

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
GIANFRANCO CONTE

La seduta comincia alle 14,20.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

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 dell'amministratore delegato di Borsa Italiana Spa.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, l'audizione dell'amministratore delegato di Borsa Italiana Spa.

Il dottor Raffaele Jerusalmi è accompagnato dal dottor Fabrizio Plateroti, responsabile della divisione regolamentazione di Borsa Italiana Spa.

Credo che il nostro ospite abbia avuto modo di documentarsi in merito alle precedenti audizioni. In quella odierna, la Commissione ha interesse a conoscere meglio la situazione del mercato borsistico italiano, i problemi esistenti, anche in relazione al trasferimento della competenza sul *listing* alla borsa di Toronto, nonché tutto ciò che osta allo sviluppo della piazza finanziaria italiana.

Do la parola al dottor Jerusalmi, il quale svolgerà la relazione, cui seguiranno

eventuali domande. Il dottor Jerusalmi ha consegnato un documento, che ho già fatto mettere a disposizione dei colleghi.

RAFFAELE JERUSALMI, *Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa*. Signor presidente, onorevoli deputati, desidero innanzitutto ringraziarvi dell'invito rivolto a Borsa italiana Spa, che ci offre l'opportunità di presentare le nostre riflessioni sulle molteplici questioni attinenti ai mercati degli strumenti finanziari.

Illustrerò i passaggi più rilevanti del documento che ho predisposto per l'odierna audizione, di cui ho lasciato una copia agli atti, al fine di consentirne una completa visione. Esso è strutturato in una parte principale, che userò come traccia, e che leggerò in gran parte, seguita da approfondimenti, di cui non darò lettura, ma che sarà agevole, in seguito, rintracciare nella relazione depositata.

Il primo paragrafo è relativo a Borsa Italiana Spa e all'evoluzione dell'*exchange industry*, ossia delle borse.

Borsa Italiana Spa, 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 ed 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 e di disporre l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni.

Al fine di 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.

Ciò si è tradotto nella seguente articolazione dei mercati: il Mercato telematico azionario (MTA); il Mercato telematico dei cosiddetti *securitized derivatives exchange* (SeDeX), dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari cartolarizzati, come i *certificates* e i *covered warrant*, che, essendo più noti, avrete sentito nominare; il Mercato telematico degli OICR aperti (ETFplus); il Mercato telematico delle obbligazioni (MOT), dedicato prevalentemente alla negoziazione di obbligazioni e titoli di Stato, ma anche di obbligazioni *corporate*, principalmente rivolto alla clientela *retail*; il Mercato telematico degli *investment vehicle* (MIV), dedicato alla negoziazione di società di investimento mobiliare e immobiliare e di quote di fondi chiusi; il Mercato degli strumenti derivati (IDEM), dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari derivati, ma anche di derivati sull'energia elettrica (IDEX).

In questi anni, Borsa Italiana ha progressivamente integrato a livello societario, attraverso l'acquisizione della Cassa di compensazione e garanzia e, successivamente, di Monte Titoli Spa, l'intera filiera dei servizi di negoziazione con i servizi di *clearing* e di *post-trading*.

L'acquisizione di MTS, il Mercato telematico dei titoli di Stato, ha rafforzato, infine, la posizione internazionale di Borsa Italiana anche nel settore del reddito fisso. MTS è il più grande mercato regolamentato elettronico: vi si negoziano titoli di Stato italiani, ma anche di altri Paesi europei.

Questo processo di integrazione ha consentito di massimizzare la qualità dei servizi offerti, in termini sia di affidabilità, sia di continua innovazione tecnologica, a un prezzo tra i più competitivi a livello internazionale, com'è stato riconosciuto anche dalla Commissione europea in un *paper* di alcuni anni fa.

Inoltre, Borsa Italiana ha valorizzato la propria sede storica in Piazza Affari, a Milano, realizzando un centro congressi che è diventato un punto di riferimento

per la comunità finanziaria. Si segnala l'importante investimento compiuto nel corso dell'ultimo anno, finalizzato all'ammodernamento dell'intero palazzo, per consentire a tutte le società del gruppo presenti a Milano di occupare la medesima sede. Ciò consentirà di passare da 170 presenze a oltre 400. I lavori termineranno entro la fine di giugno.

La globalizzazione del mercato finanziario ha determinato, negli ultimi anni, un aumento della competizione e un 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 *trading* su sistemi elettronici di ETF, *securitized derivatives* e titoli a reddito fisso.

Il *London Stock Exchange Group* è quotato sulla Borsa di Londra ed ha un azionariato diffuso. Tra i principali azionisti, si segnalano Borse Dubai, con il 20,5 per cento circa, Qatar Investment Authority, con il 15,5 per cento circa, Unicredit, con il 6 per cento e Intesa Sanpaolo con il 5,65 per cento circa (le cifre che ho indicato sono ufficiali, ma suscettibili di variazioni, ove siano sopraggiunte, in questi giorni, vendite di cui non siamo ancora a conoscenza). Per la restante parte, l'azionariato è composto prevalentemente da fondi di investimento e, per una parte molto limitata, da altre banche italiane, che hanno una quota di partecipazione complessiva del 5 per cento.

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

ci riferiamo anche al *listing*. Anche le società ammesse al mercato fanno parte di questo perimetro.

La complementarietà dei modelli di sviluppo di Borsa Italiana e London Stock Exchange, sotto i profili organizzativo, dei prodotti e dei clienti, nonché l'appartenenza a un gruppo internazionale, continuano a rappresentare un'opportunità di crescita 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 sviluppo, in grado di portare chiari benefici alle società quotate, agli intermediari e agli investitori.

All'integrazione di Borsa Italiana nel London Stock Exchange ha fatto seguito l'annuncio, lo scorso 9 febbraio, di una possibile integrazione del London Stock Exchange Group con il gruppo canadese TMX, oggi in fase di autorizzazione da parte delle autorità regolamentari.

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 e Lisbona è nato il mercato chiamato Euronext, con sede a Parigi. Nel 2007, Euronext ha annunciato, a sua volta, la fusione con il New York Stock Exchange, che ha dato 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, Copenaghen, Stoccolma, Tallin, Riga e Vilnius. Nel 2007, OMX ha proceduto alla fusione con la società americana NASDAQ, per formare quello che oggi è il NASDAQ-OMX Group.

Deutsche Börse, rimasta fuori dal processo di integrazione dei mercati, ha ampliato la sua dimensione e operatività nel mercato dei derivati: nel 2007, ha acquisito International Securities Exchange Holdings, uno dei principali mercati di deri-

vati americani, che negozia soprattutto opzioni su azioni e che, unito ai mercati derivati di Eurex, già di proprietà di Deutsche Börse, ha fatto di quest'ultima uno dei principali operatori su strumenti derivati a livello mondiale.

Il 15 febbraio 2011 è stata annunciata la fusione tra Deutsche Börse e NYSE Euronext. A tale annuncio ha fatto seguito un'offerta concorrente su NYSE Euronext da parte di NASDAQ OMX, unitamente a Intercontinental Exchange.

Il contesto competitivo tra società di gestione dei mercati regolamentati è stato 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 in borsa e introducendo nuove forme di mercato, i cosiddetti sistemi multilaterali di negoziazione, alternativi ai mercati tradizionali.

Al momento, i mercati azionari di Borsa Italiana hanno confermato la centralità del proprio *pool* di liquidità, mantenendo una quota di mercato superiore all'80 per cento. Aggiungo anche che Borsa Italiana è la società che ha mantenuto la quota di mercato più elevata all'interno del mercato europeo.

Nella seconda parte della relazione sono illustrate l'organizzazione del nostro mercato primario e le attività di promozione e formazione svolte da Borsa Italiana.

Dalla privatizzazione a oggi è stato compiuto un notevole sforzo per avvicinare le imprese italiane al mercato azionario.

Da una lettura superficiale dei numeri può apparire un quadro distorto. In particolare, il fatto che, a distanza di dodici anni, il numero di società quotate sia il medesimo potrebbe suggerire l'immagine di un listino rigido e cristallizzato.

Invece, la realtà è molto diversa, perché sono ben 267 le società ammesse alla quotazione sui mercati di Borsa Italiana in questi dodici anni (escludendo le ammissioni su MTA International e i trasferi-

menti tra mercati). Al 26 aprile 2011, queste imprese hanno potuto raccogliere circa 53 miliardi di euro, nonché altri 116 miliardi di euro attraverso aumenti di capitale.

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

Si badi che, quando parliamo di piccole e medie imprese, intendiamo, in realtà, società che hanno una capitalizzazione fino a un miliardo di euro (quindi, di dimensioni piuttosto grandi).

Tuttavia, un importante contributo alla crescita è venuto anche dalle imprese di piccole e piccolissime dimensioni, in quanto le IPO di società con capitalizzazione inferiore a 100 milioni sono state in tutto 64, e hanno raccolto circa 1,1 miliardi di euro.

I *delisting* sono stati, nel corso di questi anni, circa 200 (quindi, numerosi), di cui 71 dovuti a fusioni per incorporazione in altre società quotate, 98 a offerte pubbliche d'acquisto e 27 a perdite dei requisiti per la quotazione.

Per quanto riguarda la procedura di quotazione — credo sia uno degli aspetti che interessano particolarmente la Commissione —, Borsa Italiana ha sviluppato negli anni un processo di *due diligence* di altissimo livello, volto a definire i requisiti di ammissione delle società al listino. Più specificamente, abbiamo sviluppato un sistema molto sofisticato, denominato QMAT (*Quotation management admission test*), spesso utilizzato anche a livello universitario, per mostrare le metodologie da applicare nella valutazione di un'azienda. Consideriamo motivo di vanto avere un *team* di professionisti di grande rilievo, con specifiche competenze anche di carattere settoriale, divenuti sempre più esperti nel corso degli anni.

La responsabilità dell'attività di *listing*, inteso come ammissione alla quotazione, è sempre stata, e sempre sarà — salvo cambiamenti riconducibili a scelte che esulano dalla sfera dei nostri poteri —, sotto la

responsabilità di Borsa Italiana, riportata direttamente all'amministratore delegato. Tale attività, peraltro, è sempre stata totalmente separata dall'attività di promozione e *marketing*, e nulla è cambiato a seguito dell'integrazione con il London Stock Exchange.

L'attuale assetto normativo italiano, che vede la Consob responsabile dell'approvazione del prospetto di quotazione, mentre Borsa Italiana delibera in merito all'ammissione alla quotazione, appare coerente e in linea con l'esperienza europea, dal momento che Francia, Germania, Olanda e Spagna hanno adottato una ripartizione di competenze analoga a quella italiana.

La sola eccezione, in Europa, è rappresentata dal modello adottato nel Regno Unito, che rappresenta un *unicum* per specificità e complessità. Recentemente, peraltro, tale modello è stato sottoposto a una profonda revisione, alla luce degli sviluppi intervenuti nel panorama comunitario e degli sforzi di armonizzazione compiuti nell'Europa continentale.

Sul tema del *listing* registriamo, talvolta, una certa confusione. Probabilmente, è anche colpa nostra: evidentemente, non siamo stati chiari al riguardo quando abbiamo annunciato la fusione con TMX.

Il termine *listing* ha, in realtà, accezioni diverse.

Nel contesto anglosassone, il *listing* è l'attività di promozione e *marketing* effettuata per attrarre le società verso la quotazione. Quando si afferma che il *listing*, dopo la fusione con TMX, passerebbe ai canadesi, non si fa riferimento, pertanto, all'ammissione alla quotazione delle imprese, attività di natura puramente istituzionale, supervisionata dalla Consob, ma esclusivamente all'attività di promozione svolta per attrarre nuove società nel mercato.

Vale la pena di ribadire che, nell'attuale configurazione — l'operazione con la borsa canadese non è ancora stata approvata, e bisognerà attendere l'esito dei diversi incontri che sono in corso —, l'attività di *listing* è riportata direttamente all'am-

ministratore delegato di Borsa Italiana, in qualità di responsabile della divisione *capital market* del gruppo. Ciò significa che la gestione dei mercati del gruppo fa capo a Milano, dove sono stabilito. Questo è l'assetto attuale.

Nel corso degli anni, Borsa Italiana ha creato modelli di mercato diversificati e ha posto le premesse per una continua evoluzione dei mercati, allo scopo di venire incontro alle esigenze delle imprese, in relazione alla fase di sviluppo in cui esse si trovano e alle loro dimensioni.

In tale ambito, una particolare attenzione è stata dedicata alle piccole e medie imprese, elemento vitale del tessuto imprenditoriale italiano.

Illustrerò, adesso, la composizione del nostro mercato azionario.

Il Mercato telematico azionario (MTA) è allineato ai migliori standard internazionali ed è rivolto alle imprese di media e grande capitalizzazione. Esso è in grado di supportare esigenze di raccolta di capitali domestici e internazionali, provenienti da investitori istituzionali e professionali e dal pubblico risparmio, nonché di garantire un'elevata liquidità dei titoli (su questo specifico aspetto fornirò, più avanti, informazioni alquanto interessanti).

Al 31 marzo 2010, le società quotate sul Mercato telematico azionario erano 270, per una capitalizzazione complessiva pari a 458 miliardi di euro. All'interno di tali società, quelle più grandi, le cosiddette *large cap* o *blue chip*, rappresentate nell'indice FTSE MIB (che riunisce i 40 titoli più liquidi), pesano per 395 miliardi di euro. Come vedete, si tratta di un mercato con un'altissima concentrazione.

Peraltro, lo spaccato della realtà economica italiana è alquanto diverso da come spesso lo descriviamo. Infatti, il nostro mercato non è dominato dalle imprese piccole e medie, ma soltanto dalle piccole. Come hanno chiarito le ricerche della Banca d'Italia, da questo punto di vista, l'Italia si presenta spaccata in due: da una parte, le piccole e le micro-imprese; dall'altra, le imprese grandi o

grandissime. Le imprese che possono essere considerate medie sono, invece, in numero molto limitato.

Questa è, probabilmente, una delle ragioni che spiegano il numero limitato di società presenti sul nostro listino. Come vedremo più avanti, la quotazione in borsa è una faccenda complessa. Tuttavia, le piccole dimensioni non incentivano le imprese ad avvicinarsi al mercato dei capitali.

All'interno del Mercato telematico azionario (MTA), è stato lanciato, nel 2001, il segmento STAR, rivolto alle imprese con una capitalizzazione compresa tra 40 milioni e un miliardo di euro. Esso accoglie aziende di diversi settori, le quali decidono di fare della *corporate governance* e dell'adozione delle *best practices* di comunicazione e di relazione con il mercato il loro tratto distintivo.

Nel recente passato, nel 2007 e nel 2008, sono stati lanciati due segmenti dedicati alle piccole imprese.

Il MAC, riservato a investitori professionali, è sorto nel contesto di un'operazione di sistema, in quanto promosso congiuntamente dalle principali banche italiane e da Borsa Italiana.

Il mercato AIM Italia è stato lanciato, nel 2008, con l'obiettivo di mettere a disposizione delle imprese italiane un modello di mercato che si ispirasse all'AIM UK, il quale ha avuto la capacità di attrarre oltre 2.500 imprese nel corso degli ultimi dodici anni. Diversamente dal MAC, riservato agli investitori professionali, l'AIM Italia è aperto al pubblico indistinto e, quindi, è soggetto a ulteriori attività di *due diligence*.

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 cosiddette *blue chip*, essa organizza ogni anno, ormai dal 2000, un *roadshow* che tocca tutte 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 alle nostre società di svolgere oltre 400 incontri con 180 investitori istituzionali, toccando le piazze di New York, Toronto, Londra, Stoccolma e Tokyo. Molti di questi incontri, in particolare a New York e a Tokyo, sono stati organizzati in collaborazione e con il supporto del Ministero degli affari esteri, che ci fornisce ausilio sempre con grande disponibilità.

Inoltre, dal 2001, Borsa Italiana organizza ogni anno due *conference*, una a Londra e una a Milano, dedicate a società appartenenti al segmento STAR. Quella di quest'anno ha visto la partecipazione, a Milano, di 105 case di investimento (tra cui una buona componente di investitori esteri provenienti da Svizzera, Inghilterra, Francia, Germania, Stati Uniti e Nord Europa), che hanno effettuato oltre 800 incontri con il *management* delle società STAR.

La STAR *conference* di Londra è organizzata ogni anno con il supporto dell'ambasciata italiana, la quale, oltre a mettere a disposizione la sede (e a offrire una cena di benvenuto), ci dà la possibilità di presentare i risultati annuali alla comunità finanziaria inglese e internazionale.

Borsa Italiana svolge anche un'attività di stimolo e di *education*, affinché le imprese italiane scelgano la via dell'innovazione e della crescita, avendo in noi un naturale alleato. Queste attività sono fondamentali, perché uno dei motivi per cui le aziende italiane non si quotano è da individuare proprio nella scarsa propensione alla crescita. Si tratta di un fattore culturale che caratterizza il nostro mercato. Evidentemente, l'imprenditore italiano non è particolarmente orientato né alla crescita in generale, né a stringere alleanze, ma si accontenta del risultato raggiunto: è un dato oggettivo.

A tal fine, gli strumenti operativi utilizzati in via continuativa vanno dall'organizzazione di iniziative formative e informative pubbliche a incontri personalizzati con imprenditori e *management* delle aziende, dalla semplice segnalazione delle opportunità derivanti dalla quotazione all'individuazione dei *gap* che l'azienda deve

colmare per poter accedere al mercato e, soprattutto, alla formazione sugli adempimenti di un'azienda quotata.

Tali attività prevedono un forte coinvolgimento delle società quotate (in qualità di *tutor*), di consulenti e di intermediari specializzati, non soltanto nell'attività propedeutica alla quotazione, ma anche nel processo di accesso al mercato vero e proprio.

Nel solo 2010 sono stati organizzati oltre 30 incontri pubblici, 150 incontri individuali con aziende e circa 15 incontri tecnici finalizzati alla selezione della squadra di consulenti necessari all'avvio del processo di quotazione.

Per contribuire a ridurre il costo complessivo della quotazione, in merito al quale forniremo qualche dettaglio successivamente, abbiamo creato un *network* di quasi 100 *partner equity market* di Borsa Italiana: studi legali, società di revisione e consulenza, intermediari e altri soggetti che lavorano nell'ambito del processo di quotazione. Mettendoli in competizione tra loro, siamo già riusciti a ottenere una diminuzione dei costi, per la parte di loro competenza, di circa il 50 per cento. Lo consideriamo un ottimo risultato, che dimostra come la competizione sia uno degli elementi che concorrono a ridurre i prezzi.

Borsa Italiana ha stipulato accordi strategici, finalizzati alla diffusione della cultura dell'*equity*, con alcuni importanti attori, i quali condividono la convinzione che la quotazione sia sinonimo di crescita, competitività e dinamicità del sistema economico-finanziario e industriale del Paese. In particolare, abbiamo siglato accordi con Confindustria, ABI, AIFI, Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, ANDAF e Università Bocconi (i contenuti salienti degli atti sono sinteticamente illustrati nel documento consegnato).

Per noi è sempre stato fondamentale attrarre liquidità sul nostro mercato.

La necessità di ampliare il numero di investitori e di accrescerne il carattere internazionale ci è subito apparsa un aspetto chiave per il successo del mercato italiano. Di qui la scelta di Borsa Italiana

di promuovere il mercato presso le principali piazze finanziarie internazionali e di facilitare l'incontro tra società quotate e investitori.

Complessivamente, la borsa italiana ha raggiunto e mantenuto il primato europeo della liquidità: alla fine del 2010, la *turnover velocity*, vale a dire il rapporto tra valore degli scambi e capitalizzazione di mercato, ha raggiunto il 170 per cento, rispetto al 68 per cento del 1997. Tanto per dare un'idea della rilevanza di tale risultato, posso riferire che la *turnover velocity* del London Stock Exchange è intorno all'80 per cento (meno della metà di quella della borsa italiana), mentre in Francia e in Germania il valore si attesta tra il 100 e il 140 per cento. Deteniamo, da circa dieci anni, un primato che non è apparso mai in pericolo.

La composizione degli intermediari che partecipano ai mercati gestiti da Borsa Italiana è variata, negli ultimi anni, a favore degli operatori internazionali, anche a seguito della fusione con il London Stock Exchange. Sia nel 2009, sia nel 2010, gli intermediari esteri che hanno chiesto di aderire al mercato azionario sono stati più numerosi di quelli domestici (nel 2009, dodici intermediari esteri e nessuno domestico; nel 2010, dieci esteri e uno domestico). Va detto, comunque, che il mercato domestico aveva già raggiunto un suo grado di sviluppo e di maturità.

Per quanto riguarda il mercato internazionale, quando abbiamo attuato la fusione con il London Stock Exchange avevamo già una cinquantina di operatori esteri. Grazie all'integrazione delle piattaforme tecnologiche, siamo riusciti ad attrarre operatori di secondo e di terzo livello, i quali, evidentemente, hanno trovato la convenienza economica e hanno effettuato una scelta che, se fossimo rimasti da soli, sicuramente non avrebbero compiuto.

Anche la partecipazione degli intermediari internazionali alle negoziazioni sui mercati gestiti da Borsa Italiana è notevolmente cresciuta: il controvalore scambiato in azioni è stato pari al 35,8 per cento nel 2009, al 46,4 per cento nel 2010

e nei primi tre mesi del 2011 ha raggiunto quasi il 54 per cento. In maniera analoga è cresciuto anche il numero dei contratti.

Il *trend* è ancora più evidente se guardiamo al mercato dei derivati IDEM: nel 2009, il 44 per cento dei contratti standard scambiati e il 55 per cento del controvalore nozionale erano conclusi da intermediari internazionali; tali percentuali sono cresciute sia nel 2010, passando, rispettivamente, al 56 e al 63,7 per cento, sia nei primi tre mesi del 2011, salendo al 60 per cento per quanto riguarda i contratti e al 67,6 per cento per quanto concerne il controvalore nozionale.

L'aspetto che, per alcuni versi, appare più sorprendente — per noi, si tratta di una nota molto positiva, che ci ripaga dello sforzo compiuto in questi anni — è rappresentato dalla percentuale di investitori istituzionali esteri presenti sul mercato italiano. Sembra veramente incredibile, ma la quota di investitori istituzionali esteri supera il 90 per cento — secondo gli ultimi dati in mio possesso, è del 96 per cento — degli investitori presenti nel capitale delle società di grandi dimensioni. Guardando l'altra faccia della medaglia, la percentuale degli investimenti effettuati da investitori istituzionali italiani (fondi comuni, compagnie di assicurazione, fondi pensione) nelle aziende e nei titoli italiani è calata in maniera drammatica, al punto da essere risibile.

I fattori che hanno determinato tale sproporzione sono molti. Tra i principali, possiamo menzionare la sensibile diminuzione, negli ultimi dieci anni, del numero di fondi dedicati ad azioni italiane, nonché la marcata disaffezione dell'investitore istituzionale italiano rispetto all'investimento azionario in generale. Ormai, l'investitore istituzionale italiano compie, rispetto al mercato italiano, scelte di investimento commisurate a ciò che esso rappresenta, utilizzando *benchmark* mondiali.

Come sapete, noi siamo esportatori netti di capitale finanziario, nel senso che il nostro risparmio viene in gran parte impiegato in investimenti all'estero. I ge-

stori, infatti, vanno dove ritengono di trovare le migliori opportunità, di solito offerte dai mercati più grandi.

Nel capitale delle società appartenenti al FTSE MIB (le 40 più grandi) sono presenti ben 1.280 società di investimento estere, provenienti da 40 Paesi diversi, in rappresentanza di circa 8.000 fondi. Se non altro, abbiamo ottenuto un risultato molto importante dal punto di vista della capacità di attrarre capitali dall'estero. I nostri *roadshow* hanno prodotto un ritorno molto importante per le nostre imprese.

Come ricordato, l'investimento azionario degli investitori istituzionali italiani è contenuto. I fondi comuni di investimento a specializzazione azionaria contano il 17 per cento delle risorse gestite (si tratta, per lo più, di investimenti in azioni estere). Il patrimonio dei fondi azionari specializzati Italia è sceso, a fine 2010, a poco più di 4 miliardi di euro, una cifra che rappresenta il 4 per cento del comparto azionario totale.

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

Inoltre, l'Italia si caratterizza per l'esistenza di un'alta componente di investitori *retail*, i quali operano sui mercati finanziari attraverso Fineco, IWBank e Directa, grandi operatori *on-line* che rappresentano un'eccellenza anche nel confronto europeo. Il *trading on-line* rappresenta circa un terzo dei contratti scambiati quotidianamente sul mercato e il 15 per cento dei contratti derivati, una componente importante dell'attività che si svolge tutti i giorni sul mercato.

Non a caso organizziamo insieme ai *broker on-line*, ormai da otto anni, Trading Online Expo. Ospitiamo per due giorni, a Milano, circa 4.000 persone, alle

quali offriamo la possibilità di seguire specifici corsi di formazione. Riteniamo che, ricevendo una corretta formazione, un investitore individuale possa operare sul mercato in maniera più consapevole.

Tale sviluppo è stato reso possibile grazie all'azione combinata di Borsa Italiana e degli intermediari, i quali hanno assicurato agli investitori finali condizioni di eccellenza tecnologica e un costante investimento nella formazione finanziaria.

La terza parte della relazione è dedicata ad alcuni spunti di riflessione.

In Italia, il rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL era pari, a fine 2010, al 27 per cento, contro il 43 per cento della Germania, il 74 per cento della Francia, l'82 per cento della Spagna, il 133 per cento del Regno Unito e il 231 per cento della Svizzera.

A fine 2010, in Italia erano quotate 332 società, ad Atene 280, a Francoforte 765, su Euronext 1.135, sui mercati nordici di NASDAQ-OEM 778 e a Londra 2.670. Com'è evidente, il numero di società quotate in Italia è nettamente inferiore.

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.

Il dato più significativo — altri sono indicati nella relazione — è che il peso dell'Italia è di circa il 4 per cento a livello europeo e di circa l'1,5 per cento a livello mondiale. Tali valori riflettono, probabilmente, il peso dell'economia quotata e non dell'economia nel suo complesso, atteso che nelle statistiche generali siamo sempre intorno al settimo o all'ottavo posto.

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

Poiché 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 proprie-

tarie è un'opportunità cui il sistema industriale non può rinunciare senza aprire una seria riflessione.

Abbiamo già menzionato alcune tra le principali concause di tale fenomeno. Si tratta di temi abbondantemente discussi, triti e ritriti. La verità è che portare le aziende alla quotazione è un'operazione difficile e complessa, la quale richiede la concomitante azione di tanti elementi diversi.

Innanzitutto, è piuttosto scarsa la propensione alla quotazione delle imprese italiane, in particolare delle PMI, delle più piccole. Ciò è dovuto, essenzialmente, alla struttura familiare della proprietà e alla riluttanza all'apertura del capitale, per timore di ingerenze nella gestione aziendale e, in alcuni casi, di un'eccessiva trasparenza.

Inoltre, vi è carenza di fondi specializzati nell'investimento in PMI domestiche, in conseguenza del fatto che mancano le aziende che si quotano.

È difficile stabilire se sia più importante avere prima gli investitori o le società quotate. Comunque, in Italia, sono solo sette i fondi specializzati in PMI, con 180 milioni di euro di capitale. A fine 2009 erano nove, ma comunque pochi se pensiamo che in Germania erano undici, nel Regno Unito cinquantasette e in Francia sessantuno.

Evidentemente, si genera il classico circolo virtuoso ovvero vizioso: se si quota un numero maggiore di imprese, aumentano i fondi; con meno imprese che si quotano, ci sono anche meno fondi.

Se le aziende di grandi e medie dimensioni riescono ad attrarre capitali internazionali, per le PMI l'accesso al capitale di un grande investitore estero risulta più costoso e difficile, in termini monetari e organizzativi. Questo è un altro elemento che può aver concorso a limitare l'accesso delle imprese italiane al mercato azionario.

D'altro canto, è scarso anche il livello di patrimonializzazione delle imprese italiane, che storicamente privilegiano l'accesso al credito rispetto al capitale di rischio. Non bisogna dimenticare che la

fiscalità è nettamente sbilanciata a favore del credito, in quanto i finanziamenti bancari sono fiscalmente deducibili, mentre il costo della quotazione non lo è. Questo è un altro elemento di cui è necessario tenere conto.

Per quanto riguarda i costi della quotazione, ai quali si è interessata, ultimamente, anche la stampa, abbiamo svolto un'analisi molto semplice e oggettiva, sulla base dei dati contenuti nei prospetti informativi delle offerte pubbliche iniziali. Com'è noto, in tali prospetti la società indica anche il costo della quotazione, che, di conseguenza, è un elemento del tutto trasparente. Le informazioni sono accessibili a tutti: basta guardare i prospetti.

Negli ultimi cinque 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 per cento del capitale raccolto. Invece, il compenso pagato a Borsa Italiana è, mediamente, lo 0,65 per cento del costo di quotazione sostenuto dalle imprese (una somma risibile rispetto al costo complessivo). Ciò significa che, se un'azienda spende 4,4 milioni di euro per la quotazione, corrispondenti al 7,5 del capitale raccolto, paga a Borsa Italiana circa 30.000 euro.

Preciso che c'è differenza fra capitalizzazione e capitale raccolto, nel senso che la società può avere una capitalizzazione di 100 milioni di euro e può realizzare, in sede di IPO, una raccolta di 20 o 30 milioni di euro. In genere, i costi sono computati dagli intermediari, che ne percepiscono la porzione maggiore, sul capitale raccolto. Tali costi rappresentano circa la metà del costo complessivo. La parte restante è relativa alle spese legali.

Osservando i costi di quotazione, siamo noi stessi a sostenere che si può fare sicuramente qualcosa per ridurli. Se noi, che dedichiamo tempo e risorse a un'attività di *due diligence* molto onerosa, il cui svolgimento richiede competenze che non è facile acquisire, portiamo a casa -

diciamo così — 30.000 o 35.000 euro, è chiaro che gli altri 4,4 o 4,5 milioni di euro potrebbero essere ridotti.

Se si osservano le sole società con capitalizzazione inferiore a 100 milioni di euro, che hanno effettuato una raccolta di almeno 10 milioni di euro, il costo medio è stato di 1,96 milioni di euro, che rappresentano circa il 9 per cento del capitale raccolto e il 3 per cento della capitalizzazione al momento della quotazione.

Come potete osservare, ma è piuttosto intuitivo, l'impresa più piccola sopporta un costo percentuale più alto, anche perché ha una capacità negoziale inferiore. È chiaro che, quando si è quotata ENEL Green Power, la quale ha raccolto, ad esempio, 2 miliardi di euro, la società ha potuto negoziare condizioni molto diverse da quelle che può negoziare una piccola società.

Stiamo parlando di costi medi, la cui variabilità è piuttosto limitata: per quanto riguarda le società con capitalizzazione a 100 milioni, solo due sui casi esaminati si discostavano significativamente dalla media. A tale riguardo, bisogna fare alcuni distinguo. Il costo della comunicazione può essere anche minimo, ma se una società vuole pubblicizzare l'operazione sui quotidiani per due mesi consecutivi, può arrivare a spendere anche 1-1,5 milioni di euro. I casi in cui i costi si discostano significativamente dal valore medio sono dovuti, probabilmente, all'esistenza di maggiori costi legali e di preparazione alla quotazione (ad esempio, la società non era ancora pronta dal punto di vista del controllo di gestione interno).

La nostra analisi è stata condotta sui prospetti presentati negli ultimi cinque anni e su una cinquantina di società. Si tratta di un campione significativo. Non sono significativi, invece, i due casi di scostamento da noi rilevati rispetto al valore medio.

Nonostante siano apparentemente elevati, i costi che ho indicato sono allineati a quelli degli altri principali mercati europei. Evidentemente, per quanto alti pos-

sano apparire, tali costi non sono un deterrente alla quotazione negli altri Paesi europei.

Per quanto riguarda il nostro mercato, siamo comunque convinti che si possa compiere uno sforzo per ridurre i costi: è quello che stiamo cercando di fare, anche se possiamo influire in modo indiretto. I nostri costi, invece, come si può notare, sono molto bassi.

Nel confronto con forme alternative di finanziamento, come debito e *private equity*, è opportuno considerare che la quotazione offre una forma di accesso al capitale autonoma e permanente, a differenza della partecipazione di un fondo di *private equity*, che è invece temporanea. Può essere utile sottolineare che, nei tre anni trascorsi dall'inizio della crisi finanziaria, le imprese italiane hanno raccolto in borsa, se non ricordo male, circa 25 miliardi di euro, una cifra non trascurabile, se si considera la riluttanza degli investitori ad aprire i cordoni della borsa. Il sistema sarà tanto più efficiente quanto più frequente sarà il ricorso al mercato per raccogliere nuovi capitali.

Inoltre, è opportuno distinguere tra i costi strettamente funzionali alla quotazione e quelli correlati al conseguimento di superiori livelli di trasparenza e ai miglioramenti della struttura organizzativa, che rappresentano investimenti sostenuti dalle imprese per presentarsi in maniera adeguata 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, tra cui Francia e Gran Bretagna, sono state operate scelte a favore della capitalizzazione delle PMI, sia attraverso opportune misure fiscali incentivanti il ricorso al capitale di rischio, sia attraverso la costituzione di fondi pubblici o privati 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 per la crescita, l'innovazione, la creazione

di occupazione e l'adozione di una conduzione aziendale improntata alla trasparenza gestionale e fiscale.

Per quanto attiene agli assetti normativi e regolamentari, Borsa Italiana opera in un contesto normativo caratterizzato da forte complessità e da una debolezza dal lato della domanda. La numerosità e l'articolazione degli adempimenti normativi per le società quotate si è tradotta, com'è noto, in maggiori costi di accesso al mercato, il cui peso è inversamente proporzionale alle dimensioni delle società.

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

Dal lato delle proprie competenze, l'attività di sviluppo e manutenzione regolamentare di Borsa Italiana può essere definita un cantiere sempre aperto. Ne sono esempi forti: il tavolo aperto con le autorità e con l'industria sul ruolo dello *sponsor* — che è sempre un soggetto bancario —, 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, a ridurre potenzialmente i costi della quotazione; il progetto di revisione sistematica del Regolamento dei mercati, in un'ottica di razionalizzazione complessiva degli adempimenti; la recente istituzione dell'*advisory board* per i mercati AIM e MAC, con l'obiettivo di definire un modello unico di mercato per le PMI.

Quanto agli interventi sulla normativa primaria e secondaria, desidero sottolineare che condividiamo le iniziative intraprese dalla Consob, la quale ha costituito alcuni tavoli di lavoro per procedere a un'analisi sistematica dell'attuale contesto normativo e regolamentare, volta al recupero della competitività, alla semplificazione e alla razionalizzazione della normativa per le società quotate.

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, di cui si stanno occupando i predetti tavoli di lavoro. Si tratta di creare un listino con standard più elevati e uno con standard meno elevati, in modo che le società non sufficientemente patrimonializzate, o non sufficientemente attrezzate per sopportare gli oneri relativi a una quotazione di tipo *premium*, possano trovare una più agevole strada di accesso alla quotazione.

Il problema è che una piccola società, indipendentemente dal fatto che si quoti sul mercato principale, sull'AIM o sul MAC, si trova a sostenere oneri post-quotazione simili a quelli di una grande azienda quotata.

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 degli obblighi applicabili agli emittenti ivi quotati. Tale ripartizione incontra, attualmente, il limite normativo della disciplina, anche codicistica, relativa agli « emittenti diffusi » e/o « società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ».

PRESIDENTE. Do la parola ai deputati che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

FRANCESCO BARBATO. Desidero ringraziare, a nome del gruppo parlamentare Italia dei Valori, l'amministratore delegato di Borsa Italiana, Raffaele Jerusalemi, e anche il dottor Plateroti, che lo accompagna, per averci offerto l'opportunità di avvalerci della loro esperienza: ciò consentirà alla Commissione di approfondire meglio le problematiche relative ai mercati degli strumenti finanziari.

Dottor Jerusalemi, non ritiene che la borsa italiana sia sottocapitalizzata, soprattutto alla luce delle considerazioni svolte dal Ministro Tremonti, il quale, intervenendo in audizione la settimana scorsa, ha affermato che l'Italia è il secondo Paese manifatturiero in Europa? In ogni caso, siamo la settima potenza eco-

nomica mondiale, mentre il nostro mercato borsistico è da Terzo mondo.

In base ai dati testé forniti, l'Italia sembra essere, da questo punto di vista, una sorta di cenerentola in Europa: le imprese quotate sono troppo poche (negli ultimi anni, si è registrato persino un decremento) e alle piccole e medie imprese spetta il ruolo di grandi assenti.

Dottor Jerusalmi, le porrò domande che non sono ispirate da ostilità nei confronti suoi o di Borsa Italiana Spa: il mio intento è semplicemente quello di mettere a nudo i problemi esistenti, perché è questo, a mio avviso, il tipo di approccio giusto per dare una mano al settore, anche introducendo nella legislazione in materia le eventuali modifiche di cui essa abbisogna.

La mia prima domanda, che è possibile porre in maniera sintetica, trattandosi di un aspetto molto tecnico, concerne i costi da sopportare per la quotazione delle imprese.

Desidero approfondire, inoltre, un profilo che rappresenta il punto debole della borsa italiana, il cui sviluppo è condizionato dal carattere «bancocentrico» del sistema. In altre parole, le banche preferiscono che le imprese siano poco capitalizzate e dipendenti dal credito bancario, piuttosto che quotate in borsa. D'altra parte, sono state attuate veloci iniziative di capitalizzazione riguardanti imprese decotte, come nel caso della Parmalat (ricordiamo tutti le vicende originate dalle obbligazioni immesse in quell'occasione sul mercato). Alla fine, si scarica tutto sui cittadini, sui piccoli investitori e sui consumatori: questo è un sistema che a noi di Italia dei Valori non piace.

Per quanto attiene alla fusione attuata nel 2007 con il London Stock Exchange, da cui è nato il London Stock Exchange Group, lei ha precisato che, mentre nulla è cambiato a proposito dell'attività di *listing*, rimasta sotto la responsabilità di Borsa Italiana, anche l'attività di promozione e *marketing*, vale a dire di attrazione delle società alla quotazione, è riportata, nell'attuale configurazione, direttamente

all'amministratore delegato di Borsa Italiana, in qualità di responsabile della divisione *capital market* del gruppo.

Poiché diffido — la diffidenza è nel codice genetico di Italia dei Valori —, le chiedo come si fa a conciliare la sua enunciazione con il fatto che l'azionista di maggioranza, essendo a Londra, ha tutto l'interesse a spostare il mercato, con le nuove imprese da capitalizzare, nella principale città britannica. Non pensa che il London Stock Exchange eserciti un ruolo leonino rispetto a Borsa Italiana?

Un altro dubbio riguarda la disaffezione degli investitori istituzionali italiani, il cui interesse per il mercato azionario in generale, e per i titoli delle imprese domestiche in particolare, si affievolisce sempre di più. Nel contesto cui lei faceva riferimento, dottor Jerusalmi, con Londra che la fa da padrona, non accompagnate questi nostri investitori istituzionali, inconsapevolmente, verso altri lidi, fuori dall'Italia, proprio per la posizione subordinata che avete rispetto al London Stock Exchange?

Infine, la scelta del *partner* inglese è stata determinata dal fatto che, in Gran Bretagna, vige una normativa più elastica? Avete scelto il London Stock Exchange perché nel Regno Unito è più agevole muoversi? Uno spunto per il nostro lavoro potrebbe riguardare proprio quest'ultimo aspetto: ritenete che occorra modificare la regolamentazione italiana? Grazie.

RAFFAELE JERUSALMI, *Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa*. Cercherò di rispondere alle sue domande, onorevole Barbato, seguendo una traccia che non ricalca esattamente l'ordine in cui esse sono state poste.

Partendo dalla domanda relativa all'interesse dell'azionista di maggioranza, del London Stock Exchange, rispetto allo sviluppo del mercato italiano, e dell'Italia in generale, segnalo un dato che potrà sembrare alquanto sorprendente: da quando abbiamo realizzato la fusione — gli anni dal 2008 al 2010 hanno coinciso con una delle più gravi crisi finanziarie che l'economia mondiale abbia mai vissuto —, il

contributo di Borsa Italiana al gruppo è significativamente aumentato: oggi, contribuiamo al risultato economico del London Stock Exchange Group nella misura di circa il 50 per cento.

L'interesse dell'azionista di maggioranza a continuare a investire nel mercato borsistico italiano non è, quindi, soltanto affermato, ma trova concreta rispondenza nella realtà; diversamente, la contribuzione di Borsa Italiana a livello di gruppo non avrebbe potuto avere una crescita tanto importante.

Per quanto riguarda la scelta del London Stock Exchange come *partner*, essa è da ricondurre al fatto che Londra, secondo l'opinione non soltanto nostra, ma della generalità degli esperti del settore, è uno dei maggiori centri finanziari nel mondo: se non il primo, il secondo.

In un contesto competitivo in cui diventa importante offrire dimensione e accessibilità agli investitori, essere posizionati nel primo o secondo centro finanziario mondiale era una soluzione per distribuire i nostri prodotti e per raccogliere capitali per le nostre imprese.

Insomma, il London Stock Exchange sembrava essere il *partner* ideale. Siamo convinti, quindi, della scelta che abbiamo compiuto. Peraltro, anche i numeri dimostrano che tale scelta, almeno per ora, ha prodotto effetti che vanno nella direzione auspicata, ossia quella di attrarre un numero sempre maggiore di investitori e di intermediari sui nostri mercati e sui nostri prodotti.

Riguardo agli effetti della centralità del sistema bancario, l'argomento è molto complesso. Le banche esistono in tutta l'Europa. Anche la Francia e la Germania potrebbero essere considerate Paesi « bancocentrici », eppure ciò non ha impedito a tante società di trovare la via della quotazione in borsa. Poiché non scorgo differenze particolari tra Francia, Germania e Italia, con riferimento al sistema bancario e alla sua interazione con il sistema industriale, non credo che il « bancocentrismo », nel nostro Paese, possa aver dirottato le aziende italiane verso le banche più di quanto non potesse avvenire in

Germania o in Francia. È chiaro che le banche sono società *for profit*, vale a dire organizzazioni che, dovendo badare al conto economico, cercano di procurarsi clienti come qualsiasi altra impresa: è la realtà.

Talvolta, è stata sollevata, in passato, la questione di un potenziale conflitto di interessi, quando gli azionisti delle banche erano proprietari della borsa. Fino alla fusione con il London Stock Exchange, infatti, le banche italiane possedevano il 100 per cento di Borsa Italiana. Dopo la fusione, la percentuale si è molto ridotta e, di conseguenza, non vi è più ragione di porre la questione (le banche italiane rappresentano il 15-16 per cento del capitale del gruppo).

Per quanto concerne gli investitori istituzionali, le loro scelte non sono guidate da noi, ma compiute in totale libertà: sono le loro strutture organizzative, i loro consigli d'amministrazione, a determinare se investire in Italia o all'estero. Non credo, d'altro canto, che possiamo influenzarne le decisioni.

Il discorso riguardante le modifiche regolamentari è aperto. Come ho accennato, stiamo collaborando con la Consob e con le associazioni di categoria per individuare semplificazioni da cui potrebbe derivare una riduzione degli oneri.

Bisogna considerare, peraltro, che gli oneri non sono rappresentati esclusivamente da spese, ma sono anche immateriali, legati, cioè, alla complessità, allo sforzo, alla macchinosità di certe procedure. La mia opinione è che si possa effettivamente migliorare la normativa, soprattutto per evitare che le difficoltà, materiali e immateriali, incutano timori eccessivi negli imprenditori.

Nei nostri incontri quotidiani constatiamo, ad esempio, che gli imprenditori hanno paura della visibilità connessa alla quotazione in borsa e, quindi, del giudizio che la comunità finanziaria può esprimere periodicamente sui numeri da essi divulgati al mercato. È un aspetto molto importante questo, di cui bisogna tenere

conto. Forse, gli imprenditori italiani sono più timorosi, da questo punto di vista, di quelli francesi o di altri Paesi.

ALBERTO FLUVI. Dottor Jerusalem, la ringrazio innanzitutto per la relazione, nella quale ha espresso un punto di vista un po' diverso da quello del presidente della Consob. Le sue interessanti valutazioni saranno senz'altro utili per il nostro lavoro.

Per quanto riguarda il rapporto con il London Stock Exchange, credo si sia trattato di una scelta obbligata, dopo il mancato conseguimento dell'obiettivo di creare una piazza finanziaria europea, per il quale si era impegnato anche il Ministro dell'economia e delle finanze dell'epoca. In un contesto caratterizzato dalle opzioni di riorganizzazione da lei chiaramente ricordate, dottor Jerusalem, fu individuata la soluzione che, probabilmente, si presentava come la migliore in quel periodo.

Nell'audizione del 23 marzo scorso, il presidente della Consob ci ha riferito, con toni molto preoccupanti per la situazione del mercato azionario, che il numero delle società quotate domestiche è diminuito, nel periodo 2000-2010, da 297 a 286 — con una punta, nel 2007, di 344 —, così come la capitalizzazione, passata da 818 a 423 miliardi di euro (e dal 69 a 35 per cento circa in rapporto al PIL).

Ancora più preoccupante è l'analisi relativa alle società domestiche quotate nei mercati dedicati alle piccole e medie imprese. Le tabelle allegate alla relazione del presidente Vegas mostrano che, a febbraio 2011, le società quotate erano 19 in tutto in Italia, con una capitalizzazione di 351 milioni di euro, 968 nel Regno Unito, 127 in Germania e 136 in Francia. Le dimensioni dei mercati, com'è evidente, sono molto diverse.

Ritengo condivisibili, dottor Jerusalem, le considerazioni da lei svolte in merito alla struttura del sistema industriale e imprenditoriale del nostro Paese e sui fattori che ostacolano l'ingresso in borsa delle nostre imprese.

Tutti sappiamo — lo ripetiamo in ogni occasione — che la borsa potrebbe rap-

presentare uno strumento straordinario per la crescita dell'economia italiana. Dobbiamo interrogarci, quindi, sulle cause che hanno impedito al nostro mercato mobiliare di svilupparsi, anche perché, in passato, con maggioranze di destra o di sinistra, sono stati fatti alcuni tentativi di promuoverne la crescita, con effetti che sono sotto gli occhi di tutti.

In una intervista rilasciata al quotidiano *Il Sole 24 Ore* alcuni mesi fa, facendo riferimento agli accordi di Basilea 3, lei ha affermato che le banche, essendo impegnate ad adeguarsi ai nuovi requisiti patrimoniali, saranno costrette a ridurre, nei prossimi anni, gli impieghi a sostegno delle piccole imprese — di cui è composto, per la gran parte, il sistema imprenditoriale italiano —, determinando, in tal modo, una grande opportunità per il mercato dei capitali, al quale le imprese medesime dovranno giocoforza rivolgersi per soddisfare le proprie necessità finanziarie.

Si tratta di un'affermazione sicuramente interessante. A tale proposito, ritengo che l'opportunità cui lei ha fatto riferimento, dottor Jerusalem, debba essere corroborata con un'adeguata politica a supporto della borsa, la quale rappresenta una struttura rilevante per il Paese.

Personalmente, non appartengo al novero degli appassionati per la salvaguardia dell'italianità delle imprese, anche perché vedo che quelle importanti vanno a quotarsi là dove ritengono più conveniente farlo, a torto o a ragione. È essenziale, però, che il nostro Paese disponga di una struttura atta a consentire la ricerca di finanziamenti a costi più vantaggiosi.

Credo che dovremmo affiancare i fondi di *private equity* esistenti, come quello cui partecipa Cassa depositi e prestiti Spa, senza lasciarci condizionare dai numeri, attualmente esigui (il Fondo italiano di investimento ha realizzato due o tre interventi), con incentivi fiscali a vantaggio di tutti i fondi che abbiano come obiettivo, in particolare, la quotazione delle piccole imprese. Si tratterebbe, naturalmente, di una politica da attuare con la consapevolezza di poterne raccogliere i frutti soltanto nel lungo periodo e non nell'imme-