardi circa sul mercato.

I "*delisting*" sono stati circa 200, di cui 71 dovuti a fusioni per incorporazione in altre società quotate, 98 a OPA con uscita dal mercato e 27 a perdita dei requisiti di quotazione.

Con riguardo al processo di quotazione Borsa Italiana ha sviluppato nel corso degli anni un processo di due-diligence di altissimo livello spesso citato ad esempio anche in campo universitario e ha creato un team di professionisti di grande rilievo con specifiche competenze anche di carattere settoriale.

La responsabilità dell'attività di listing è sempre stata saldamente sotto la responsabilità di Borsa italiana e direttamente a riporto del suo amministratore delegato e totalmente separata dall'attività di promozione e marketing e nulla è cambiato a seguito dell'integrazione con LSE. L'attuale assetto normativo italiano che vede la Consob responsabile dell'approvazione del prospetto di quotazione e la borsa italiana delibera l'ammissione alla quotazione, appare coerente e in linea con l'esperienza comparativa europea dove la Francia, la Germania, l'Olanda e la Spagna hanno adottato una ripartizione di competenze pressoché uguale a quella italiana. La sola eccezione in Europa è rappresentata dal modello UK che per la sua specificità e complessità rappresenta un unicum in Europa e che recentemente è stato sottoposto a profonda revisione proprio per assicurarne la tenuta complessiva alla luce delle evoluzioni intervenute nel panorama comunitario e degli sforzi di armonizzazione posti in essere nell'Europa Continentale.

Vi è talvolta confusione sul tema, che nasce dalla diversa accezione del termine listing usata nei diversi contesti e che merita un chiarimento. A seguito dell'annunciata fusione con la borsa canadese TMX si è detto che l'attività di listing passerebbe ai canadesi: ci si riferisce unicamente all'attività di promozione e marketing che viene fatta per attrarre le società in quotazione .

Vaie la pena sottolineare che oggi nell'attuale configurazione del gruppo anche tale attività è a riporto diretto dell'amministratore delegato di Borsa Italiana in qualità di responsabile della divisione capital market del gruppo.

Borsa Italiana nel corso degli anni ha creato modelli di mercato diversificati e ha posto le premesse di una continua evoluzione dei mercati per poter venire incontro alle esigenze delle imprese in relazione alla fase di sviluppo in cui si trovano e alla loro dimensione. Particolare attenzione è stata dedicata alle piccole e medie imprese, elemento vitale del tessuto imprenditoriale italiano.

In particolare, oggi il mercato azionario si compone di:

- ✓ **mercato MTA** che si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione offrendo loro un mercato allineato ai migliori standard internazionali, in grado di supportare le esigenze di raccolta di capitali domestici e internazionali provenienti da investitori istituzionali, professionali e dal pubblico risparmio ed in grado di garantire un'elevata liquidità dei titoli. Al 31 marzo 2010, le società quotate su MTA sono 270, per una capitalizzazione complessiva pari a 458 miliardi di euro. Di queste le società di grandi dimensioni (large cap)-rappresentate nell'indice FTSE MIB (che riunisce i 40 titoli più liquidi e capitalizzati sul listino) - pesano per 395 miliardi di euro.
- ✓ **segmento STAR, lanciato nel 2001 all'interno del mercato MTA**, per le imprese di media dimensione *con una capitalizzazione compresa tra i 40 a 1.000mln di euro, pensato per accogliere aziende di diversi settori che decidono di fare della corporate governance e dell'adozione delle best practices di comunicazione e relazione con il mercato il loro tratto distintivo;*

La compliance con requisiti ritenuti discriminanti per le decisioni di investimento da parte di investitori internazionali da un lato e l'investimento decennale di Borsa Italiana in road-show internazionali dall'altro hanno consentito alle aziende quotate e quotande di ampliare il pool di liquidità a loro disposizione e di raccogliere capitali internazionali per finanziare la crescita. Oggi il segmento STAR conta 73 società (il 36% del listino), con una capitalizzazione complessiva di 16bn€ e una capitalizzazione media di 225mln€ (al 28/02/2011). In 10 anni le società STAR hanno raccolto 6,6bn€, di cui 4,3bn€ al momento della quotazione e 2,3bn€ successivamente.

Le società al momento della quotazione raccolgono capitali prevalentemente da investitori istituzionali (82% dal 2006 ad oggi) e prevalentemente da investitori istituzionali esteri (51,5%). In 10 anni la quota di investitori esteri presenti nel capitale delle società STAR è passata dal 54% all'88% a testimonianza del

successo dell'operazione STAR nel rendere le medie imprese quotate attraenti per i capitali esteri e visibili nel contesto finanziario internazionale.

- ✓ mercato **MAC**, avviato nel novembre 2007, primo mercato non regolamentato italiano orientato alle imprese di minore dimensione e riservato a investitori professionali. Tale mercato è sorto nel contesto di una vera iniziativa di sistema in quanto questo mercato è stato promosso congiuntamente dalle principali banche italiane e da Borsa Italiana. Tale mercato si fonda su requisiti d'accesso semplificati e sul presupposto che le banche del territorio possano essere un interlocutore facilmente accessibile per le imprese e si possa in tal modo aumentare il livello di confidenza degli imprenditori nell'approccio al mercato finanziario;
- ✓ mercato **AIM Italia**, nato nel 2008, con l'obiettivo di mettere a disposizione delle imprese italiane un modello di mercato ispirato all'AIM UK, che è il mercato leader a livello mondiale per le piccole e medie imprese con oltre 3.000 aziende ammesse e provenienti da circa 30 Paesi negli ultimi 15 anni. In un'ottica di complementarità con il MAC, il Mercato AIM Italia è aperto al pubblico indistinto..

Come accennato, il MAC e l'AIM Italia sono stati pensati per società di piccola e media dimensione e in quanto mercati non regolamentati (Multilateral Trading Facilities) sono dotati di una regolamentazione flessibile e un livello di compliance per le imprese, sia in fase di quotazione che una volta quotate, più adeguato a società di minori dimensioni. A titolo esemplificativo non sono previsti i resoconti intermedi di gestione (richiesti su MTA) e gli unici documenti richiesti per l'ammissione a quotazione sono il documento di ammissione (AIM Italia) e la scheda informativa (MAC). Ne consegue un processo di quotazione più rapido e meno oneroso rispetto al mercato principale, pur in presenza di adeguati presidi a tutela dell'investitore.

Oggi su AIM Italia e MAC sono quotate 21 società con una capitalizzazione complessiva di 594 mln€ (al 31/03/2011).

All'attività di organizzazione del mercato Borsa Italiana unisce anche una forte iniziativa di promozione delle società quotate e del mercato.

Per le società di maggiori dimensioni, le cd blue chip, Borsa Italiana organizza ogni anno dal 2000 un road-show che tocca le principali piazze finanziarie a livello mondiale, selezionate in base al pool di liquidità disponibile e all'interesse

all'investimento nelle società italiane. Il programma del 2010 ha consentito lo svolgimento di oltre 400 incontri con 180 investitori istituzionali e ha toccato le piazze di New York, Toronto, Londra, Stoccolma e Tokio. Alcune tappe sono organizzate in collaborazione con il Ministero degli Affari Esteri.

Dal 2001 Borsa Italiana inoltre organizza ogni anno 2 Conference - una a Londra e una a Milano - dedicate alle società appartenenti al segmento STAR.

La STAR Conference di Milano di quest'anno ha visto la partecipazione di 105 case di investimento (tra cui una buona componente di investitori esteri provenienti da Svizzera, Inghilterra, Francia, Germania, USA e Nord Europa) che hanno effettuato oltre 800 incontri con il management delle società STAR.

La STAR Conference di Londra, organizzata con il supporto dell'Ambasciata Italiana, nell'ottobre 2010 ha visto la partecipazione di circa 60 case d'investimento internazionali e ha avuto ad oggetto la presentazione dei risultati annuali alla comunità finanziaria inglese ed internazionale.

Borsa Italiana agisce anche con un'attività di stimolo ed *education* alle imprese italiane affinché scelgano la via dell'innovazione e della crescita, che trova nella Borsa un naturale alleato.

A tal fine gli strumenti operativi utilizzati in via continuativa vanno dall'organizzazione di iniziative formative e informative pubbliche ad incontri personalizzati con imprenditori e management delle aziende; dalla semplice segnalazione delle opportunità derivanti dalla quotazione, all'individuazione dei gap che un'azienda deve colmare per poter accedere al mercato e alla formazione sugli adempimenti di un'azienda quotata. Tali attività prevedono un forte coinvolgimento delle società quotate in qualità di tutor e di consulenti e intermediari specializzati sia nelle attività propedeutiche alla quotazione che nel processo di accesso al mercato vero e proprio.

Nel solo 2010 sono stati organizzati oltre 30 incontri pubblici, oltre 150 incontri individuali con aziende e circa quindici incontri tecnici finalizzati alla selezione della squadra di consulenti necessaria all'avvio del processo di quotazione.

Borsa Italiana nel tempo ha costruito un network di quasi 100 Partner Equity Markets, ovvero intermediari, società di revisione e consulenza, studi legali e professionisti, che condividono con Borsa Italiana l'impegno a sostenere i progetti di sviluppo del sistema imprenditoriale italiano, con pratiche allineate ai migliori standard internazionali. Borsa Italiana si impegna ad allineare tempestivamente i Partner Equity Markets su tutte le novità che intervengono sui mercati, sulle società che hanno le caratteristiche per poter effettuare un'operazione di successo e li coinvolge proattivamente nelle attività divulgative sul territorio e nel consolidamento di practice gestionali orientate alla creazione di valore.

Borsa Italiana ha siglato degli accordi strategici finalizzati alla diffusione della cultura dell'equity con alcuni importanti attori che condividono la convinzione che la quotazione sia sinonimo di crescita, competitività e dinamicità del sistema economico-finanziario e industriale del nostro Paese. Ci si riferisce in particolare agli accordi con Confindustria, ABI, AIFI, Consiglio Nazionale dei Dottori commercialisti, ANDAF e Università Bocconi.

Si riportano gli aspetti salienti previsti dal quadro di accordi:

- *Accordo con Confindustria sia a livello nazionale che con alcune associazioni territoriali che prevede l'apertura di Exchange Information Point a livello locale in seno a Confindustria con personale formato da Borsa Italiana, in grado di supportare le imprese nel valutare le opportunità offerte dalla quotazione in Borsa e la fattibilità dell'operazione (ad oggi sono attivi un Exchange Information Point presso Confindustria Modena/Emilia Romagna, Confindustria Verona/Veneto e Assolombarda);*
- *Accordo con ABI che prevede fra le altre cose la possibilità di favorire la creazione di fondi specializzati nell'investimento in PMI, la possibilità di sviluppare linee di credito specifiche a favore delle imprese neo-quotate che abbiano effettuato in prevalenza operazioni in aumento di capitale e la formazione delle reti bancarie sul territorio;*
- *Accordo con Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili che prevede programmi di training specifici sui mercati e sul ruolo del Dottore Commercialista nella fase di avvicinamento alla quotazione nei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, nel processo di quotazione e nell'affiancamento post quotazione (ad oggi sono stati organizzati corsi presso gli Ordini di Roma, Milano e Napoli)*
- *Accordo con ANDAF che prevede la formazione dei Direttori Finanziari delle aziende associate*
- *Accordo con AIFI, che ha portato all'implementazione di una procedura di fast-track per l'accesso alla quotazione su MTA delle società partecipate da uno o più investitori finanziari e che prevede la realizzazione di uno studio che ogni anno individua le società quotabili presenti nel portafoglio dei private equity*
- *Accordo con l'Università Bocconi che prevede la creazione di un tavolo di lavoro congiunto, che individui una pluralità di azioni concrete per sottolineare l'importanza che l'accesso al capitale di rischio da parte delle PMI sia considerato una priorità dalle istituzioni e dai partecipanti al mercato e il coinvolgimento degli studenti nella realizzazione di casi aziendali esemplificativi che dimostrino come la scelta di quotarsi abbia agito - per le PMI italiane - come volano di crescita e sviluppo.*

Il mercato secondario: attrarre liquidità

La necessità di ampliare il numero degli investitori e accrescerne il carattere internazionale è apparsa da subito un aspetto chiave per il successo del mercato italiano. Da qui, la scelta di Borsa Italiana di promuovere il mercato presso le principali piazze finanziarie internazionali e di facilitare l'incontro tra le società quotate e gli investitori.

Complessivamente, Borsa Italiana ha raggiunto e mantenuto il primato europeo della liquidità, tenuto conto delle dimensioni relative dei sistemi economici e dei mercati dei capitali. La turnover velocity, il rapporto tra il valore degli scambi e la capitalizzazione di mercato, ha raggiunto a fine 2010 il 170%, rispetto al 68% del 1997, con benefici effetti sul costo di finanziamento per le imprese e sulla liquidità per gli investitori.

La composizione degli intermediari che partecipano ai mercati gestiti da Borsa Italiana è variato negli ultimi anni a favore degli operatori internazionali anche a seguito della fusione con London Stock Exchange. Sia nel 2009 che nel 2010 il numero di intermediari esteri che ha chiesto l'adesione al mercato azionario è stato superiore rispetto al numero dei domestici: 12 nel 2009 (nessun domestico) e 10 nel 2010 (1 domestico).

Anche la partecipazione degli intermediari internazionali alle negoziazioni dei mercati gestiti da Bit è notevolmente cresciuta: se nel 2009 hanno rappresentato il 35,8% del controvalore scambiato in azioni e il 39,6% dei contratti, nell'anno 2010 sono cresciuti al 46,4% e al 49,9% per toccare nei primi tre mesi del 2011 il 53,9% del controvalore e il 52,6% dei contratti.

Il trend è ancora più evidente nel mercato dei derivati. Idem: nel 2009 il 44,3% dei contratti standard scambiati e il 55,0% del controvalore nozionale erano conclusi da intermediari internazionali, nel 2010 si è passati al 56,0% e al 63,7% per raggiungere nei primi tre mesi del 2011 il 60,0% dei contratti standard e il 67,6% del controvalore nozionale.

Anche sul fronte degli investitori istituzionali rileviamo che oggi la componente di investitori esteri supera il 90% degli investitori presenti nel capitale delle società di grande dimensione e si attesta sull'88% per le società STAR. Nel capitale delle società appartenenti al FTSE MIB sono presenti circa 1280 investitori provenienti da 40 Paesi in rappresentanza di 8.000 fondi.

Dall'altra parte, l'investimento azionario degli investitori istituzionali italiani è contenuto; i fondi comuni d'investimento a specializzazione azionaria contano il 17% delle risorse gestite, perlopiù investiti in azioni estere. Il patrimonio dei fondi azionari specializzati Italia è sceso a fine 2010 a quota 4.346 miliardi di euro (contro un dato a fine 2009 di 5,999 miliardi di euro) e rappresenta a fine 2010 circa il 4% del comparto azionario totale.

Estrema attenzione è stata, infine, dedicata agli investitori individuali, che rappresentano un tratto distintivo del mercato italiano anche nel panorama internazionale. I risparmiatori italiani si sono avvicinati, numerosi, al mercato azionario durante il processo delle grandi privatizzazioni degli anni Novanta e detengono circa il 25% della capitalizzazione del mercato italiano, la quota più elevata nel confronto europeo.

Inoltre, l'Italia si caratterizza per l'esistenza di una alta componente di investitori *retail* che operano sui mercati finanziari attraverso Internet e la cui operatività è assimilabile a quella degli investitori professionali per gamma di prodotti, frequenza di negoziazione e competenze. Il trading online rappresenta oggi circa un terzo dei contratti su azioni e il 15% dei contratti derivati.

Tale sviluppo è stato reso possibile dall'azione combinata di Borsa Italiana e degli intermediari i quali hanno assicurato agli investitori finali condizioni di eccellenza tecnologica e un costante investimento in formazione finanziaria, condizione imprescindibile affinché i privati possano operare da soli in modo consapevole e informato.

E' inoltre continua l'attenzione di Borsa Italiana nell'offerta di mercati per tutte le asset class: dagli strumenti di debito, ai securitised derivatives, agli ETF e ai contratti derivati; questi ultimi particolarmente rilevanti come ulteriore volano di liquidità per il mercato azionario.

In particolare, il mercato IDEM, nonostante le condizioni generali di mercato degli ultimi mesi, ha raggiunto nel 2010 un record storico con un totale di 44,2 milioni di contratti e 3 milioni di posizioni aperte. In particolare sono stati negoziati una media di 170.000 contratti giornalmente, corrispondenti approssimativamente a 3,45 miliardi di euro.

Borsa Italiana si conferma inoltre al primo posto in Europa per contratti ETF conclusi sui sistemi telematici. Nel 2010 si sono raggiunti nuovi massimi storici con riferimento agli scambi, con 307 milioni di euro giornalieri (+43% rispetto alla media del 2009). Anche il numero di strumenti finanziari quotati ha avuto una forte e costante crescita. In particolare, dai 409 ETF quotati nel '09 si è giunti ai 602 di marzo 2011.

3. Il mercato azionario italiano – spunti di riflessione

Il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e Pil a fine 2010 è pari al 27% per l'Italia, contro il 43% della Germania, il 74% della Francia, l'82% della Spagna, il 133% del Regno Unito e il 231% della Svizzera. A fine 2010 erano quotate in Italia 332 società, 280 ad Atene, 765 a Francoforte, 1135 sui mercati di Euronext, 778 sui mercati di Nasdaq-Omx e 2.670 a Londra.

Il peso delle blue chip italiane nel panorama europeo è relativamente modesto e in leggero declino negli ultimi anni, confermando un'importante separazione tra il peso del sistema economico e la sua rappresentazione in Borsa. A fine 2010 le blue chip italiane nel FTSEurofirst300 sono 20 su un totale di 307 titoli, pari al 4,4% della capitalizzazione del flottante dell'indice; contro le 70 di UK (32,2% di market cap del flottante), le 55 della Francia (16,1% di market cap del flottante) e le 38 della Germania (12,9% di market cap del flottante).

Esiste inoltre una forte polarizzazione del nostro listino su alcuni settori quali Banks, Oil&Gas e Utilities, che nell'insieme pesano per quasi il 60% della market cap del flottante dell'indice di FTSE Italia All-Share (a fine 2010 nel FTSE Italia All Shares Banks, Oil&Gas e Utilities pesavano rispettivamente il 24,1%, il 19,7% e il 15,5% contro un peso nel FTSEurofirst 300 dei medesimi settori del 14,7%, 10,9% e

5,6%). Conseguentemente risultano poco rappresentati i settori dell'industria manifatturiera, dell'alimentare e dei beni e servizi di consumo

Sul fronte delle piccole e medie imprese, nel confronto internazionale, la realtà italiana si caratterizza per un contenuto ricorso al capitale di rischio e per una ridotta propensione alla quotazione delle piccole e medie imprese.

Il numero e la dimensione di società quotate rappresenta un gap che separa l'Italia dal resto dei Paesi europei e si configura come una vera e propria anomalia, pur in presenza di un potenziale significativo.

La quotazione agirebbe direttamente su alcune caratteristiche del tessuto industriale italiano: la mancata attivazione di questo canale di supporto alla crescita e al cambiamento delle strutture proprietarie è un'opportunità a cui il sistema industriale non può, senza una seria riflessione, rinunciare.

Tra le possibili principali concause di quanto esposto, ricordiamo:

- ✓ Scarsa propensione alla quotazione delle imprese italiane e in particolare delle Pmi, dovuta alla struttura familiare della proprietà, alla reticenza all'apertura del capitale per timore di ingerenze nella gestione aziendale e in alcuni casi di un'eccessiva trasparenza.
- ✓ Carenza di fondi specializzati nell'investimento in Pmi domestiche, che a fine 2010 in Italia sono 7 con 180 ml. A fine 2009, erano 9 in Italia (11 in Germania, 57 in UK e 61 in Francia) e in generale di investitori istituzionali di lungo periodo (fondi pensione, mutual funds). Se le aziende di grandi e medie dimensioni riescono con successo ad attrarre capitali internazionali, per le PMI risulta più costoso sia in termini monetari che organizzativi l'accesso al capitale estero e dovrebbero trovare più naturalmente in Italia la base di investitori necessaria per finanziare la loro crescita.
- ✓ Scarso livello di patrimonializzazione delle imprese italiane, che storicamente privilegiano l'accesso al credito rispetto al capitale di rischio, grazie a una

fiscalità a favore del credito e ai minori costi organizzativi richiesti all'impresa per l'accesso a tale canale.

- ✓ Il Costo della quotazione, inteso come costo per adeguare l'impresa alla compliance richiesta per la quotazione in borsa e gli oneri post quotazione. Si rileva che negli ultimi 5 anni il costo di quotazione dichiarato nei prospetti informativi per le aziende con capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro è mediamente di 4,4 milioni di euro e rappresenta il 7,5% del capitale raccolto. Il prezzo pagato a Borsa Italiana rappresenta mediamente lo 0,65% del costo di quotazione sostenuto dalle imprese. Se si osservano le sole società con capitalizzazione inferiore a 100 milioni di € (che hanno effettuato una raccolta di almeno 10 mln€) il costo è stato mediamente di 1,96 milioni di euro che rappresenta circa il 9% del capitale raccolto e il 3% della capitalizzazione al momento della quotazione. Tali costi appaiono allineati a quelli degli altri principali mercati europei.

Nel confronto con forme alternative di finanziamento (debito e private equity) è opportuno considerare che la quotazione offre una forma di accesso in via permanente al capitale di rischio (attraverso il meccanismo degli aumenti di capitale) e come tale tanto più economicamente efficiente quanto più frequente è il ricorso al mercato per raccogliere nuovi capitali.

Inoltre, è opportuno distinguere fra costi strettamente funzionali alla quotazione (ad esempio, i costi di collocamento e di predisposizione della documentazione necessaria) dai costi funzionali a raggiungere superiori livelli di trasparenza e miglioramenti della struttura organizzativa (ad esempio revisione dei conti, sviluppo sistemi di controllo di gestione), che rappresentano investimenti che l'azienda sostiene per presentarsi in modo adeguato agli investitori internazionali.

Vi è nel nostro Paese la necessità di incrementare il capitale di rischio destinato alle PMI a supporto dei loro progetti di crescita. In altri paesi, fra cui la Francia e l'Inghilterra, sono state operate scelte a favore della ricapitalizzazione delle PMI, sia

attraverso opportune misure fiscali incentivanti il ricorso al capitale di rischio, sia attraverso la costituzione di fondi pubblico-privato a sostegno del comparto.

È auspicabile che venga promossa un'azione di sistema volta a valorizzare la centralità della borsa all'interno delle politiche industriali e fiscali quale strumento di crescita, innovazione, creazione di occupazione e adozione di una gestione aziendale improntata alla trasparenza gestionale e fiscale.

4. Assetti normativi e regolamentari

Borsa Italiana opera in contesto normativo caratterizzato da forte complessità e una debolezza dal lato della domanda. La numerosità e l'articolazione degli adempimenti normativi per le società quotate si è tradotto, come noto, in maggiori costi di accesso al mercato il cui peso è inversamente proporzionale alla dimensione delle società.

Appare auspicabile l'individuazione di spazi di semplificazione degli oneri di quotazione per tutte le società ammesse nei mercati regolamentati al pari di iniziative volte a favorire lo sviluppo di investitori specializzati.

Dal lato delle sue competenze, l'attività di sviluppo e manutenzione regolamentare di Borsa Italiana può essere definito un cantiere sempre aperto. Ne sono esempi forti:

- ✓ **il tavolo aperto con le autorità e l'industria sul ruolo dello Sponsor** nell'ambito della procedura di ammissione al fine di pervenire a una soluzione condivisa volta a meglio definire compiti e responsabilità e per questa via ridurre potenzialmente i costi di quotazione.
- ✓ **il progetto di revisione sistematica del Regolamento** dei mercati in un'ottica di razionalizzazione complessiva degli adempimenti previsti.
- ✓ **la recentemente istituzione dell'Advisory Board** per i mercati AIM IT e MAC, con l'obiettivo di definire un modello unico di mercato per le PMI, dove siedono

rappresentanti di emittenti, investitori e intermediari nonché le rilevanti Associazioni di categorie.

L'Advisory Board ha individuato due temi decisivi per lo sviluppo dei mercati dedicati alle PMI:

il ruolo degli investitori nello sviluppo del mercato azionario: in questo ambito, si vogliono definire proposte e azioni per lo sviluppo di investitori in PMI che assicurino un flusso stabile di capitali di rischio a favore delle PMI quotate, che intendono avvicinarsi al mercato azionario e un mercato secondario adeguato, contraddistinti da specifiche caratteristiche di professionalità, operatività e organizzazione. In questo ambito, viene condotta inoltre un'attività di analisi e sviluppo normativo, per conseguire una maggiore flessibilità operativa per i fondi nell'investimento in PMI non quotate. Ad oggi sono in discussione alcune iniziative legislative che possono rappresentare l'occasione utile per conseguire questo obiettivo (ad ed. recepimento della direttiva ECAP, della direttiva UCITS IV, finalizzazione della direttiva AIFM a livello comunitario, etc.).

l'individuazione di un modello di mercato ottimale per rispondere alle esigenze delle PMI e, più in generale, dell'industria italiana coinvolta. In tale ambito viene condotta un'analisi ad ampio spettro sulle criticità emerse nelle esperienze dei mercati MAC e AIM Italia al fine di addivenire a una soluzione di sistema anche indipendente dagli attuali modelli esistenti. Tale analisi, oltre ad aspetti normativi e regolamentari, investe anche le attuali pratiche di mercato al fine di individuare possibili aree di intervento per rendere il processo e la permanenza in borsa cost effective per una PMI da un lato e conveniente per gli operatori dall'altro. Le principali aree di approfondimento funzionali all'individuazione del modello sono

*- la **Presenza, ruolo e coinvolgimento di Advisor.** L'accesso al mercato e un'adeguata permanenza possono richiedere che l'emittente si avvalga della presenza di un Advisor. Questo soggetto collabora con l'emittente e fornisce a esso adeguata formazione e conoscenza dei meccanismi operativi e disciplinari. Può rimanere un rapporto "privato" o assumere rilevanza verso la Borsa Italiana (Sponsor e NOMAD). In questo caso, l'ampiezza delle attività e delle responsabilità richieste nei confronti di Borsa Italiana nonché il grado di esposizione dell'Advisor verso il pubblico sono definiti anche in funzione della tipologia di investitori (retail o professionali) a cui il mercato si rivolge oltre che in dipendenza di logiche di efficienza e corretto funzionamento del mercato*

*- La **Definizione degli impegni per emittenti in fase iniziale e continuativa.** Trattandosi di strumenti finanziari non quotati, le società non sono soggette agli obblighi di informativa al pubblico previsti dalla normativa. Di conseguenza è il regolamento del mercato che introduce gli adempimenti informativi in fase iniziale e post ammissione. La tipologia e intensità di tali obblighi sono definiti anche in funzione della tipologia di investitori (retail o professionali) cui è rivolto il mercato.*

Interventi sulla normativa primaria e secondaria

Condividiamo le iniziative intraprese dalla Consob di costituzione di tavoli di lavoro di analisi sistematica dell'attuale contesto normativo e regolamentare

volta al recupero di competitività, alla semplificazione e alla razionalizzazione della normativa per le società quotate.

L'elevata produzione normativa comunitaria e nazionale in materia, è andata, infatti, progressivamente a elevare il gradino per la quotazione determinando una sempre più stringente regolamentazione per gli emittenti quotati.

Un modello improntato su una nuova segmentazione a livello di normativa primaria, che introduca obblighi distinti in relazione alla partecipazione a uno dei due segmenti regolamentati, appare un'ipotesi interessante. Essa offrirebbe alla società un'opzione "qualitativa" nella scelta del mercato di quotazione e agli investitori la possibilità di scelta tra diversi profili societari e di mercato

In questo ambito, anche la disciplina degli MTF, quali AIM Italia e MAC, potrebbe trovare un inquadramento più sistematico basato sulla chiara ripartizione tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione e obblighi applicabili agli emittenti ivi quotati. Tale ripartizione incontra attualmente il limite normativo della disciplina anche codicistica degli "emittenti diffusi" e/o "società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio".

Tale disciplina (tra l'altro collocata in differenti e plurime fonti normative) determina per le società ammesse nei sistemi multilaterali di negoziazione punti di interferenza e sovrapposizione regolamentare. Essa rappresenta inoltre per il gestore del mercato un condizionamento importante nelle scelte di policy in tema di requisiti regolamentari (di accesso e di permanenza) dovendo calibrare le regole del mercato con le previsioni normative al fine di evitare incoerenze complessive.

La presenza della disciplina degli emittenti diffusi infine pregiudica la percezione di una disciplina unitaria per i sistemi multilaterali di negoziazione, e in definitiva, di uno standard di sistema.

A tal fine sembrerebbe opportuna una rivisitazione della disciplina degli emittenti diffusi volta ad escludere dall'ambito di applicazione le società ammesse su domanda in MTF oppure, più drasticamente, eliminare detta disciplina per tutte le società.