



Ministero dell'Economia e delle Finanze

Ai sensi dell'art. 1, comma 13, del decreto legge 8 aprile 1974 n. 95, convertito, con modificazioni, nella legge 7 giugno 1974, n. 216, la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) ha trasmesso al Ministro dell'economia e delle finanze la relazione annuale sull'attività svolta nel corso dell'anno 2013, per il successivo inoltro al Parlamento.

La relazione si articola in tre parti principali: nella prima si esamina il contesto economico ed istituzionale all'interno del quale si è sviluppata l'attività della Consob nel corso dell'anno 2013 e si prefigurano le linee strategiche lungo le quali si muoverà l'attività futura; nella seconda viene descritta l'evoluzione del quadro di riferimento relativamente ai mercati, alle società non finanziarie quotate, agli intermediari bancari e assicurativi e alle famiglie; la terza parte offre una panoramica sull'attività complessiva di vigilanza e di *enforcement* svolta dalla Consob nel corso dell'anno di riferimento. La relazione offre alcuni spunti per formulare osservazioni su diversi aspetti del settore finanziario. Si ritiene opportuno però concentrare l'attenzione su un numero ristretto di temi, sia di carattere generale che specifico, che possono essere di maggior interesse per l'attività del Parlamento.

1. La revisione della normativa nazionale e la semplificazione degli obblighi nel settore finanziario

La relazione della Consob segnala la necessità di una revisione sistematica della normativa nazionale in materia di diritto finanziario e societario per aggiornare, semplificare e razionalizzare in particolare la disciplina per le società quotate. Più in generale, anche da parte del settore privato, è stata segnalata l'opportunità di eliminare o quantomeno di ridurre alcuni oneri aggiuntivi che la normativa italiana impone agli operatori rispetto a quella europea (il c.d. *goldplating*), nella prospettiva di realizzare un'effettiva parità di trattamento con i concorrenti

a livello europeo (c.d. *level playing field*) e di applicare a tutti i soggetti che svolgono l'attività nell'Unione europea un unico sistema di regole (c.d. *single rule book*).

Si tratta di obiettivi senz'altro condivisibili che devono essere perseguiti tenendo presente l'esigenza di non ridurre il livello di protezione per gli investitori e senza dimenticare che misure più stringenti di quelle comunitarie possono essere talvolta necessarie e giustificate dal contesto nazionale. Va inoltre ricordato che alcune soluzioni più avanzate stabilite in passato a livello italiano sono state poi seguite e adottate a livello europeo, come è di recente avvenuto con la revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (cd. MiFID 2) che ha previsto l'obbligo di trasparenza pre-negoziazione per gli strumenti diversi dalle azioni, già introdotto in Italia in base ad una previsione facoltativa della direttiva MIFID 1 (direttiva 2004/39/CE).

Per quanto riguarda più specificamente la proposta di una revisione sistematica della normativa bancaria, finanziaria e assicurativa contenuta nei testi unici bancario (TUB) e finanziario (TUF) e nel Codice delle Assicurazioni, che da più parti viene avanzata, si segnala che tale intervento può essere realizzato ma è necessario tenere conto del fatto che la gran parte delle disposizioni nazionali derivano da norme comunitarie oggetto di revisione da parte del Legislatore europeo. Per altro, la fonte del diritto comunitario, per una parte preponderante delle materie anzidette, non è più la direttiva bensì il regolamento direttamente applicabile senza necessità di recepimento normativo a livello domestico. Pertanto, intere parti dei Testi unici anzidetti vengono abrogate e non più sostituite con altre disposizioni nazionali in quanto le materie sono disciplinate in via diretta dai regolamenti dell'UE (è il caso ad esempio del nuovo Regolamento UE in materia di requisiti di capitale per gli enti creditizi o del nuovo Regolamento UE sui mercati degli strumenti finanziari). In verità, la revisione sistematica del *corpus* normativo sta emergendo come esigenza anche a livello di legislazione europea.

2. Attrattività del mercato italiano e il finanziamento delle imprese

Si ritiene utile portare all'attenzione del Parlamento una serie di possibili iniziative per rendere il mercato italiano dei capitali maggiormente attrattivo per gli investitori anche esteri e per favorire canali di finanziamento per le imprese alternativi al tradizionale credito bancario. In tale ambito il Governo sta lavorando anche sulla base delle proposte avanzate dal Gruppo di Lavoro coordinato dalla Consob, a cui hanno partecipato Borsa Italiana S.p.A., ABI, AIFI, Assirevi, Assogestioni, Assosim, Confindustria, Fondo Italiano di investimento SGR S.p.A., Fondo Strategico Italiano S.p.A., Università Bocconi, Fondazione Respubblica.

Nel marzo del 2013 il Gruppo di Lavoro ha dato vita al progetto “Più Borsa” attraverso la sottoscrizione di un Memorandum d’intesa con un duplice obiettivo: (i) assistere le imprese di piccola e media dimensione (PMI) nella ricerca di risorse finanziarie per sostenere progetti di sviluppo in un percorso di apertura al mercato del capitale di rischio e (ii) incrementare l’interesse degli investitori istituzionali nei confronti delle PMI.

Tra i fattori interni che frenano la propensione delle aziende verso il mercato dei capitali si evidenziano: la diffidenza delle imprese nei confronti di un mercato non sufficientemente liquido; l’onerosità degli adempimenti collegati e conseguenti alla quotazione; la contrarietà dei soci fondatori all’allargamento degli assetti proprietari.

Tra i fattori esterni che incidono sull’insufficiente sviluppo del mercato dei capitali italiano è stata individuata la scarsa presenza, rispetto a mercati esteri più competitivi, di investitori istituzionali operativi sul mercato secondario azionario e in particolare di fondi comuni specializzati in investimenti in titoli *small cap* e/o neo-quotati, nonché di soggetti specializzati nella prestazione di servizi di *listing* e di servizi connessi alla fase di permanenza alla quotazione rivolti agli emittenti PMI.

Le iniziative previste nel Memorandum d’intesa hanno per oggetto i seguenti ambiti:

- promozione delle attività di *education* e *scouting*, rivolte alla ricerca e alla selezione delle migliori imprese potenzialmente quotabili;
- trasparenza nella definizione dei servizi di consulenza e assistenza nel processo di *listing*;
- strutturazione di un mercato per le PMI e servizi connessi alla permanenza nelle negoziazioni;
- sviluppo dell’*asset management* dedicato alle PMI.

Il Gruppo di Lavoro “Più Borsa” ha individuato diverse proposte operative che riguardano, l’individuazione di semplificazioni normative per rilanciare la quotazione in borsa delle PMI.

Si tratta, in alcuni casi, di semplificazioni permanenti e in altri casi di semplificazioni temporanee per un primo periodo post quotazione (c.d. *grace period*) volto a facilitare l’acclimatamento delle neo-quotate alla disciplina che caratterizza la quotazione in un mercato regolamentato.

Una proposta di particolare interesse in materia di struttura del capitale sociale e contendibilità del controllo, riguarda la possibile introduzione nel nostro ordinamento di azioni a voto multiplo. Al riguardo, il Gruppo di Lavoro “Più Borsa” evidenzia la riluttanza degli imprenditori-soci di controllo a diluire eccessivamente la propria partecipazione in fase di offerta pubblica iniziale (IPO - *initial public offering*) per il timore di perdere il controllo della società. In particolare, soprattutto con riferimento alle società a controllo familiare, gli azionisti di controllo tendono a mantenere una partecipazione ben superiore alla maggioranza assoluta del capitale, riducendo, conseguentemente, la quota destinata al mercato; tale fenomeno si registra anche con riferimento alle operazioni di aumento di capitale successive alla quotazione. Uno degli strumenti utili a vincere tali resistenze potrebbe essere l'adozione di categorie di azioni con diritti di voto differenziati, seguendo una prassi sempre più diffusa in vari paesi.

Alcune legislazioni degli Stati membri dell'UE adottano in linea di massima il principio “un'azione- un voto”, mentre altre contemplano la possibilità del voto plurimo con alcuni correttivi in ragione delle diverse peculiarità nazionali. Le azioni a voto plurimo sono diffuse prevalentemente in Francia, Svezia, Finlandia, Danimarca, Olanda, Polonia, oltre che in alcuni paesi extra-UE come negli Stati Uniti e Giappone. Sono poco diffuse in UK e sono espressamente vietate, oltre che in Italia, in Germania.

Il Gruppo di Lavoro Più Borsa propone di abrogare il divieto di emissione delle azioni a voto multiplo (art. 2351, comma 4 cod. civ) consentendo a tutte le società per azioni di prevedere in via statutaria classi multiple di azioni con voto differenziato entro limiti fissati dal legislatore.

Ulteriore proposta, a seguito di un'analisi comparata delle esperienze anglosassoni (UK e USA) e francesi concerne la previsione di incentivi fiscali alla quotazione a beneficio delle imprese e degli investitori (suddivisi tra *equity investor*, persone fisiche, investitori istituzionali quali fondi pensione e fondi comuni di investimento).

Tali incentivi sono ipotizzati tenendo conto delle varie fasi connesse al processo di quotazione e alla successiva permanenza in borsa (fase pre-quotazione; quotazione, *grace period* post IPO; negoziazione post *grace-period*).

Su tali proposte sta lavorando il Ministero per definire i possibili interventi normativi, alcuni di quali, in tema di rilancio e sviluppo delle imprese, sono stati recentemente adottati dal Governo con il decreto legge 24 giugno 2014 n. 91, attualmente in fase di conversione.

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)

RELAZIONE PER L'ANNO 2013

PAGINA BIANCA

RELAZIONE AL MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

La relazione che segue, riferita all'anno 2013, è stata predisposta dalla Commissione ai sensi dell'art. 1/1, comma 13, della legge 7 giugno 1974, 216, che prevede la trasmissione al Ministro dell'Economia e delle Finanze, entro il 31 marzo di ciascun anno, di una relazione sull'attività svolta dall'Istituto, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire

PAGINA BIANCA

A.

LE QUESTIONI IN CORSO
E LE LINEE DI INDIRIZZO

PAGINA BIANCA

Il contesto istituzionale ed economico I

1 La crisi, i riflessi sui mercati finanziari e la risposta delle istituzioni

Nel 2013, i mercati delle principali economie avanzate hanno registrato un risultato complessivamente positivo, soprattutto nella seconda parte dell'anno, quando sono venute meno alcune delle incertezze che fino a quel momento avevano alimentato un andamento altalenante. La crescita economica negli Stati Uniti si è rafforzata e la Fed, di conseguenza, ha annunciato la riduzione degli acquisti di titoli (cosiddetto *tapering*) a partire dal mese di gennaio 2014. Anche i mercati azionari di Regno Unito e Giappone hanno beneficiato di una ripresa economica migliore delle aspettative. Nell'Area euro, i mercati finanziari sono stati influenzati positivamente dai segnali di modesta ripresa emersi a partire dal secondo trimestre 2013 e dal ritorno degli investitori esteri nella regione.

Nel corso del 2013, gli indici azionari sono cresciuti sia nei cosiddetti paesi core sia nei paesi periferici dell'Area euro, registrando variazioni comprese tra il 18 per cento in Francia e il 21 per cento circa in Spagna (16,6 per cento in Italia). Segnali di stabilizzazione si osservano anche sui mercati dei titoli pubblici dell'Area euro, con le curve dei rendimenti dei paesi periferici che attualmente si collocano a livelli notevolmente più bassi di quelli registrati dopo lo scoppio della crisi del debito sovrano.

All'inizio del 2014, la pubblicazione di dati congiunturali meno positivi del previsto, le incertezze legate al deflusso di capitali dai paesi emergenti e, in ultimo, le turbolenze derivanti dalla crisi ucraina hanno determinato una lieve correzione al ribasso nei mercati azionari nelle principali economie avanzate (-0,4 per cento nell'Area euro; dato al 21 marzo). Nonostante l'incremento della volatilità, gli indicatori di contagio e di fiducia desumibili dai prezzi degli strumenti finanziari segnalano un ritorno alla normalizzazione dell'andamento dei mercati, che dovrebbero ricominciare a esprimere quotazioni sempre meno condizionate dalla percezione di rischi sistemici (si vedano i Capitoli I 'I mercati azionari' e II 'I mercati non azionari', Parte B).

Nell'Area euro, tuttavia, il quadro resta complesso e le incertezze legate alla crescita economica elevate. L'euro forte continua a essere un rischio per la ripresa. Le differenze tra i paesi core e i paesi periferici sono

significative, con livelli di disoccupazione ancora elevati nelle aree più vulnerabili (le stime per il 2014 indicano poco più del 12 per cento in Italia e del 26 per cento in Spagna). Il risanamento dei conti pubblici è, tuttora, una importante criticità nei paesi caratterizzati da un elevato rapporto debito/Pil. La frammentazione finanziaria, seppur in diminuzione, rappresenta ancora un tema rilevante per l'Area euro, dove persiste una eterogeneità nella dinamica del credito che penalizza le economie periferiche. In un contesto di tassi di inflazione molto bassi, in parte ascrivibili alla dinamica dei prezzi dei beni energetici, resta sullo sfondo il rischio di una spirale deflazionistica.

La BCE ha tagliato i tassi di interesse due volte nel 2013 (fino allo 0,25 per cento lo scorso novembre) e ha introdotto la cosiddetta *forward guidance* nella propria strategia di politica monetaria. Al di là delle speculazioni sulle possibili opzioni attualmente praticabili, inoltre, è verosimile che i tassi di interesse restino bassi per un lungo periodo.

La politica monetaria espansiva della Banca centrale ha avuto un impatto di gran lunga più modesto rispetto a quanto osservabile negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In quei paesi, il *quantitative easing* (unitamente a bassi livelli dei tassi di interesse) ha influenzato positivamente la fiducia del settore privato e, di conseguenza, la ripresa della domanda interna, attraverso l'effetto ricchezza indotto dall'aumento dei corsi azionari e dei prezzi delle abitazioni.

In particolare, da fine 2010, anno di avvio del *quantitative easing* da parte della Fed, a fine 2013 i prezzi degli immobili residenziali negli USA hanno registrato un incremento del 12 per cento e l'indice azionario S&P500 del 43 per cento circa; nel Regno Unito i dati corrispondenti si attestano rispettivamente al 7 e 18 per cento circa (Ftse100). Dall'inizio della crisi finanziaria nel 2008, inoltre, negli USA e nel Regno Unito è stata condotta una politica di bilancio anti-ciclica che ha determinato un aumento sia del rapporto debito/Pil (rispettivamente, dal 73 per cento circa al 106 per cento a fine 2013 e dal 52 al 92 per cento) sia del deficit pubblico sino a valori massimi nel 2009 (pari, rispettivamente, al 13 per cento e all'11 per cento circa del Pil).

Nell'eurozona, per contro, i prezzi delle abitazioni sono calati a partire dalla fine del 2010 del 2,5 per cento, mentre l'indice azionario Euro Stoxx è aumentato dell'11 per cento circa. A tale dato corrisponde, tuttavia, una significativa eterogeneità tra le *performance* dei mercati azionari dei paesi dell'Area: nello stesso periodo, in Italia il Ftse Mib è sceso di circa il 6 per cento, mentre in Spagna l'Ibex35 è tornato sui livelli registrati a fine 2010; in Francia il Cac40 è cresciuto del 13 per cento, mentre di gran lunga più significativo è il dato relativo alla Germania, dove il Dax è aumentato del 38 per cento.

Nell'Area euro l'incremento della frammentazione finanziaria ha compromesso il meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria alle economie in maggiore difficoltà.