adeguate misure organizzative nello svolgimento delle cosiddette attività accessorie rispetto all'attività di rating.

La CONSOB è anche intervenuta per moderare il fenomeno delle vendite allo scoperto.

Tali prassi operative in condizioni normali possono contribuire a un più efficiente funzionamento del mercato, incrementandone la liquidità e intensificando il contenuto informativo implicito nei prezzi. In periodi di forti turbolenze, invece, possono accentuare la volatilità dei prezzi e avere un impatto negativo sull'integrità dei mercati fino a produrre effetti potenzialmente destabilizzanti a livello sistemico. In particolare, nel caso di vendite allo scoperto consistenti per ammontare e numero e non assistite da prestito titoli (cosiddette nude), aumenta il rischio di mancata consegna alla data di regolamento.

Oltre ad applicare misure restrittive temporanee su tali operazioni, la CONSOB ha anticipato l'introduzione di alcune previsioni contenute nel Regolamento europeo in tema di vendite allo scoperto e CDS che entrerà in vigore nei prossimi giorni. Si tratta, in particolare, del divieto di vendite allo scoperto nude e dell'obbligo di notifica alle autorità di vigilanza dell'assunzione o variazione di posizioni nette corte relative al capitale degli emittenti al superamento di determinate soglie quantitative.

Con riferimento alle misure restrittive temporanee, si ricorda che la CONSOB, in stretto coordinamento con i principali regulator *europei, ha dapprima introdotto un mero obbligo di comunicazione all'autorità delle posizioni nette corte (ossia posizioni corte al netto delle posizioni lunghe, incluse quelle assunte tramite strumenti finanziari derivati) relative ai titoli azionari delle società quotate in Italia, al superamento di determinate soglie quantitative. Successivamente, nel mese di agosto 2011, ha applicato misure restrittive temporanee su tali operazioni, anche intra-day, in relazione al capitale degli emittenti del settore finanziario. Dal 1° dicembre 2011, infine, è stato introdotto il divieto di effettuare vendite allo scoperto nude su tutte le azioni.*

Il 24 febbraio scorso l'Istituto ha deciso di non prorogare ulteriormente il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte sulle azioni del comparto finanziario. Tale decisione teneva conto delle correnti condizioni di mercato, coerentemente con quanto già stabilito dalle autorità europee che avevano preso provvedimenti simili. Tuttavia, nel mese di luglio, a fronte del riacutizzarsi delle condizioni di instabilità dei mercati, la CONSOB ha poi ripristinato il divieto di vendite allo scoperto - limitato ai soli titoli bancari e assicurativi - e lo ha mantenuto fino al mese di settembre.

6. Le iniziative per il rilancio della Borsa

La dimensione dei mercati mobiliari italiani, e di quello azionario in particolare, mostra un deficit strutturale rispetto a tutte le principali economie europee: le condizioni della Borsa di Milano sono testimoniate tanto dal modesto numero di società quotate (287 società italiane a fine settembre u.s. stabile rispetto al valore di 288 di fine 2011) quanto dal peso sul PIL della capitalizzazione complessiva (21,2%, fine settembre u.s. contro il ca. 20,6% di fine 2011). In tale contesto, le piccole e medie imprese, che caratterizzano in modo significativo il tessuto imprenditoriale nazionale, continuano a rappresentare una percentuale del listino inferiore alla media europea, evidenziando una consolidata avversione al mercato dei capitali.

I fattori alla base del sottodimensionamento del nostro mercato sono noti. Giocano un ruolo determinante la strutturale frammentazione del nostro sistema produttivo in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese, che non sono in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione e al contempo sono restie ad accettare la maggiore trasparenza e contendibilità degli assetti proprietari richieste dall'ingresso sul mercato azionario. È ancora troppo debole il ruolo degli investitori istituzionali, in particolare di quelli specializzati in investimenti nel capitale di rischio, che dovrebbero sostenere le società nelle delicate fasi di crescita e quotazione. Anche lo sviluppo di piattaforme di trading dedicate alle medie imprese è ancora insoddisfacente, benché siano stati effettuati vari tentativi in tale direzione.

Questi fattori hanno contribuito a consolidare il ruolo delle banche quale principale canale di reperimento e distribuzione delle risorse finanziarie all'interno del sistema economico. Tale ruolo, tuttavia, è destinato a ridursi in considerazione delle diffuse esigenze di ricapitalizzazione delle banche che potrebbero eroderne la capacità di finanziamento. Il rischio di razionamento del credito rende quindi più urgente che mai il potenziamento del mercato azionario in un rapporto di complementarietà con il ruolo delle banche.

Per contrastare questo fenomeno la CONSOB si è fatta carico di diverse iniziative. La prima, volta a realizzare una significativa riduzione degli oneri derivanti dagli adempimenti regolamentari a carico degli emittenti quotati, ha impegnato la CONSOB in un lungo e intenso confronto con tutte le parti interessate. Da tale ricognizione è risultata la presenza di una regolamentazione troppo vasta e complessa che occorreva semplificare.

La CONSOB ha istituito nel febbraio dello scorso anno un Tavolo di Lavoro sul tema della semplificazione regolamentare del mercato finanziario

italiano e, in particolare, delle disciplina degli emittenti. Obiettivo del Tavolo è stato quello di individuare possibili interventi di razionalizzazione che limitassero le aree di sovraccarico che non trovavano giustificazione in equivalenti benefici per gli investitori e anzi ponevano chi opera nel nostro Paese in condizione di svantaggio competitivo rispetto ai partner europei. Le semplificazioni effettuate mirano a fornire agli operatori maggiore certezza nella lettura del quadro normativo vigente, minimizzandone i relativi costi di *compliance* e mantenendo inalterati i livelli di tutela sostanziale accordati agli investitori.

Particolare attenzione è stata rivolta a eliminare le disposizioni che applicano in modo più restrittivo la normativa comunitaria (cosiddetto gold plating*). L'iniziativa della CONSOB ha trovato sostegno, peraltro, anche nella legge di stabilità per il 2012 (legge 183/2011), che ha introdotto il divieto di inserire o mantenere livelli di regolamentazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive. A seguito di un intenso confronto con l'industria finanziaria e con i risparmiatori, sono stati approvati due pacchetti di modifiche al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati.*

Gli oneri a carico dei soggetti vigilati sono stati alleggeriti snellendo la documentazione richiesta con riguardo ad alcune operazioni (tra cui quelle di prima quotazione) e rimettendo all'autonomia statutaria il livello di trasparenza al mercato rispetto alle operazioni straordinarie. Un secondo pacchetto di modifiche regolamentari ha riguardato, tra l'altro, gli emittenti titoli diffusi, le offerte pubbliche di acquisto, la trasparenza su partecipazioni rilevanti e patti parasociali e la gestione dell'informazione continua.

Con riferimento alla regolamentazione delle IPO, da un lato è stata disciplinata la fase di pre-istruttorie per l'approvazione dei prospetti, ovvero la possibilità per gli emittenti, anche al fine di ridurre i tempi istruttori, di sottoporre all'autorità di vigilanza specifiche problematiche inerenti le operazioni prima ancora della formalizzazione della richiesta di approvazione del prospetto ; dall'altro sono state semplificate le modalità di effettuazione di un'offerta al pubblico attraverso lo snellimento della documentazione da allegare alla domanda.

Inoltre, sono stati semplificati gli obblighi informativi per le ammissioni a quotazioni sui Mercati non regolamentati, prevedendo che prima dell'inizio delle negoziazioni su tali mercati sia sufficiente pubblicare un avviso che indichi le modalità con le quali sono accessibili al pubblico le informazioni idonee a consentire un corretto giudizio sull'investimento.

Per quanto attiene in particolare all'informazione societaria, i tavoli di lavoro sono intervenuti su temi molto rilevanti quali: la comunicazione delle operazioni di internal dealing*, la diffusione delle informazioni previsionali e dei dati contabili, il commento dei rumor da parte degli emittenti e il ritardo della pubblicazione di informazioni privilegiate.*

La seconda iniziativa, invece, ha riguardato la costituzione di un Gruppo di lavoro finalizzato alla individuazione di interventi volti a favorire l'accesso

delle imprese, in particolare di media dimensione, al mercato del capitale di rischio.

Il Gruppo di lavoro, al quale partecipano rappresentanti delle associazioni di categoria e dell'industria finanziaria, ha definito, a seguito di un'ampia analisi sui fattori di freno e disincentivo alla quotazione, specifici interventi volti, da un lato, a stimolare l'interesse delle imprese alla raccolta di capitali di rischio e, dall'altro, a sviluppare la domanda di titoli azionari da parte degli investitori. Ciò al fine di delineare un "percorso guidato" in grado di favorire il processo di apertura delle medie imprese al mercato dei capitali, siano essi rappresentati da mercati regolamentati o da sistemi multilaterali di negoziazione.

Il gruppo ha poi elaborato una serie di interventi in materia di education *e* scouting *di imprese potenzialmente interessate ad accedere al mercato del capitale di rischio e di sviluppo dei servizi di assistenza nel processo di* listing. *Si sta lavorando inoltre alla razionalizzazione della regolamentazione in materia di accesso al mercato e di strutturazione delle relative piattaforme di negoziazione e alla definizione dei requisiti strutturali e funzionali dei fondi specializzati in* small caps. *Sono infine in corso di elaborazione alcune possibili proposte legislative in materia fiscale.*

È opportuno sottolineare che i costi regolamentari legati allo status di società quotata derivano in larga misura da norme di matrice comunitaria (in particolare, la Direttiva Prospetto, la Direttiva Transparency e la Direttiva sugli abusi di mercato), divenute nel tempo sempre più complesse e articolate, che generano costi di compliance *molto elevati per le imprese di minori dimensioni. Si tratta infatti di un quadro di regole che il più delle volte non prevede livelli di graduazione degli obblighi in funzione della dimensione delle imprese.*

È dunque necessario che si sviluppino mercati per le medie imprese caratterizzati da requisiti regolamentari specifici, esclusivo coinvolgimento di investitori professionali, costi di ammissione e di permanenza parametrati alla dimensione delle imprese.

Il confronto con gli operatori sviluppato nell'ambito del Gruppo di lavoro ha evidenziato come il successo di iniziative di rilancio dei mercati azionari per le medie imprese debba necessariamente passare dallo sviluppo di investitori specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*). È dunque presupposto imprescindibile il potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali specializzati nell'investimento in capitale di rischio delle imprese più giovani e innovative, soprattutto di quelle operanti nei settori tecnologicamente più avanzati.

7. L'imposta sulle transazioni finanziarie

Il 28 settembre 2011 la Commissione europea ha presentato al Consiglio una proposta di direttiva riguardante "un sistema comune di tassazione delle transazioni finanziarie" (Financial Transaction Tax o FTT).

L'introduzione di una FTT in Europa deriva dalla volontà, emersa in seguito alla crisi finanziaria, di colpire l'operatività sui mercati effettuata per meri fini speculativi. Secondo le motivazioni della Commissione europea, una FTT potrebbe disincentivare l'assunzione di rischi troppo elevati da parte degli operatori e, per tale via, mitigare il rischio sistemico.

La proposta della Commissione prevede che ciascuno Stato membro introduca una imposta sulle operazioni finanziarie pari ad almeno lo 0,1 per cento del controvalore scambiato per le operazioni finanziarie a pronti e ad almeno lo 0,01 per cento del valore nozionale per le operazioni in derivati. L'imposta si applica agli scambi in cui almeno una delle controparti (ossia il committente finale) sia stabilita in uno Stato membro e sia coinvolto un ente finanziario che ha sede nell'Unione. Non assume, dunque, alcun rilievo la nazionalità dell'emittente dei titoli oggetto della transazione.

L'iniziativa della Commissione europea presenta taluni profili di criticità.

Quanto agli obiettivi, l'applicazione dell'imposta alle operazioni in derivati, oltre a disincentivare l'assunzione di rischi troppo elevati, renderebbe più costoso anche il controllo del rischio, che nei mercati finanziari si realizza principalmente attraverso l'utilizzo dei derivati di copertura.

Quanto agli effetti, come mostra la letteratura economica, la misura potrebbe altresì ridurre l'efficienza informativa e la liquidità dei mercati, a causa di una possibile riduzione degli scambi, aumentare il costo del capitale per le imprese e determinare una riduzione dei prezzi. La FTT può inoltre incentivare la delocalizzazione dell'attività di intermediazione mobiliare in aree geografiche in cui l'imposta non è presente, con una conseguente riduzione del gettito potenziale.

Con riguardo al disegno del prelievo, ad esempio, la proposta europea non prevede una differenziazione delle aliquote in funzione del grado di regolamentazione del mercato in cui avviene lo scambio (mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione *versus* mercati *over the counter* – OTC), come invece auspicato anche dal G-20 di Pittsburgh del 2009. Una siffatta differenziazione e la conseguente canalizzazione delle operazioni dai mercati OTC verso forme di mercato più trasparenti, integre e sicure, potrebbero contribuire ad accrescere il contenuto informativo dei prezzi e a migliorare

l'efficienza allocativa delle risorse, poiché è proprio nei mercati organizzati che ha luogo il processo di formazione dei prezzi (*price discovery*).

Tra i diversi Stati membri sono emerse posizioni contrastanti in merito all'introduzione dell'FTT. Dieci Stati europei, condividendo le finalità ultime dell'imposta, hanno deciso di avviare la procedura di cooperazione rafforzata al fine di accelerare il processo di convergenza verso l'adozione di un sistema comune di imposta sulle transazioni finanziarie.

Il 23 ottobre u.s. la Commissione Europea ha, quindi, formalizzato una proposta di decisione del Consiglio che consente ad un gruppo di dieci Stati membri che ne hanno fatto espressamente richiesta (Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Austria, Portogallo, Slovenia e Slovacchia) di procedere alla cooperazione rafforzata in materia. La Commissione Europea dovrà, pertanto, presentare una nuova proposta di normativa la cui portata e obiettivi dovrebbero essere basati su quella presentata dalla Commissione europea nel settembre 2011.

Nell'attesa di iniziative europee alcuni Stati hanno agito autonomamente, introducendo nella propria legislazione forme di tassazione delle transazioni finanziarie.

In Italia il 9 ottobre u.s. il Consiglio dei Ministri ha approvato il disegno di legge contenente le disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità), introducendo una imposta di bollo sulle compravendite di azioni di emittenti italiani e sulle operazioni in strumenti finanziari derivati con un aliquota unica pari allo 0,05 per cento da applicarsi, rispettivamente, sul controvalore dell'operazione e sul valore nozionale di riferimento.

L'imposta italiana si discosta dal disegno della Commissione europea del settembre 2011 sostanzialmente per la mancata differenziazione delle aliquote in funzione della tipologia di strumento finanziario negoziato. Ciò determina una forte penalizzazione per l'operatività in strumenti derivati. Rispetto alla suddetta proposta, inoltre, vi è un esplicito riferimento alla nazionalità dell'emittente, mentre manca il riferimento al principio di residenza in Italia dell'intermediario quale ulteriore elemento di definizione dell'ambito di applicazione dell'imposta.

Le ragioni del non perfetto allineamento con la disposizione europea sono da ricercarsi nella circostanza che la norma è chiamata ad operare nel più ristretto

ambito nazionale. Tuttavia, rimanendo ferma la possibilità per i non residenti di effettuare all'estero transazioni su azioni italiane senza essere tenuti al pagamento dell'imposta, permangono rischi di elusione, attraverso la delocalizzazione di importanti comparti dell'industria finanziaria nazionale.

I rischi connessi all'introduzione della FTT potrebbero, peraltro, essere amplificati nel caso in cui l'Italia adottasse l'imposta in via anticipata rispetto all'entrata in vigore della direttiva europea in materia. In tal caso la disposizione italiana, pur costituendo una sorta di "normativa ponte" destinata ad operare solo in via temporanea, potrebbe comunque determinare effetti di "spiazzamento", anche irreversibili, sui mercati.

L'imposta recentemente introdotta in Francia, invece, contiene alcune previsioni in grado di attenuare gli effetti negativi derivanti dall'adozione isolata dell'imposta.

In estrema sintesi, la FTT francese si applica alle operazioni relative ai titoli emessi da società francesi indipendentemente dalla residenza degli intermediari, in tal modo minimizzando gli incentivi alla delocalizzazione dell'industria finanziaria; inoltre, essa esclude gli scambi aventi ad oggetto titoli emessi da società con capitalizzazione inferiore a un miliardo di euro, in tal modo evitando di penalizzare i titoli meno liquidi; infine, non si applica sulle singole operazioni bensì sulle posizioni nette in acquisto a fine giornata, con una conseguente forte riduzione dell'impatto negativo su scambi e liquidità. L'imposta è accompagnata da due ulteriori misure fiscali volte a limitare l'operatività degli high frequency traders *e la negoziazione in CDS su titoli del debito sovrano.*

*****

La CONSOB è e sarà impegnata nell'attuazione delle linee di azione sopra descritte per la tutela del risparmio e la stabilità del sistema finanziario, ben consapevole che l'autonomia ad essa garantita dalla legge costituisce il presupposto essenziale affinché la sua attività di vigilanza possa essere sempre più efficace e imparziale.

Il confronto costruttivo con Parlamento e Governo non potrà che dare maggior forza alla sua azione, soprattutto in momenti difficili come quello attuale.