

diato. Qual è, dottor Jerusalmi, la sua opinione in merito a un'impostazione incentrata su queste due linee di intervento?

Lei ha fatto riferimento ai fondi comuni, ai fondi pensione e alle assicurazioni, che compiono le proprie scelte e dividono il loro portafoglio probabilmente su più piazze finanziarie, in base alla convenienza. Qualche anno fa, quando affrontammo il tema della previdenza integrativa, tenemmo conto di una duplice esigenza: integrare progressivamente la cosiddetta « gamba pubblica » con quella privata, per sopperire al progressivo indebolimento della prima, causato dall'andamento non favorevole della finanza pubblica; assicurare un sostegno all'economia, mediante l'utilizzazione delle ingenti risorse finanziarie affluite ai fondi della previdenza integrativa. Ebbene, cos'ha impedito, a suo avviso, una più rilevante immissione delle predette risorse sul mercato?

L'ultima domanda richiede una breve premessa. Credo che la direttiva 2004/39/CE, nota come MiFID, sia stata importante, in quanto ha aumentato la concorrenza tra le diverse piazze finanziarie; d'altra parte, ritengo che essa non sia stata influente rispetto a tutto ciò che è successo (e che sta succedendo ancora). Poiché è stato avviato il processo per la revisione di tale direttiva, ritiene di poter formulare qualche suggerimento per sostenere la nostra piazza finanziaria? Grazie.

RAFFAELE JERUSALMI, *Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa*. Sono molti i temi trattati dall'onorevole Fluvi.

Per quanto riguarda l'intervista cui ha fatto riferimento, onorevole, il messaggio lanciato in quell'occasione era, suppergiù, quello da lei sintetizzato.

Sono due gli elementi che possono favorire la quotazione in borsa.

Uno è la risoluta lotta all'evasione che il Governo, con il Ministro Tremonti, sta attuando in questo momento: essa fa venir meno la tentazione di praticare una con-

duzione dell'azienda meno trasparente rispetto a quella necessaria per essere ammessi alla quotazione in borsa.

Quello indotto da Basilea 3 è, invece, un effetto a medio o lungo termine: la borsa rappresenterà sempre di più, in futuro, un valido strumento, alternativo al canale bancario, che consentirà di soddisfare, attraverso la raccolta di capitale di rischio, le esigenze di finanziamento delle imprese.

A causa del numero limitato di imprese quotate, sono poco sviluppati, nel mercato italiano, i due canali alternativi costituiti dall'emissione obbligazionaria e dalla quotazione in borsa. In realtà, i due mercati sono strettamente collegati, poiché è molto difficile che abbia successo l'emissione obbligazionaria di una società non quotata, la cui scarsa trasparenza, dovuta alla mancanza di adeguata informativa al mercato, restringe moltissimo il campo dei potenziali investitori. Quindi, la quotazione è importante, perché offre alle imprese maggiori opzioni, in vista sia della crescita, sia del superamento di eventuali momenti di difficoltà.

Per quanto riguarda la promozione della quotazione in borsa attraverso la previsione di incentivi di natura fiscale, credo sia necessaria un'operazione articolata.

Lei, onorevole Fluvi, ha fatto riferimento ai tentativi compiuti in passato. Più che a incentivi diretti, penso a quelli che furono introdotti dal decreto-legge n. 357 del 1994, noto come « legge Tremonti ». In quel caso, gli incentivi, che favorivano la borsa indirettamente, produssero, come positiva conseguenza, un aumento del numero di quotazioni. Gli obiettivi del provvedimento erano diversi, ma le disposizioni da esso recate fecero sì, ancorché in modo indiretto, che molte imprese trovarono nella quotazione un vantaggio ulteriore.

L'incentivo crea distorsioni: introdurlo senza inserirlo in un articolato sistema di supporto è — volendo utilizzare una similitudine — come accendere un cerino, che si spegne poco dopo. I soggetti che devono supportare la quotazione delle imprese

sono gli investitori. Questi sono fondamentali: senza investitori non si fa molta strada. Con questa consapevolezza, stiamo collaborando con il Ministero dell'economia e delle finanze, da almeno due anni, per favorire la nascita di investitori dedicati al segmento delle piccole e medie imprese (tenendo conto soprattutto dei problemi delle piccole imprese).

A breve arriveranno in borsa tre medie imprese. Per la verità, due sono quasi grandi, ossia Moncler e Ferragamo, mentre l'altra, Rhiag, ha una capitalizzazione di circa 500-600 milioni di euro. Ciò dimostra che, quando c'è una fase di ripresa del ciclo economico, tornano ad avvicinarsi alla borsa le imprese di un certo tipo, vale a dire quelle che hanno dimensioni e *brand* tali da attrarre molto interesse.

Le imprese piccole o medie sono molto meno attraenti. Nella maggior parte dei casi, hanno bisogno di essere valorizzate, di avere i riflettori puntati addosso. Per suscitare interesse, devono avere un piano industriale, un disegno di crescita da illustrare agli investitori.

Lo sforzo, quindi, deve essere compiuto su più livelli: uno è relativo agli investitori, un altro all'*education* dell'impresa, alla quale deve essere spiegato come si sta sul mercato finanziario, quali opportunità questo offre e a quali costi. La quotazione in borsa non è la soluzione a tutti i problemi: sarebbe troppo semplice.

A un certo punto, si potrà introdurre l'incentivo. Tuttavia, se è nostra intenzione attuare un'iniziativa che abbia un impatto concreto, dal momento che l'incentivo è soltanto una miccia, è importante che esso si inserisca in un quadro di interventi più articolato. Soltanto in questo modo riusciremo ad evitare che l'agevolazione, come il cerino della similitudine cui ho fatto ricorso in precedenza, esaurisca i propri effetti nel brevissimo periodo, e non dia più, in seguito, alcun tipo di vantaggio.

La direttiva MiFID, introducendo elementi competitivi prima inesistenti, ha avuto effetti piuttosto sconvolgenti, soprattutto sulla nostra industria. Stiamo lavo-

rando attivamente, a livello di gruppo, per dare il nostro contributo al processo di revisione della direttiva.

Siamo speranzosi che si riesca a compiere un'operazione di sistema, anche grazie a una presenza forte della Consob ai tavoli di lavoro di cui ho detto. Dal momento che l'Autorità di vigilanza è più direttamente coinvolta, insieme alle altre autorità europee, nel processo di revisione delle attuali regole, è fondamentale che essa abbia una visibilità, e soprattutto un peso, all'interno delle discussioni che sono state aperte. Quando la MiFID fu approvata, la partecipazione italiana fu molto limitata a Bruxelles: abbiamo avuto, secondo me, un ruolo un po' passivo; speriamo di poterne avere, stavolta, uno più incisivo.

Sono tanti gli interessi potenzialmente incisi dalle decisioni che dovranno essere assunte. La *lobby* più forte è quella del sistema bancario, che è anche il più organizzato. Le borse e le autorità regolamentari dovranno fare fronte comune per cercare di bilanciare un tipo di riscrittura delle regole conforme ai *desiderata* delle banche. I risultati del lavoro che si sta conducendo dovranno salvaguardare l'interesse generale, perché un mercato dei capitali ben funzionante, efficiente e liquido conviene a tutti.

Il nostro mercato ha tutte queste caratteristiche. Ci ha fatto molto piacere che Ferragamo e Moncler abbiano scelto di quotarsi a Milano e non, come ha fatto Prada, a Hong Kong. A tale proposito, l'elemento che ha fatto la differenza è stato l'appartenenza di Borsa Italiana a un gruppo internazionale. Se fossimo rimasti da soli, malgrado la nostra riconosciuta capacità, saremmo stati percepiti come una piazza regionale da aziende di grande *brand* come Moncler e Ferragamo, le quali avrebbero potuto riflettere sull'opportunità di scegliere Londra, Hong Kong, New York o un'altra piazza finanziaria.

Per noi, avere una dimensione globale è molto importante. Venute meno le barriere di una volta, le quali avevano fatto sì che le imprese si indirizzassero verso le borse nazionali, l'emittente, la società che

vuole quotarsi, ha tante opzioni. Di fatto, il mercato globale ha offerto un po' a tutti la possibilità di andare dovunque vogliono. Di ciò bisogna tenere conto. Stare fermi e chiudersi non è un'opzione.

Lei, onorevole Fluvi, ha accennato al tema dell'italianità delle imprese. Proprio stamani, su un quotidiano, è stata pubblicata un'intervista al presidente della Coldiretti, il quale ha affermato che i produttori italiani, ai quali interessa soprattutto vendere il latte, sono pronti a dare il benvenuto ai francesi di Lactalis, se lo compreranno a prezzi più alti. Anche questa è una visione di cui bisogna tenere conto: è un dato di fatto.

PRESIDENTE. Dottor Jerusalem, mi sembra che non abbia risposto alla domanda sui fondi.

RAFFAELE JERUSALMI, Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa. Siamo favorevoli alla creazione di fondi che abbiano come obiettivo quello indicato dall'onorevole Fluvi.

Come ho già riferito, stiamo da tempo lavorando in tal senso con il Ministero dell'economia e delle finanze. Abbiamo seguito anche la vicenda della costituzione del Fondo italiano di investimento per le PMI, sebbene esso non abbia come obiettivo prevalente quello di investire in società quotate (il che, tuttavia, non è escluso dallo statuto).

ALBERTO FLUVI. Poiché dobbiamo ragionare tenendo conto della realtà qual è, non quale vorremmo che fosse, il dato di partenza di ogni ragionamento è che la nostra realtà industriale è caratterizzata, per il 90 per cento, dalla presenza di tantissime micro e piccole imprese con una decina di dipendenti. È per questo motivo che sarebbe necessario un doppio canale.

Un fondo di *private equity* come quello cui partecipa Cassa depositi e prestiti Spa, dopo qualche anno di lavoro, può far crescere le imprese nelle quali ha deciso di investire, ma non è detto che, una volta cresciute, queste si quotino in borsa: le

imprese più grandi avranno maggiori possibilità di farlo rispetto a un'impresa artigiana con dieci addetti (lo dico con tutto il rispetto dovuto agli artigiani).

RAFFAELE JERUSALMI, Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa. Ne siamo convinti anche noi: qualcuno deve accompagnare le piccole imprese in un percorso di crescita.

La borsa non è un approdo consono a un'impresa con dieci dipendenti. In teoria, un'azienda con dimensioni così piccole potrebbe anche quotarsi in mercati come l'AIM o il MAC, ma una tale evenienza non si è mai verificata: non avrebbe senso. Ha senso, invece, creare una cultura che aiuti l'imprenditore a guardare alla crescita, diventata oggi, più che un'opzione, una necessità.

La tendenza all'aggregazione, in Italia, non si è mai sviluppata, per motivi diversi, anche culturali. Poiché siamo un popolo di individualisti, e non sappiamo fare squadra (quando ci siamo riusciti, in altri ambiti, come il calcio, abbiamo vinto alcuni titoli mondiali), occorre fare promozione. Da questo punto di vista, le aggregazioni vanno sicuramente nella giusta direzione, e devono essere incoraggiate.

AMATO BERARDI. Nel ringraziarla, dottor Jerusalem, per le informazioni che ci ha fornito, desidero porle, con specifico riferimento alle piccole e medie imprese, le seguenti domande: qual è il costo minimo annuale per quotarsi in borsa? Quali sono i costi di *compliance* rispetto alle grandi aziende?

RAFFAELE JERUSALMI, Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa. Se ho capito bene la domanda, il costo per quotarsi all'AIM è di circa 7.000 euro. I costi di *compliance* variano in relazione al grado di sviluppo e di sofisticazione dei sistemi: se l'impresa è arrivata a un punto di sviluppo sufficientemente avanzato, i costi sono anche molto bassi; se, invece, parte praticamente da zero, e deve mettere in piedi un controllo di gestione, i costi possono salire di molto.

AMATO BERARDI. Mi riferivo a un'impresa già quotata.

RAFFAELE JERUSALMI, *Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa*. Se l'impresa è già quotata, i costi di *compliance* attengono sostanzialmente al *reporting* e all'informativa, ma non sono significativi per un'azienda di piccole dimensioni; possono diventare più rilevanti laddove la Consob, non noi, chieda tutta una serie di informazioni ulteriori. Questo segnava il confine tra l'azienda quotata in un mercato regolamentato e quella quotata in un sistema multilaterale di negoziazione.

Invece, una volta quotata, l'impresa è di fatto assoggettata a una normativa primaria che, per quanto riguarda gli oneri post-quotazione, non distingue tra grandi e piccole società. Su questo aspetto bisogna intervenire, perché è controproducente attrarre la piccola impresa se questa, una volta sul mercato, deve essere sottoposta al medesimo regime cui è soggetta, ad esempio, l'ENEL. È ovvio che un'impresa molto piccola, di fronte all'oggettiva difficoltà a sopportare oneri considerevoli, si trovi spiazzata e, di conseguenza, o decida di abbandonare la borsa, o rimanga sul mercato, ma con la sensazione di aver compiuto un passo sbagliato.

L'individuazione degli elementi di semplificazione e razionalizzazione dell'informativa societaria è oggetto di uno dei tre tavoli di lavoro costituiti di recente, su iniziativa della Consob.

Comunque, il problema di cui stiamo discorrendo non è imputabile alla Consob o a Borsa Italiana, ma deriva dalla normativa primaria.

Per rispondere in maniera più esplicita alla domanda concernente eventuali modifiche normative, bisogna pensare a disegnare un quadro di regole più coerente con la scelta del mercato di quotazione e con le dimensioni delle società: non possono essere poste sullo stesso piano imprese che hanno un fatturato di 20 milioni di euro e giganti come ENI, ENEL, UniCredit o Intesa Sanpaolo.

PRESIDENTE. L'audizione odierna si svolge alla presenza di un numero limitato di deputati. A prescindere dagli appuntamenti elettorali, molti colleghi avevano impegni da onorare in altre sedi. Ciò nonostante, ritengo che l'audizione si stia rivelando molto interessante.

Prima di svolgere alcune considerazioni attinenti al tema oggi in discussione, desidero rammentare, dottor Jerusalmi, una tra le tante attività che mi rendono orgoglioso di presiedere questa Commissione. Alla fine del 2008, abbiamo deliberato un'indagine conoscitiva sul credito al consumo, molto in anticipo rispetto al termine per il recepimento, da parte degli Stati membri, della direttiva 2008/48/CE. Ebbene, credo che il nostro lavoro, conclusosi a febbraio 2010, con l'approvazione all'unanimità di un corposo documento conclusivo, abbia prodotto risultati pregevoli, offrendo un rilevante contributo al processo di attuazione della predetta direttiva, sulla base dei principi e criteri direttivi recati dall'articolo 33 della legge n. 88 del 2009.

Mi piace ricordarlo nell'ambito di questa seconda indagine — la quale prende spunto dalle considerazioni che il dottor Cardia ha svolto poco prima di lasciare lo scranno di presidente della Consob — perché, come lei sa, dottor Jerusalmi, anche in questo caso saremo chiamati a esaminare, successivamente all'approvazione dei relativi provvedimenti di delega, gli schemi dei decreti legislativi di attuazione della normativa comunitaria volta a ridurre gli oneri amministrativi collegati alla pubblicazione dei prospetti e a prevedere un regime più flessibile per i mercati dedicati alle piccole e medie imprese.

Dottor Jerusalmi, anche se lei ha presentato la questione in maniera un po' edulcorata, si può affermare che AIM Italia e MAC sono praticamente inesistenti. Si pone, peraltro, anche il problema relativo alla scarsa percentuale di flottante.

Poiché considero interessante il dato relativo alla presenza degli investitori stranieri, mi piacerebbe avere qualche informazione ulteriore in merito. Abbiamo as-

sistito, in passato, a una proliferazione dei fondi comuni di investimento di diritto lussemburghese autorizzati al collocamento nel territorio dello Stato. Questi hanno sempre goduto di un regime di tassazione sul realizzato che, di recente, è stato esteso anche ai fondi comuni di diritto italiano. Resta il fatto che, mancando gli investitori istituzionali, ed essendo scarso il flottante, le piccole e medie imprese ben difficilmente potranno quotarsi in borsa.

In una precedente audizione, abbiamo avuto modo di affrontare la questione del Fondo per le PMI con il dottor Gorno Tempini, amministratore delegato di Cassa depositi e prestiti Spa, al quale ho chiesto di chiarire quale scenario si prospetti dopo l'esaurimento della fase di investimento da parte del Fondo. Chi interverrà? In mancanza di fondi di *private equity*, o le società interessate si quoteranno in borsa, o gli imprenditori si troveranno nella condizione di dover ricomprare le quote che hanno ceduto, utilizzando risorse che non potranno essere destinate a ulteriori investimenti.

Una settimana fa, intervenendo in audizione, il Ministro Tremonti ha espresso l'opinione che il Fondo per le PMI debba intensificare la propria attività, essendosi attenuto, finora, a criteri troppo prudentziali. Effettivamente, i tre investimenti realizzati non sembrano un gran risultato. Insomma, se l'idea è quella di affastellare legna affinché il cerino non bruci invano - ho preso a prestito la sua similitudine, dottor Jerusalmi -, bisogna assumere i provvedimenti consequenziali.

Passando a un altro tema, potrebbe dare buoni risultati quello che lei ha definito « modello improntato su una nuova segmentazione a livello di normativa primaria », volta all'introduzione di obblighi informativi distinti in relazione alla scelta del mercato di quotazione.

Il ragionamento da lei sviluppato, dottore, riguarda tutti i Paesi dell'Unione europea. Tuttavia, lei sa benissimo che le banche tedesche sono estremamente esposte con i derivati. Ciò significa che avevano più interesse a lavorare sui derivati che a

sostenere le imprese. Una situazione analoga non si è verificata, invece, in Italia, dove l'esposizione delle banche nei confronti delle piccole e piccolissime imprese è molto più elevata.

A proposito delle banche, dottor Jerusalmi, lei ha fatto riferimento al tentativo della *lobby* bancaria di trarre vantaggi dal processo di revisione della direttiva MiFID. Un tema in qualche modo collegato è quello del conflitto di interessi. Credo, in particolare, che rappresenti di per sé un problema il fatto di attribuire il ruolo di Nomad o di *sponsor* a una banca. Non ritiene che le imprese debbano essere accompagnate alla quotazione da soggetti che non si trovino in conflitto di interessi, e che svolgano, quindi, in maniera obiettiva il proprio compito? Poiché sono ridotti i rendimenti sull'attività *retail*, le banche prestano servizi relativi a operazioni caratterizzate da alti costi fissi e, di conseguenza, da laute commissioni (com'è noto ai clienti, i quali ne pagano le conseguenze).

C'è, inoltre, la questione dei costi. Sebbene non vi sia carenza di intermediari, i costi per l'ammissione alla quotazione possono arrivare, in alcuni casi, anche al 10 per cento del capitale raccolto. Sarebbe il caso, forse, di approfondire le ragioni che determinano la produzione di oneri così rilevanti. Sotto questo profilo, non vorrei che, una volta realizzata la fusione con TMX, si arrivasse a prescrivere in ogni caso l'obbligo di redigere i prospetti in inglese, il che complicherebbe ulteriormente la situazione. In tal caso, potremmo chiedere aiuto al nostro amico Berardi, *broker* finanziario eletto negli Stati Uniti...

Illustrando in dettaglio la composizione del mercato azionario, ha affermato, dottor Jerusalmi, che la capitalizzazione complessiva delle 270 società quotate sul Mercato telematico azionario (MTA) è pari a 458 miliardi di euro, mentre le *large cap* rappresentate nell'indice FTSE MIB, che riunisce i quaranta titoli più liquidi e capitalizzati sul listino, pesano per circa 395 miliardi di euro. Se ne deduce che 230 società hanno, complessivamente, una ca-

pitalizzazione di 63 miliardi di euro. Si tratta, quindi, di imprese decisamente piccole.

Poiché alcuni dei partecipanti alle precedenti audizioni hanno asserito che circa 2.000 imprese italiane potrebbero accedere al mercato, sempre che lo vogliano (Ferrero, ad esempio, non è quotata), cosa si dovrebbe fare per ottenere concretamente tale risultato?

Si potrebbe ipotizzare, certo, la deducibilità dei costi di quotazione. Tuttavia, essendo tali costi elevati, alla fine, qualcuno ci guadagnerebbe troppo, e ci rimetterebbe soltanto l'erario. Cosa si potrebbe fare, invece, per ridurre i costi, che, in base a quanto ci ha spiegato, dottor Jerusalmi, sono costituiti non tanto dal compenso dovuto a Borsa Italiana, quanto dalle spese di *compliance* e dagli oneri post-quotazione?

Infine, mi interessa sapere se dalle riunioni dei tavoli di lavoro e di consultazione ai quali partecipa Borsa Italiana sia emersa qualche buona proposta di modifica della regolamentazione, tale da consentire — ripropongo la metafora utilizzata in precedenza — di affastellare un po' di legna prima di accendere il cerino.

RAFFAELE JERUSALMI, *Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa*. Partiamo dal ruolo del Nomad e dal potenziale o apparente conflitto di interessi delle banche.

Gli *adviser* non sono necessariamente soggetti bancari. La qualifica di Nomad su AIM Italia viene attribuita da Borsa Italiana a società di capitali note al mercato e con adeguata professionalità, le quali, tra le altre cose, hanno esercitato attività di *corporate finance* per un adeguato periodo di tempo, hanno maturato un *track record* di operazioni rilevanti e sono dotati di un numero sufficiente di dipendenti (*key executive*) dotati di adeguata professionalità ed esperienza in *corporate finance*, comprovata da un adeguato numero di operazioni rilevanti seguite. Borsa Italiana tiene un apposito registro in cui sono iscritti tutti i soggetti abilitati a operare come Nomad su AIM Italia.

Al fine di garantire l'indipendenza su base continuativa dell'*adviser* e l'assenza di conflitti di interessi con gli emittenti, abbiamo individuato alcuni criteri, che abbiamo chiamato soglie di compatibilità. Ad esempio, se si tratta di una banca, questa non deve aver concesso alla società da quotare affidamenti superiori al 33 per cento, ovvero avere in essa partecipazioni superiori al 10 per cento del capitale sociale.

Sebbene AIM Italia e MAC siano nati in un momento molto sfortunato, all'inizio della crisi finanziaria, l'esperienza di questi tre anni circa di vita suscita alcuni interrogativi. I due modelli, per motivi diversi, non hanno, a mio avviso, la forza di attrazione che potrebbero esercitare. Allo scopo di migliorarli, abbiamo deciso, quindi, di costituire un *advisory board* per lo sviluppo dei mercati di Borsa Italiana dedicati alle piccole e medie imprese — AIM Italia e MAC —, presieduto dal vicepresidente di Confindustria Vincenzo Boccia, nel quale siedono i rappresentanti di emittenti, investitori e intermediari.

Per un motivo o per un altro, il risultato è stato, fino ad oggi, quello che vediamo. Si tratta, del resto, di un dato oggettivo. Se ne potrebbe anche discutere, ma non ci interessa farlo, perché siamo un'azienda privata che guarda al futuro, non al passato. Siamo contenti di aver compiuto certe scelte, e riteniamo anche di avere operato molto bene. Ciò premesso, non abbiamo la presunzione di ritenere che quanto abbiamo fatto non sia suscettibile di perfezionamento; anzi, proprio perché siamo rivolti verso il futuro, vogliamo costantemente progredire, trovando soluzioni migliori di quelle che abbiamo già elaborato. Da questo punto di vista, ci sono sicuramente spazi di miglioramento. Troveremo un modello più attraente ed efficiente.

Per quanto riguarda i costi di quotazione, in Francia, in Germania e anche in Inghilterra le società che si quotano sopportano oneri analoghi. Ciò vuol dire che i costi non possono essere considerati un fattore decisivo. Lo sono, invece, la cultura di impresa, la complessità delle norme e i

vincoli procedurali. Sono questi, quindi, i fronti su cui dobbiamo lavorare di più.

Si può anche pensare all'introduzione di incentivi. Se, tuttavia, una volta quotata, la società è costretta ad assolvere oneri di *reporting* eccessivi o a vivere nell'angoscia di subire ispezioni e verifiche a ciclo continuo, il sistema non può funzionare. In questo momento, la normativa prevede nove livelli di controllo, che sono veramente tanti per un'impresa. Ho letto che anche il Ministro Tremonti, in occasione della sua audizione di una settimana fa, ha fatto riferimento all'individuazione di un criterio che, fatte salve le esigenze del controllo erariale, riduca la frequentazione delle imprese da parte dei molteplici soggetti incaricati di eseguire controlli (dai vigili urbani, ai vigili del fuoco e a tutti gli altri ispettori). Se è questo il problema fondamentale — e lo è —, dobbiamo compiere tutti uno sforzo per trovare una soluzione.

L'opera del legislatore è molto complessa. Spesso, da un intervento normativo opportuno possono derivare conseguenze inattese e non auspicate: è successo anche nel caso della direttiva MiFID. Talvolta, è difficilissimo formulare previsioni. Quando si interviene per modificare le regole, spesso qualcosa sfugge. Ce ne rendiamo conto anche noi: spostare l'asticella degli adempimenti o dei requisiti da un livello a un altro può comportare conseguenze che vanno al di là del risultato che si intende conseguire, malgrado l'iniziativa sia stata preceduta da studi e analisi appropriati.

Come ripeto sempre, noi vogliamo che le aziende si quotino, ma non che lo facciano a tutti i costi. Vogliamo che sul mercato, qualunque esso sia, ci sia un livello di qualità sufficientemente elevato, perché il successo nel tempo si ottiene esclusivamente con la qualità.

Non è un caso che le società del segmento STAR abbiamo fatto registrare, all'interno del mercato MTA, *performance* del 35-40 per cento nell'arco di dodici anni: probabilmente, il fatto che siano assoggettate a compiti più gravosi e a oneri

maggiori in termini di comunicazione e di *reporting* ne ha migliorato il processo organizzativo e la produttività.

È un dato di fatto: la qualità è fondamentale. Il fatto che, nelle società STAR (le quali hanno una capitalizzazione inferiore al miliardo di euro), la quota degli investitori istituzionali esteri sia pari all'88 per cento, significa che, là dove c'è qualità, anche l'investitore sofisticato estero è disposto a portare i propri capitali in Italia.

La qualità è per noi un punto fermo. Il problema sta, dunque, nel coniugare una buona qualità con regole semplici e con oneri parametrati alle dimensioni delle imprese, anche se non si tratta di un compito semplicissimo.

PRESIDENTE. Che ne pensa della creazione di un mercato di obbligazioni convertibili come presupposto per la quotazione di PMI? Potrebbero esserci problemi?

RAFFAELE JERUSALMI, Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa. Da un punto di vista tecnico, l'obbligazione convertibile, per sua stessa definizione, non porta necessariamente alla conversione, derivante dalla quotazione dell'emittente. Peraltro, poiché l'obbligazione è convertibile, ma a determinate condizioni, bisognerebbe innanzitutto determinare queste ultime e, in secondo luogo, stabilire come, una volta soddisfatte, si giunga alla quotazione dell'impresa.

In genere, l'obbligazione convertibile è uno strumento utilizzato dalle società quotate, e l'*upside* consiste nel fatto che, anche in caso di mancata conversione, il titolo offre comunque un rendimento soddisfacente al sottoscrittore.

L'altra possibilità è che, all'avverarsi di determinate condizioni, in genere legate alla *performance* particolarmente positiva dell'impresa, le obbligazioni possano essere convertite in azioni, consentendo al sottoscrittore di realizzare guadagni importanti.

Lo strumento nasce, quindi, per essere utilizzato dalle società già quotate. Tuttavia, poiché chi opera nel mondo della

finanza è molto creativo, gli strumenti finanziari possono essere impiegati, spesso e volentieri, con finalità diverse da quelle per cui sono stati concepiti. Un fenomeno analogo si è verificato per le azioni senza diritto di voto, di risparmio e privilegiate. Molti strumenti non standardizzati, o non allineati alle *best practice* internazionali, sono stati introdotti nel nostro mercato, nel corso degli anni, per soddisfare nuove esigenze.

È chiaro, quindi, che si può creare uno strumento specifico per corrispondere a una particolare esigenza. Tuttavia, da osservatore del mercato, da persona che lavora nel mondo della finanza da oltre venticinque anni, sconsiglierei di adottare una simile soluzione. Infatti, quanto più lo strumento è complesso, tanto meno è facile che abbia successo. Ad esempio, se esso è calibrato su una tipologia di struttura che, dopo pochi anni, diventa obsoleta, il mercato si avvia, ma la gente si ritrova, poi, con strumenti difficili da negoziare.

PRESIDENTE. Poiché è stato introdotto l'argomento, abbiamo l'occasione di approfondire un ragionamento sviluppato anche con l'amministratore delegato di Cassa depositi e prestiti Spa.

Il limite della Cassa sta nel fatto che, raccogliendo il risparmio postale, non può permettersi di perdere risorse in operazioni che non siano pressoché sicure: questo è il limite vero del Fondo italiano di investimento per le PMI. Eppure, in Italia si possono trovare tante aziende con buone prospettive di crescita e poca capitalizzazione.

Un mercato di obbligazioni convertibili potrebbe aiutare le imprese a crescere e ad assimilare la cultura dell'espansione, per affrontare mercati sempre più ampi e per realizzare prodotti sempre più competitivi, anche senza arrivare alla quotazione. In tal modo si potrebbe creare un mercato di aziende emergenti finanziariamente solide, alla cui nascita non potrà certo contribuire il sistema creditizio, impegnato a capitalizzarsi a sua volta, al fine di soddisfare i più stringenti requisiti patrimoniali di Basilea 3.

Incidentalmente, va detto che le potenzialità di un'impresa hanno, nel sistema di Basilea 3, una rilevanza nulla: se si ha un prodotto di sicuro successo, ma non il denaro per realizzarlo, non si va da nessuna parte. Da qui il nanismo delle imprese, le quali, non potendo attuare programmi di investimento, o cedono i brevetti o fanno realizzare i prodotti da altri. Non parliamo, poi, del *venture capital*...

Supponendo che le banche, intente a rafforzare la propria struttura patrimoniale, non possano offrire alle PMI, nei prossimi anni, molto denaro, è immaginabile un mercato di obbligazioni convertibili destinato a imprese che abbiano la necessità di capitalizzarsi e che ancora non siano in condizione di affrontare un mercato più ampio? Avrebbe senso mettere in piedi fondi di *private equity* che comprino?

RAFFAELE JERUSALMI, Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa. Se posso, signor presidente, desidero sottoporre a lei e alla Commissione una mia vecchia idea, peraltro sempre attuale e potenzialmente utilizzabile.

Si tratta di una forma di finanziamento che non costituisce una novità.

Negli anni Settanta, e soprattutto Ottanta, erano molto in voga le cosiddette carte commerciali, le quali rappresentavano un ottimo strumento di finanziamento per le imprese. Caddero in disuso per motivi fiscali: la modifica del regime di imposizione sui cosiddetti impieghi a breve termine ne decretò la morte sostanziale.

Lo strumento potrebbe essere una via di mezzo tra la carta commerciale e la cambiale finanziaria, prodotti che hanno caratteristiche di grande flessibilità.

Si potrebbe creare un circuito analogo a quello che esisteva all'epoca. Poiché ho cominciato a lavorare proprio in quegli anni, ricordo che si scambiavano tantissime carte commerciali, di aziende anche molto piccole, non quotate e poco conosciute, alle quali veniva assegnato un *rating* dalle banche emittenti. La carta commerciale esponeva a rischi limitati, era scambiata, aveva una sua liquidità e, so-

prattutto, una durata relativamente breve.

Credo che questa sia una strada percorribile per risolvere i problemi di finanziamento delle piccole imprese. Nel recente passato avevo sottoposto l'idea ad alcune banche, con le quali stavamo approfondendo alcune valutazioni.

In effetti, la carta commerciale potrebbe rappresentare anche per le banche uno strumento interessante. Dovrebbe cambiare, però, il regime fiscale, perché l'applicazione dell'imposta sostitutiva con l'aliquota del 27 per cento non rende il prodotto appetibile. Se l'aliquota tornasse al 12,50 per cento, come quella applicata agli altri strumenti finanziari, la carta commerciale diventerebbe, a mio avviso, un prodotto con un grande potenziale. Creando un mercato, che potrebbe essere gestito da Borsa Italiana (questa era l'idea che avevo proposto alle banche), i titoli potrebbero essere scambiati, e si darebbe vita a un circuito che diventerebbe, a tutti gli effetti, un canale di finanziamento per le imprese.

PRESIDENTE. Le *commercial paper* hanno un orizzonte limitato, in quanto non aiutano le imprese a crescere: si emette la *commercial paper* e, alla scadenza, si rimborsa il finanziamento.

RAFFAELE JERUSALMI, Amministratore delegato di Borsa Italiana Spa. L'obbligazione è uno strumento idoneo. Non mi riferisco a quella convertibile, ma all'obbligazione *tout court*. Tuttavia, nell'attuale configurazione, mancando la quotazione o il *rating*, non può svolgere la funzione che ad essa si vorrebbe assegnare. Bisogna trovare, quindi, uno strumento ibrido.

Avevo pensato a un tipo di carta commerciale che fosse una via di mezzo tra la cambiale finanziaria e la carta commerciale vera e propria.

Più specificamente, l'orizzonte temporale dell'investitore potrebbe essere anche diversificato, prevedendo scadenze più brevi e più lunghe, premi al raggiungimento di determinati risultati, il collega-

mento tra la *performance* dell'azienda e la rendita corrisposta all'investitore. Si tratta di vantaggi più attraenti della possibilità di conversione, perché può anche essere che l'emittente di obbligazioni convertibili decida, poi, di non quotarsi.

Strumenti di questo tipo rappresentano un'ottima soluzione soprattutto per le piccole società e, di conseguenza, per un numero di imprese molto grande. Si può pensare a strumenti simili o assimilabili al capitale di rischio, ma quella dell'obbligazione convertibile non mi sembra una strada percorribile, perché, se l'emittente non si quota, non è possibile convertire. Occorre, secondo me, uno strumento ibrido.

PRESIDENTE. L'imprenditore potrebbe valutare che, essendo richieste le sue obbligazioni, incontrerebbero il favore del mercato, con molta probabilità, anche le sue azioni.

In altre parole, l'obbligazione convertibile potrebbe modificare l'approccio al mercato dei capitali del piccolo imprenditore italiano, il quale, allo stato attuale, è molto riluttante ad avviare la propria impresa alla quotazione in borsa, per tutte le ragioni di cui abbiamo diffusamente discusso in questa e nelle precedenti audizioni.

Credo che l'audizione odierna sia stata molto proficua.

Ringrazio l'amministratore delegato di Borsa Italiana Spa, anche per la documentazione consegnata, di cui autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna (*vedi allegato*).

Dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 16,25.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

Licenziato per la stampa
il 12 settembre 2011.

ALLEGATO

**CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE (FINANZE)****INDAGINE CONOSCITIVA SUL MERCATO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI**

Signor Presidente, onorevoli deputati,

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. il ruolo e le iniziative di Borsa italiana

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

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

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

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

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

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

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

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