

**COMMISSIONE VI
FINANZE**

**RESOCONTO STENOGRAFICO
INDAGINE CONOSCITIVA**

1.

SEDUTA DI MARTEDÌ 23 NOVEMBRE 2010

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **GIANFRANCO CONTE**

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Causi Marco (PD)	7
Conte Gianfranco, <i>Presidente</i>	3	Comaroli Silvana Andreina (LNP)	7
INDAGINE CONOSCITIVA SUI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI		Pesce Simona, <i>Partner di Servizi Emittenti Quotati srl (SEQ)</i>	3, 4, 5, 6, 7
Audizione di esperti:		ALLEGATO: Documentazione consegnata dalla dottoressa Simona Pesce	9
Conte Gianfranco, <i>Presidente</i>	3, 4, 5, 6, 8		

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: Popolo della Libertà: PdL; Partito Democratico: PD; Lega Nord Padania: LNP; Unione di Centro: UdC; Futuro e Libertà per l'Italia: FLI; Italia dei Valori: IdV; Misto: Misto; Misto-Alleanza per l'Italia: Misto-ApI; Misto-Noi Sud Libertà e Autonomia, I Popolari di Italia Domani: Misto-Noi Sud-PID; Misto-Movimento per le Autonomie-Alleati per il Sud: Misto-MpA-Sud; Misto-Liberal Democratici-MAIE: Misto-LD-MAIE; Misto-Minoranze linguistiche: Misto-Min.ling.; Misto-Repubblicani, Azionisti, Alleanza di Centro: Misto-RAAdC.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
GIANFRANCO CONTE

La seduta comincia alle 13,50.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati.

Audizione di esperti.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, l'audizione di esperti.

Diamo inizio al programmato ciclo di audizioni ascoltando la dottoressa Simona Pesce, *partner* della società a responsabilità limitata Servizi emittenti quotati (SEQ), alla quale do senz'altro la parola.

SIMONA PESCE, *Partner di Servizi Emittenti Quotati srl (SEQ)*. Signor presidente, onorevoli deputati, ritengo opportuno premettere di essere stata invitata ad aprire il ciclo di audizioni, che la Commissione svolgerà nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, in forza dell'esperienza maturata dalla società di cui sono *partner* al servizio delle società quotate. In particolare, la società Servizi emittenti quotati srl fornisce ai propri clienti assistenza nella gestione delle attività ordinarie, nonché assistenza e consulenza con riferimento alle operazioni di carattere straordinario.

Naturalmente, seguiamo anche piccole aziende che cercano di quotarsi, sebbene non si tratti, in questo periodo, della nostra attività prevalente.

In ragione di ciò, il contributo che cercherò di offrire alla Commissione sarà incentrato sulle problematiche da affrontare in tale settore, sulle quali ha posto l'accento il presidente uscente della Consob, Lamberto Cardia, nella Relazione per l'anno 2009.

Prenderei le mosse proprio da due tra le principali questioni indicate nel predetto documento, relative alle grandi società quotate, con le connesse problematiche legate alla vigilanza e al rapporto tra Borsa Italiana Spa e Consob, e alla scarsa propensione alla quotazione delle società più piccole.

Per quanto riguarda le grandi aziende quotate e, in generale, i mercati regolamentati, l'ex presidente della Consob ha sottolineato come le principali problematiche siano legate principalmente al ruolo delle banche, della Consob e di Borsa Italiana Spa.

La Consob dovrebbe svolgere un'attività di vigilanza puntuale sull'adempimento degli obblighi cui sono tenuti le società quotate e gli intermediari. Di fatto, la vigilanza assume una connotazione formale, mentre l'eccesso di regolamentazione rende più difficoltosa la gestione del quotidiano da parte delle società quotate, le quali compiono enormi sforzi per restare sul mercato, gravandosi di notevoli costi.

A quella di competenza della Consob bisogna aggiungere l'attività svolta da Borsa Italiana Spa nell'ambito dell'organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari, il cui esercizio, soprattutto in materia di infor-

mativa societaria, alla società di gestione e al pubblico, tende a sovraccaricare ulteriormente le imprese quotate.

Per quanto riguarda i possibili interventi su questo fronte, riteniamo, in primo luogo, che si possa ragionare in termini di semplificazione degli adempimenti e di conseguente riduzione dei costi di permanenza sul mercato. Questo, ad oggi, è senz'altro il problema più rilevante riscontrato dalle società quotate. Si è molto parlato dei costi connessi alla quotazione, che tuttavia, pur essendo sicuramente rilevanti, non sono paragonabili a quelli derivanti dagli obblighi cui i soggetti quotati sono chiamati ad ottemperare successivamente, in via ordinaria. Questo è il principale problema che le società hanno evidenziato.

Vi è, poi, un problema relativo all'attività di quotazione, oggi totalmente attribuita a Borsa Italiana Spa: a questa spetta la definizione, da un lato, dei requisiti e delle procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società emittenti e, dall'altro, delle condizioni e delle modalità di ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni.

Tale situazione, che può generare, di fatto, conflitti di interessi, non assicura, d'altro canto, una verifica in ingresso circa le potenzialità effettive delle società; o meglio, si scopre spesso che le verifiche sono di carattere formale, non sufficientemente puntuali.

Al riguardo, ricordo che il professor Cardia, nella citata relazione, aveva evidenziato l'opportunità, allo scopo di garantire più elevati standard di qualità per il mercato azionario, di recuperare la funzione pubblica del *listing*, separandola dall'ammissione alle negoziazioni, che è funzione tipica delle società di gestione dei mercati (a mio avviso, si dovrebbe anche prevedere una soglia minima di capitalizzazione per l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati).

Varrebbe la pena di approfondire la questione: effettivamente, anche in Italia si potrebbe valutare l'opportunità di affidare l'attività di *listing* a un soggetto diverso dalla società di gestione del mercato, il

quale possa svolgere una verifica iniziale attinente all'ammissione alla quotazione.

Tale opportunità è certamente auspicabile in un momento in cui Borsa Italiana Spa, essendosi realizzata la fusione con il London Stock Exchange Group, ha anche meno interesse, rispetto al passato, a curare l'attività di *listing*.

Sono quelle cui ho accennato, a mio modo di vedere, le problematiche principali da affrontare.

PRESIDENTE. Alla dottoressa Pesce, che è un'operatrice di mercato, è utile, in questa fase, porre alcune domande relative ad argomenti che avremo modo di sviluppare meglio, nel prosieguo dell'indagine, con gli altri attori principali del mercato.

Credo che la nostra prima necessità, non avendo mai affrontato *ex professo* i temi della borsa in questa legislatura, sia proprio quella di entrare nei meccanismi che ne regolano il funzionamento. Ciò è essenziale sia per verificare l'adeguatezza del quadro normativo sia per impostare, eventualmente, un intervento finalizzato a superare la situazione di asfissia che caratterizza il mercato borsistico italiano.

Ricordo che il primo a porre l'accento sulle considerazioni contenute nella Relazione del presidente Cardia, cui lei ha fatto riferimento, dottoressa Pesce, fu il collega Fluvi, il quale propose di avviare un'indagine conoscitiva, successivamente deliberata dalla Commissione, sui mercati degli strumenti finanziari.

L'impressione è che nel mercato borsistico italiano vi siano moltissime ombre.

Quante società si sono quotate negli ultimi due anni sui mercati diversi da quelli regolamentati?

SIMONA PESCE, Partner di Servizi Emittenti Quotati srl (SEQ). In realtà, negli ultimi dieci anni, il numero delle aziende quotate è rimasto sostanzialmente invariato.

Abbiamo assistito a una lunga serie di *delisting*, che ha riguardato società anche di maggiori dimensioni, ad esempio Avio Spa, a seguito dell'acquisizione da parte di un fondo di *private equity* inglese.

A fronte di un numero di *delisting* piuttosto elevato, vi è stata, negli ultimi due anni, anche una serie di ammissioni alla quotazione, in special modo sui sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati, i quali offrono alle aziende nuove opportunità di raccolta di liquidità, peraltro poco sfruttate.

I mercati regolamentati, organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa, e soggetti alla vigilanza della Consob, hanno poco *appeal*, perché ritenuti straordinariamente costosi. Le società, oltre a riorganizzare la propria struttura di *governance* sulla base di determinate prescrizioni, devono assolvere adempimenti tecnico-giuridici che generano un notevole appesantimento burocratico e oneri piuttosto robusti. A fronte di ciò, è normale che le imprese siano piuttosto riluttanti ad avviare il processo di quotazione.

Se si ha riguardo, poi, alle società di minori dimensioni, la raccolta limitata che riescono a realizzare, come dimostrato dalle esperienze di questi anni, e i pesanti oneri da sostenere, per l'ammissione alla quotazione e per la permanenza sul listino, non giustificano l'ingresso nel mercato.

A nostro parere, è necessario alleggerire la complessità e l'onerosità dei mercati regolamentati e, per le imprese di minori dimensioni, organizzare piattaforme alle quali le stesse possano accedere a costi contenuti.

Oltre a una più puntuale definizione dei ruoli dell'Autorità di vigilanza e della società di gestione, nell'ottica di cui ho già detto, si dovrebbe procedere a una riorganizzazione complessiva delle regole che presiedono al funzionamento dei mercati, in maniera tale che gli adempimenti risultino semplici e poco costosi.

In tale ambito si pone anche il problema del ruolo delle banche, che si presenta estremamente variegato. Talvolta, le stesse banche che erogano credito alla società da ammettere a quotazione fungono non soltanto da *global coordinator*, ma intervengono anche sul mercato per dare liquidità ai titoli a seguito della quotazione.

Il ruolo pervasivo delle banche ha spesso generato conflitti di interessi. L'ultimo è quello che riguarda Premafin — ai cui rapporti con il mondo bancario si è interessata non soltanto la stampa specializzata —, la quale si ritrova a gestire un problema di cassa originatosi tempo fa (in una maniera piuttosto complessa, che esula dalle problematiche della vigilanza sui mercati degli strumenti finanziari).

Si potrebbe riflettere, quindi, sull'opportunità di prevedere un limite all'intervento di un unico istituto di credito nella vita delle società, nel senso, ad esempio, di escludere la partecipazione alla procedura di ammissione alla quotazione della banca creditrice dell'impresa da quotare. Introducendo vincoli del tipo indicato, si ridurrebbe l'influenza sulle società delle banche, le quali sarebbero costrette a confrontarsi tra loro.

PRESIDENTE. Con riferimento al tema del conflitto di interessi, abbiamo avuto conoscenza, attraverso la stampa, di strane vicende riguardanti società prossime alla decozione. In tali casi, l'accesso alla borsa ha rappresentato un tentativo per sgravare le banche dal peso del debito accumulato dalle imprese.

Vi sono esempi simili nella storia recente?

SIMONA PESCE, Partner di Servizi Emittenti Quotati srl (SEQ). In realtà, episodi analoghi a quelli da lei segnalati, signor presidente, si verificano con una certa frequenza.

Il caso più eclatante è senz'altro quello di Parmalat, la quale aveva attivato la procedura di quotazione quando era già tecnicamente fallita, generando le complicazioni che tutti conosciamo. Appartiene alla storia più recente, invece, il caso Mariella Burani FG, oggi in amministrazione straordinaria (la società ha fruito di una serie di interventi da parte degli istituti di credito che, forse, avrebbero dovuto essere regolati in maniera diversa).

Questo è successo nell'ambito dei mercati regolamentati. Poiché vi sono anche i sistemi di negoziazione diversi dai mercati

regolamentati, varrebbe la pena, a maggior ragione, di definire nuove regole per gli interventi delle banche, indipendentemente dagli effetti di Basilea 3.

PRESIDENTE. Ci potrebbe dire qualcosa sui mercati diversi da quelli regolamentati?

SIMONA PESCE, *Partner di Servizi Emittenti Quotati (SEQ)*. A oggi sono molto pochi, almeno in Italia.

A seguito della MIFID, la direttiva europea che ha immaginato di aprire il mercato alle società di piccole dimensioni, grazie a piattaforme di gestione dei titoli non regolamentate, sul mercato italiano sono stati avviati, sostanzialmente, due mercati: il Mercato alternativo del capitale (MAC) e, più recentemente, l'AIM Italia. Quest'ultimo voleva essere la versione italiana dell'Alternative Investment Market, nato nel Regno Unito nel 1995 (prima della crisi finanziaria, l'idea aveva riscosso grande successo).

Per quanto riguarda il mercato italiano, il ritorno è stato abbastanza marginale, nel senso che, al di là degli sforzi per promuovere i sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati, si è creata, di fatto, una situazione difficile da gestire. Infatti, le piccole società sono costrette a confrontarsi con le banche creditrici, le quali sono poste dinanzi alla seguente alternativa: o le avviano alla quotazione sul mercato, oppure negano loro il credito, magari chiedendo anche il rientro dei finanziamenti erogati. Si tratta di una situazione straordinariamente frequente, se si considera che il numero delle società quotate sui due mercati è, ad oggi, assolutamente risibile (sono meno di venti).

Questo è curioso, perché, in realtà, i mercati alternativi — che si tratti del MAC, dell'AIM o di una diversa piattaforma — potrebbero costituire una straordinaria opportunità, soprattutto in Italia, dove le realtà imprenditoriali sono prevalentemente medio-piccole.

Società con una capitalizzazione potenziale di 50-100 milioni di euro sono troppo

piccole per accedere a un mercato regolamentato, considerati gli oneri che la quotazione comporta. Esse hanno grande interesse, invece, e lo riscontriamo tutti i giorni, per i mercati diversi da quelli regolamentati, che comportano adempimenti semplificati e minori oneri di gestione.

Tuttavia, questi mercati sono, di fatto, sostanzialmente chiusi, perché le banche non ci credono. Le poche società quotate risultano totalmente illiquide, poco trattate e, di conseguenza, soggette a fluttuazioni dei prezzi delle azioni oggettivamente eccessive. Posso citare l'esempio di una piccola società di consulenza in comunicazione quotata a marzo 2010: con una capitalizzazione potenziale di 15 milioni di euro, ha raccolto 1,5 milioni di euro, di cui un milione è andato a copertura degli oneri di quotazione. Nel frattempo, il titolo — non so in quale situazione si trovi oggi — è arrivato a perdere, e poi a guadagnare di nuovo, il 50 per cento del proprio valore nel giro di sei mesi. È evidente che un titolo simile non può essere proposto sul mercato *retail*, che pure dovrebbe generare grandi flussi di cassa.

A questo punto, potrebbe essere utile ragionare, in questa sede, su un'ipotesi di mercato alternativo che, da un lato, sia svincolato dalla banca come unico veicolo di promozione delle aziende sul mercato dei capitali e, dall'altro, goda, magari, del sostegno pubblico.

Penso, ad esempio, a un fondo costituito dalla Cassa depositi e prestiti, sufficiente a generare la liquidità necessaria per l'ammissione alla quotazione di tante piccole società. Anche questo potrebbe essere un sistema per rendere più liquido un mercato nel quale le banche non credono. Potrebbero rivelarsi utili, al medesimo fine, una politica di incentivazione fiscale all'investimento in *equity*, la promozione di fondi specializzati in PMI e lo sviluppo di incentivi all'aggregazione tra imprese, nell'ottica dell'apertura del loro capitale al mercato.

Bisogna trovare una soluzione per avviare una macchina che, in Italia, non è ancora partita.

SILVANA ANDREINA COMAROLI. Nel ringraziarla per il suo intervento, dottoressa, vorrei chiederle se le problematiche cui lei ha accennato si riscontrino anche nelle altre borse europee e, inoltre, se qualche mercato borsistico sia caratterizzato da una vigilanza a livelli di eccellenza, in virtù di una normativa informata a criteri di responsabilità.

SIMONA PESCE, *Partner di Servizi Emittenti Quotati srl (SEQ)*. In realtà, tutte le borse hanno qualche problema se si guarda all'aspetto della vigilanza. Dall'esistenza di una regolamentazione e di una vigilanza scaturiscono inevitabilmente oneri in capo alle società.

Un esempio lampante di un funzionamento diverso — dovuto, tuttavia, anche al diverso approccio dell'utenza — è quello del London Stock Exchange, al quale compete la sola ammissione al *trading* dei titoli delle società che si quotano sul mercato londinese, mentre l'attività di *listing* è stata attribuita all'equivalente inglese della nostra Consob, la FSA (Financial Service Authority). La separazione delle due attività è, probabilmente, ciò che ha permesso di governare in maniera diversa — non so se più efficiente, ma comunque certamente diversa — l'accesso delle società al mercato borsistico inglese.

Bisogna considerare, comunque, che nei Paesi anglosassoni vi sono, tendenzialmente, grosse realtà industriali, la cui crescita è dovuta anche a fattori esterni, per le quali è più facile accedere al mercato. Al contrario, il tessuto imprenditoriale italiano si compone di tante realtà abbastanza piccole. Ho detto "abbastanza piccole" a ragion veduta: sono il nostro pane quotidiano, per così dire, imprese con fatturato dai 20 ai 50 milioni di euro, le quali hanno potenzialità di capitalizzazione ben superiori.

Tuttavia, non abbiamo, onestamente, un mercato che sia efficiente ed efficace per la realtà industriale italiana. Anche l'AIM, la cui istituzione si fonda su un presupposto giustissimo, è gestito da Borsa Italiana Spa, la quale organizza e gestisce anche i mercati regolamentati, con un

approccio che tende, in qualche modo, a essere uniforme e che, invece, dovrebbe essere diversificato. Ciò crea quell'aggravio di cui parlavo prima, in qualche modo sostenibile, magari *obtorto collo*, per le società più grandi, ma certamente non per quelle piccole, che si vorrebbe si avvicinasero al mercato dei capitali.

MARCO CAUSI. Poiché è stato recentemente istituito il Fondo italiano di investimento per le piccole e medie imprese, al cui capitale partecipa anche Cassa depositi e prestiti Spa, le chiedo se, per quanto le consta, esso abbia già preso contatti con gli operatori specializzati, al fine di agevolare i processi di patrimonializzazione delle piccole imprese, nella prospettiva di una futura quotazione.

Non bisogna dimenticare che al Fondo partecipano anche le principali banche italiane. In proposito, mi sembra molto difficile disarticolare il legame tra la piccola impresa italiana e le banche, nelle quali gli imprenditori identificano un consulente finanziario «tuttofare».

Il suo accenno al Fondo per le piccole e medie imprese delinea un'interessante traccia di lavoro; tuttavia, bisogna fare i conti con le banche e con il ruolo che esse hanno assunto nel sistema finanziario italiano: in alcuni casi, è un pregio; in altri, è un difetto.

SIMONA PESCE, *Partner di Servizi Emittenti Quotati srl (SEQ)*. Per quanto riguarda l'attività del Fondo italiano di investimento, la mia conoscenza non va al di là di ciò che si apprende dai giornali. Comunque, non ne so abbastanza per ipotizzare interventi. L'indagine conoscitiva potrebbe costituire un'occasione per studiarlo e per formarsi qualche idea al riguardo.

Non dubito che le banche debbano necessariamente intervenire nella gestione del credito alle imprese — ci mancherebbe altro! —, ma mi domando se il loro intervento debba necessariamente avere un'ampiezza di trecentosessanta gradi. Credo sia potenzialmente rischioso, se non dannoso, che una banca gestisca la liqui-

dità o comunque l'accesso al credito di un'impresa in qualsiasi momento e in qualsiasi forma, senza che un soggetto terzo sia mai chiamato a valutare l'opportunità di determinati interventi. Da questo punto di vista, il caso Parmalat è emblematico.

Sebbene le banche debbano essere le interlocutrici principali delle imprese, si potrebbe ragionare — con le banche stesse — su una loro partecipazione un po' più strutturata e, magari, meno vincolante.

Un sistema che desse alle piccole e medie imprese la possibilità di accedere a capitale pubblico, con il vincolo dell'ammissione alla quotazione, renderebbe più liquido il mercato. Naturalmente, per invogliare gli investitori, anche le persone fisiche, si dovrebbero prevedere agevolazioni fiscali, fino alla totale esenzione nel caso di investimenti di durata adeguata (ma questo è un campo nel quale si può congetturare in mille modi). Non si tratta di impedire alle banche di avere un ruolo, ma di evitare che esse impongano in ogni caso le proprie logiche, a mio modo di vedere non sempre condivisibili.

PRESIDENTE. Colgo uno spunto per sviluppare una riflessione.

Al capitale del Fondo italiano di investimento per le piccole e medie imprese partecipano alcune banche, il Ministero dell'economia e delle finanze, l'ABI, la Cassa depositi e prestiti, Confindustria: insomma, c'è un po' di tutto.

È compito del Fondo investire nelle piccole e medie imprese per farle crescere, fino a che, consolidatasi la crescita, arriverà il momento del disinvestimento.

Mi pongo, allora, la seguente domanda: il processo avrà come sbocco la quotazione in Borsa? Si tratta di una questione che è quanto mai opportuno affrontare nel momento in cui il Fondo si accinge a realizzare i primi interventi.

Più specificamente, se il problema della gran parte delle imprese italiane è quello della dimensione, è certamente utile erogare denaro pubblico per aiutarle a crescere. Un giorno o l'altro, però, il denaro pubblico, che il Fondo avrà investito nelle piccole e medie

imprese, dovrà essere disinvestito. In tale prospettiva, non sarebbe opportuna l'istituzione di un mercato non regolamentato destinato a questa nicchia di mercato, per consentire alle predette imprese di crescere ancora di più?

Il problema dei sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati — così mi è parso di capire — è rappresentato dal fatto che sono immesse sul mercato piccole quantità di flottante da parte di società scarsamente capitalizzate, con la conseguenza che i titoli sono soggetti a oscillazioni anomale. Probabilmente, dovremmo tenere conto anche di ciò. Poiché le risorse pubbliche sono scarse, dovremmo utilizzarle per sostenere la crescita delle imprese in possesso dei requisiti minimi per conseguire il risultato che ci prefiggiamo.

Non essendovi altre richieste di intervento, è giunto il momento di ringraziare la dottoressa Pesce per avere aderito al nostro invito.

Poiché è ancora possibile indicare esperti da invitare in audizione, se i colleghi hanno suggerimenti, la Presidenza è disponibile ad accoglierli. Ho ritenuto opportuno cominciare dalla dottoressa Pesce affinché ella ci offrisse, da esperta di mercati degli strumenti finanziari, un primo quadro di riferimento. Sebbene i colleghi non siano digiuni della materia, è stato comunque utile acquisire, direttamente da un'operatrice di mercato, ulteriori elementi di conoscenza.

Ringrazio quindi la dottoressa Pesce, anche per la documentazione consegnata, di cui autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna (*vedi allegato*), e dichiaro conclusa l'audizione.

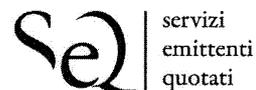
La seduta termina alle 14,20.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

Licenziato per la stampa
il 29 agosto 2011.

ALLEGATO

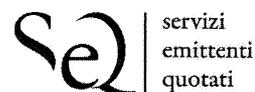


Camera dei Deputati
VI COMMISSIONE FINANZE

**Indagine conoscitiva sui mercati degli
strumenti finanziari**

Roma 23 11 2010

***Documentazione depositata dalla Dott.ssa
Simona Pesce partner di SEQ Servizi Emittenti
Quotati.***



Servizi Emittenti Quotati – Presentazione

SEQ è stata costituita a Milano nel 2007, con l'obiettivo di fornire consulenza professionale per la gestione dei tanti e complessi adempimenti normativi e regolamentari posti a carico delle società che operano sul mercato dei capitali. Gestione degli affari societari, comunicazione e compliance rappresentano le attività core di SEQ. SEQ offre altresì assistenza per l'avvio in quotazione delle PMI sui mercati non regolamentati

I servizi offerti

SEQ si rivolge alle società - e in particolare a quelle che non dispongono di una struttura interna dedicata - per assistere:

- nella gestione degli affari societari ordinari e straordinari, nella predisposizione della comunicazione regolamentare e nella gestione dell'interlocuzione con le Autorità di Vigilanza;
- nell'attività di comunicazione, consentendo le attività di accreditamento, lo sviluppo dell'ufficio stampa e la pianificazione delle attività di comunicazione finanziaria;
- nell'adozione di un efficace sistema di compliance che include tra l'altro la redazione di modelli di controllo in materia di responsabilità amministrativa e di gestione della privacy, nonché nella gestione delle informazioni privilegiate, nella predisposizione del Registro degli Insider e dell'Internal Dealing;
- nel processo di ammissione in quotazione in qualità di advisor sui nuovi mercati - MAC ed AIM Italia;
- nella gestione degli adempimenti delle SGR e dei loro rapporti con le Autorità di Vigilanza.

www.serviziemittentiquotati.it

- 4 -



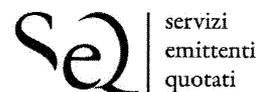
www.serviziemittentiquotati.it

Servizi Emittenti Quotati Srl
Via Belfiore, 5
20145 - Milano (MI)

tel. +39 0248003457
fax +39 0243510841

info@serviziemittentiquotati.it

www.serviziemittentiquotati.it



I Partner

Simona Pesce

Giurista di Impresa, ha maturato un'esperienza di quindici anni come responsabile degli affari legali e societari di società quotate quali Autogrill, RCS MediaGroup (già HdP), eBiscom e Nuova Parmalat, specializzandosi in particolare in operazioni di finanza straordinaria, M&A e ammissioni in quotazione.

Email: s.pesce@serviziemittentiquotati.it

Antonio de Filippi

Giornalista, esperto di comunicazione finanziaria e lobbying, negli ultimi dieci anni ha maturato un'ampia esperienza in materia di *compliance* alla normativa obbligatoria e in materia di *corporate governance*.

Email: a.defilippi@serviziemittentiquotati.it

www.serviziemittentiquotati.it

- 11 -



Ho accolto con molto piacere e grande interesse l'invito ad essere audita nell'ambito di questa indagine conoscitiva sui mercati finanziari.

Ritengo che sia fondamentale che, in questo momento di grave e complessa crisi dei mercati, l'attenzione del Legislatore si porti verso i mercati finanziari, con spirito aperto ed una precisa volontà riformatrice.

L'Italia è una nazione ricca di talenti imprenditoriali, ma la situazione di natura legislativa, fiscale e regolatoria che si è creata negli anni, coniugata alla parziale attuazione della MIFID, ha bloccato lo sviluppo di un vero ed efficiente mercato dei capitali.

L'esperienza maturata in anni di direzione degli affari societari di aziende multinazionali, italiane ed internazionali, e la più recente quale partner di SEQ (Servizi Emittenti Quotati) azienda nata per assistere le PMI nel loro processo di accesso ai mercati, mi spinge ad alcune osservazioni.

Gli argomenti da porre all'attenzione della Commissione a mio giudizio sono:

- Andamento dei mercati regolamentati;
- La Direttiva Mifid e l'avvio dei mercati non regolamentati;
- Il ruolo della Vigilanza e del Gestore del mercato.

I protagonisti sono:

- Risparmiatori;
- Imprese piccole medie e grandi;

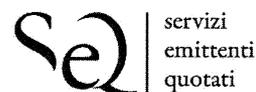
www.serviziemittentiquotati.it

Servizi Emittenti Quotati Srl
Via Belfiore, 5
20145 - Milano (MI)

tel. +39 0248003457
fax +39 0243510841

info@serviziemittentiquotati.it

www.serviziemittentiquotati.it



- Banche;
- Consob;
- Borsa italiana;

Numerosi altri sono gli attori, ma in estrema sintesi e per le finalità che mi propongo, questi sono i principali.

La mia attenzione è stata prevalentemente rivolta a fornire gli elementi che permettano di comprendere perché il mercato italiano non funziona, quali ne sono i motivi tecnici, quali quelli psicologici, quali quelli storici.

Alcune riflessioni

Contesto europeo

Tratto da www.affariitaliani.it

Nel primo trimestre 2010, le borse europee hanno visto 77 IPO, per un valore di offerte pari a 4.671 milioni di euro, rispetto alle 55 quotazioni con controvalore raccolto pari a 5.247 milioni di euro negli ultimi tre mesi del 2009. Entrambi i trimestri hanno evidenziato un incredibile miglioramento rispetto al tetro primo trimestre del 2009, quando in Europa si sono avute soltanto 16 IPO, per un controvalore aggregato di soli 35 milioni di euro, in un momento in cui le borse stavano pesantemente risentendo della recessione e della perdita di fiducia verificatasi a livello mondiale nei mercati dei capitali.

Londra è la capofila europea, per volume e valore, con 20 IPO e un controvalore raccolto sul mercato di 2.092 milioni di euro nel trimestre di riferimento, dopo aver chiuso quello precedente a quota 14 IPO per un valore di 951 milioni di euro. Il Main Market è presente con 11 quotazioni (pari a 1.816 milioni di euro), mentre al mercato AIM ne fanno capo 8, per un valore totale di 240 milioni di euro, rispetto alle 9 IPO che hanno raccolto un controvalore di 388 milioni di euro nell'ultimo trimestre del 2009. La società mineraria African Barrick Gold Ltd e la società di servizi finanziari Horizon Acquisition Co. Plc, posizionate al terzo e quarto posto generale in Europa, sono state le protagoniste delle 2 maggiori IPO della Borsa di Londra, con un controvalore complessivo raccolto sul mercato di 1.102 milioni di euro.

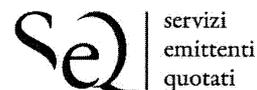
Al secondo posto per valore, dopo Londra, figura la Deutsche Börse, con 8 IPO e un controvalore raccolto pari a 1.745 milioni di euro, una ripresa notevole dal risultato dell'ultimo trimestre del 2009 quando, con una sola IPO, si sono collocati solo 48 milioni di euro. La differenza si deve in larga misura a due nuovi titoli quotati, quello della società di telecomunicazioni Kabel Deutschland Holding AG e quello della società di beni e

Servizi Emittenti Quotati Srl
Via Belfiore, 5
20145 - Milano (MI)

tel. +39 0248003457
fax +39 0243510841

info@serviziemittentiquotati.it

www.serviziemittentiquotati.it



servizi industriali Brenntag AG; insieme, questi due nuovi ingressi hanno realizzato un controvalore di 1.310 milioni di euro, diventando le 2 più grandi IPO in Europa nel periodo in esame.

NYSE Euronext è risultata al terzo posto, in discesa rispetto alla prima posizione dell'ultimo trimestre 2009, con 8 IPO per un valore di 303 milioni di euro nel trimestre (rispetto a 6 IPO per un valore di 1.907 milioni nel quarto trimestre 2009).

Altrove in Europa, come in Lussemburgo, si sono registrate 9 IPO per un valore aggregato di 195 milioni di euro, una cifra significativamente al di sotto a quella di tre mesi fa, quando la borsa lussemburghese è stata sede di altrettante 9 IPO, che hanno raccolto complessivamente un controvalore di 709 milioni di euro. Il risultato è comunque molto avanti rispetto ai tre mesi corrispondenti del 2009, quando si erano registrate due quotazioni per un valore di soli 27 milioni.

Borsa Italiana, che fa parte del London Stock Exchange Group, ha avuto soltanto tre nuove quotazioni sul mercato AIM, per un valore pari a 10 milioni di euro.

In ordine di valore d'offerta, la posizione successiva è occupata da Oslo Børs and Axess, che è stata sede di 4 debutti per un valore di 142 milioni di euro (nell'ultimo trimestre ha registrato semplicemente 1 nuovo ingresso, per controvalore raccolto di 7 milioni di euro).

NASDAQ OMX ha avuto 6 IPO, per un valore di 99 milioni di euro (rispetto a tre per una raccolta di 38 milioni nell'ultimo trimestre), mentre la Wiener Börse ha fatto registrare due nuovi titoli quotati, per un valore aggregato di 38 milioni di euro, rispetto a 0 IPO nell'ultimo trimestre del 2009.

BME (Borse Spagnole) ha avuto 2 IPO, per controvalore raccolto di 15 milioni di euro (1 IPO di 12 milioni di euro nel trimestre precedente), mentre le borse greche, svizzere e irlandesi non hanno fatto registrare alcuna attività di offerta pubblica iniziale nel trimestre in esame.

Il mercato italiano: le problematiche

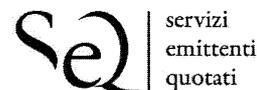
1. La ritrosia degli imprenditori ad accettare l'inevitabile maggior grado di trasparenza nello svolgimento della loro attività che la quotazione richiede;
2. L'eccessiva complessità della disciplina giuridica riguardante le società quotate in mercati regolamentati, che a seguito degli scandali finanziari è stata ulteriormente implementata, aumentando in modo esponenziale gli adempimenti (prevalentemente di carattere formale) ed i conseguenti costi di quotazione e di permanenza sul mercato. Tali

Servizi Emittenti Quotati Srl
Via Belfiore, 5
20145 - Milano (MI)

tel. +39 0248003457
fax +39 0243510841

info@serviziemittentiquotati.it

www.serviziemittentiquotati.it



costi rendono di fatto poco attraente l'ipotesi di quotazione, in particolare per le piccole - medie imprese.;

3. Il timore che la presenza di soci estranei possa condurre gradualmente alla perdita del controllo sulla società, genera come prima conseguenza avvii in quotazione di quote minoritarie di aziende, con assetti proprietari stabili, generalmente blindati da patti parasociali;

4. La scarsa propensione del sistema bancario italiano a promuovere canali "diretti" di raccolta finanziaria che renderebbero più autonome le imprese e richiederebbero un diverso approccio alla gestione del rischio da parte delle banche stesse. In quest'ambito bisogna anche tenere conto dei molteplici ruoli che le banche rivestono nel settore; in primo luogo le principali banche sono loro stesse quotate, prima della fusione con Borsa di Londra detenevano il controllo di Borsa Italiana, ed intervengono in tutti i passaggi del processo di quotazione delle imprese, dal collocamento alla gestione dei titoli sul mercato. Questa situazione genera inevitabilmente un'operatività in conflitto di interesse, che andrebbe modificata. Un primo passo in questa direzione sarebbe il ritorno dell'attività di listing a Consob o ad un soggetto da essa controllato, separando l'attività di valutazione del listing da quello del trading, che deve restare in capo al gestore del mercato.

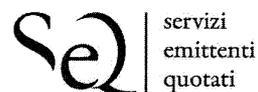
5. La limitata presenza di investitori istituzionali e lo scarso interesse delle famiglie italiane per l'investimento azionario attratte piuttosto dai rendimenti offerti da titoli di stato e dal loro favorevole trattamento fiscale.

Mercati Regolamentati

Secondo la disciplina comunitaria un mercato regolamentato possiede i seguenti requisiti:

- Regolarità di funzionamento: gli scambi hanno luogo secondo modalità predefinite sia per quanto riguarda i meccanismi di fissazione del prezzo, sia per quanto riguarda il pagamento e/o trasferimento del bene oggetto dello scambio;
- Elaborazione, o approvazione, da parte dell'autorità di vigilanza delle regole relative alle condizioni di accesso e alle modalità di funzionamento;
- Prescrizione del rispetto degli obblighi di trasparenza definiti dalla direttiva 93/22/cee.

Di fatto esiste una precisa regolamentazione circa gli operatori ammessi al mercato, gli strumenti trattati, gli obblighi informativi ai quali sono sottoposti i soggetti operanti, il



meccanismo di definizione del prezzo, le modalità di negoziazione, le procedure di liquidazione degli scambi.

Obiettivo di un mercato regolamentato è quello di assicurare uniformità organizzativa e la standardizzazione degli strumenti in esso negoziati.

La MIFID

Recepita in Italia nel 2007 con il Decreto legislativo n° 164/2007, la direttiva MIFID risponde all'esigenza di creare un terreno competitivo uniforme (*level playing field*) tra tutti gli intermediari finanziari dell'Unione europea, senza però pregiudicare la necessaria protezione degli investitori e la libertà di svolgimento dei servizi di investimento in tutta la Comunità. Gli obiettivi di fondo della direttiva sono:

- la tutela degli investitori, differenziata a seconda del diverso grado di esperienza finanziaria
- l'integrità dei mercati
- il rafforzamento dei meccanismi concorrenziali, con l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati
- l'efficienza dei mercati, finalizzata anche a ridurre il costo dei servizi offerti
- il miglioramento dei sistemi di *governance* delle imprese di investimento ed una migliore gestione dei conflitti di interesse

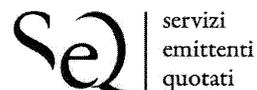
I Mercati non Regolamentati in Europa

L'AIM (Alternative Investment Market) di Londra è nato nel 1995, antecedentemente l'attuazione della direttiva. Tale mercato risulta essere un mercato alternativo, molto favorevole allo sviluppo delle PMI. Ancorchè non disciplinato dalla MIFID ne trae i suoi effetti. Il numero delle imprese che ne fanno parte è molto elevato (circa 1600), e non paragonabile ai mercati alternativi degli altri paesi europei tutti di recente costituzione.

Il MAB (mercado alternativo de Bursatil) creato dal Bolsas y Mercados Espanoles (BME), nato nel luglio 2006, in Spagna.

ALTERNEXT è nato in Francia nel 2005, un punto di riferimento per le aziende, con fatturati prossimi ai cinquanta milioni di euro. Il listino è "centralizzato" e unico, ma consta di tre anime secondo la natura delle imprese e cioè i sottosegmenti Parigi, Amsterdam e Bruxelles. Alternext non è regolamentato dalla MIFID ma dall'euronext.

L'ENTRY STANDARD nata in Germania nel 2005.



FIRST NORTH, opera nei paesi scandinavi, è il mercato alternativo di azioni small e growth creato da Omx (Nordic exchange) al fine di proporre un MTF nell'ambito della normativa MiFid.

L'ENA (mercato alternativo di Atene) è un MTF. L' ENA è vigilato da Hellenic Capital Market Commission (HCMC).

Come si vede da questo brevissimo panorama, le scelte sono state diverse e tra loro poco concordi.

I Mercati non regolamentati in Italia

A seguito dell'emanazione della MIFID, in Italia sono stati avviati due mercati: il MAC (Mercato Alternativo del Capitale) attivo dal settembre 2007, e l'AIM Italia operativo dal maggio 2009. Entrambi sono organizzati e gestiti da Borsa Italiana, e dovrebbero consentire un avvio in quotazione semplificato per le PMI.

Il MAC è destinato esclusivamente ad investitori istituzionali, mentre l'AIM prevede anche l'accesso agli investitori "retail".

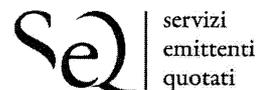
A garanzia della stabilità del processo di quotazione, il MAC prevede che l'avvio in quotazione venga garantito da una Banca Sponsor, che deve assistere l'Emittente per almeno un triennio.

L'AIM prevede invece il Nomad (nominated advisor) soggetto deputato al controllo ed al sostegno delle aziende quotate, per quanto riguarda la governance, la compliance e la comunicazione verso il mercato.

Entrambi i mercati si caratterizzano per la loro semplicità di accesso, per i minori costi di permanenza e disposizioni di governance semplificate rispetto ai mercati regolamentati.

Nonostante le caratteristiche appena descritte, dalla data del loro avvio le società avviate in quotazione sono state meno di 20 e parte di queste sono micro-imprese o start up che hanno raccolto sul mercato capitali esigui.

Tali risultati sono conseguenti a diversi fattori, tra i quali rilevano in particolare l'assenza di investitori istituzionali specializzati in PMI, l'interesse marginale che le Banche mostrano rispetto a questi mercati perché poco profittevoli e l'assenza di incentivi/agevolazioni fiscali che in altri Paesi hanno permesso di garantire un volano di liquidità al mercato. Mi riferisco in particolare all'esperienza del mercato AIM (Alternative Investments Market), che rappresenta un'alternativa importante per la raccolta di capitali alle PMI ; è un mercato la cui liquidità è costantemente monitorata e garantita grazie all'intervento di fondi di investimento dedicati, fondi pensione, fondi assicurativi che, in



virtù di una politica di incentivazione all'investimento da parte del governo britannico, hanno nel mercato AIM una buona opportunità di investimento.

Conclusioni

Le imprese italiane hanno bisogno di un mercato regolamentato meno complesso ed oneroso rispetto all'attuale e, per le PMI, di un mercato non regolamentato che permetta a costi contenuti, senza eccessive modifiche nella propria struttura di governance, di accedere al mercato dei capitali.

Ogni mercato deve però crescere consapevole della necessità di un attento sistema di controlli, che distingua i ruoli ed eviti il rischio di conflitti di interesse (ruolo degli enti regolatori, ruolo della banca, del gestore del mercato, del NOMAD sull'AIM e dello SPONSOR sul MAC).

Ciò che serve per rafforzare l'iniziativa è uno sforzo sul lato degli investitori.

Investire sul mercato, ed in particolare quello delle PMI, richiede infatti un approccio particolare e risorse dedicate. Alcuni interventi si potrebbero rivelare adeguati a questo fine: una diversa politica di incentivazione fiscale all'investimento in equity. Si potrebbe agevolare il trattamento fiscale dell'investitore, anche delle persone fisiche, fino alla totale esenzione nel caso di investimenti di durata adeguata; la promozione di fondi di investimento specializzati in PMI; un'adeguata promozione nei confronti della comunità imprenditoriale; l'ulteriore sviluppo di incentivi alla concentrazione tra imprese che avvengano nel contesto dell'apertura del loro capitale al mercato.

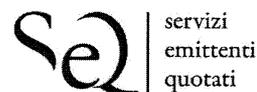
In estrema sintesi:

Per le imprese di maggiori dimensioni:

- Semplificazione del sistema di compliance, governance e comunicazione obbligatoria
- Riduzione dei costi di accesso alla quotazione e di permanenza sul mercato
- Ridefinizione del ruolo delle banche che svolgono la loro attività in un inevitabile conflitto di interessi essendo al contempo Emittenti, Promotori del collocamento, Soci del Mercato e ovviamente erogatori del credito.
- Listing riportato in Consob, o in una società da questa controllata
- Revisione del ruolo delle società di rating

Per le PMI:

- Necessità di creare un mercato impostato sulle PMI, con propri operatori dedicati



- Ridimensionamento del ruolo di Borsa Italiana come monopolista del mercato in Italia, mediante la creazione di un mercato alternativo che individui un diverso gestore
- Necessità di una politica fiscale che favorisca l'avvio del nuovo mercato
- Necessità di un intervento dello Stato (attraverso la creazione di un fondo dedicato) per creare l'iniziale liquidità (nel corso della sua audizione Gorno Tempini di Cassa Depositi e Prestiti si è fatto avanti con decisione)
- Necessità di un intervento legislativo che permetta ai fondi pensione ed alle assicurazioni di investire una quota della propria liquidità, anche marginale, sul nuovo mercato sfruttandone la fiscalità e favorendone la liquidità

Si deve anche cominciare a ragionare su di un sistema di regole che preveda adempimenti semplici, organizzati e poco costosi.

Nello svolgimento della nostra attività abbiamo constatato che l'autodeterminazione lasciata alle imprese su questi argomenti genera in via prevalente difficoltà e non la semplificazione auspicata; la tendenza è stata che ci si configuri sul metro delle aziende di maggiori dimensioni, con la conseguenza di maggiori costi e scarsa omogeneità delle informazioni.

A nostro giudizio è necessario lavorare per la predisposizione di un sistema di adempimenti a percorso obbligato, di chiara e semplice esecuzione.

Un format, come per le gare pubbliche on line, che renda le informazioni inserite confrontabili e disponibili al pubblico senza ulteriori passaggi.

Un simile sistema, a nostro avviso non solo verrebbe accolto positivamente dalle imprese, ma renderebbe confrontabili le informazioni, garantendo trasparenza ed immediatezza anche agli investitori.

PAGINA BIANCA

€ 2,00



16STC0014230