

Le questioni in corso e le linee di indirizzo **A**

Il contesto istituzionale ed economico **I**

1 La congiuntura

Nel 2014 la crescita economica ha mostrato un andamento disomogeneo a livello globale. Gli Stati Uniti hanno sperimentato una ripresa superiore alle attese, mentre l'economia cinese ha registrato un rallentamento pur rimanendo su tassi di crescita sostenuti (attorno al 7 per cento). Il Giappone è tornato in recessione nel terzo trimestre dell'anno, nonostante la politica monetaria espansiva. Nell'Area euro, infine, ha nuovamente prevalso un quadro di stagnazione (pur con rilevanti differenze tra gli Stati membri) e un rafforzamento delle tendenze deflazionistiche, alimentate sia dalla persistente debolezza di consumi e investimenti sia dal brusco calo del prezzo del petrolio osservato da metà anno.

A fronte di un contesto macroeconomico contrastato, nel 2014 i principali indici azionari sono tuttavia risultati in crescita, sebbene con andamenti disallineati soprattutto nel secondo semestre dell'anno.

In particolare, l'indice S&P 500 ha registrato un incremento dell'11 per cento circa e il Nasdaq del 18 per cento circa; positivo anche l'andamento del mercato giapponese con l'indice Nikkei in crescita del 7 per cento circa.

In Europa, a fronte di un moderato rialzo delle Borse di Francoforte e Madrid (con il Dax e l'Ibex in crescita, rispettivamente, del 2,6 e 3,6 per cento circa), l'indice Cac40 a Parigi e il Ftse100 a Londra hanno registrato un calo, rispettivamente, dello 0,5 e del 2,7 per cento. In Italia l'indice Ftse Mib è risultato sostanzialmente invariato (+0,2 per cento). Il settore energetico e quello bancario hanno mostrato significativi cali dei corsi azionari nella seconda metà dell'anno, riflettendo, rispettivamente, il calo del prezzo del petrolio e le attese dei risultati della valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) condotta dalla BCE in vista dell'avvio della vigilanza unica sui maggiori istituti di credito dell'Area euro.

I primi mesi del 2015 sono stati caratterizzati da un clima di rinnovata incertezza, connessa all'evoluzione della situazione greca, dapprima per l'instabilità politica, sfociata nelle elezioni anticipate tenutesi a fine gennaio e, successivamente, per l'avvio dei negoziati in ambito europeo volti a ottenere più ampi margini di flessibilità nella gestione della politica economica e del debito pubblico da parte del nuovo governo.

Tale incertezza non si è tuttavia riflessa negli andamenti degli indici azionari europei, caratterizzati da significativi rialzi. In particolare i mercati in Italia e Germania hanno mostrato la migliore *performance* (+21 per cento da inizio anno, dato al 27 marzo) seguiti da Francia (+18 per cento) e Spagna (+11 per cento circa). La Borsa di Londra, invece, ha esibito un rialzo più contenuto del 4,4 per cento (si veda il Capitolo I 'I mercati azionari', Parte B).

Le turbolenze legate alla questione greca non hanno generato fenomeni di contagio nemmeno sul mercato dei titoli pubblici dei paesi europei, in particolare quelli periferici, sebbene i tassi di interesse sui titoli greci abbiano mostrato un repentino incremento. Tale dinamica è riconducibile alle aspettative, poi realizzatesi, circa l'adozione da parte della Banca centrale europea (BCE) di ulteriori misure di politica monetaria non convenzionali. A fine gennaio, infatti, la BCE ha annunciato un piano di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Area euro (*quantitative easing*) per un ammontare mensile di 60 miliardi di euro, finalizzato a riportare il tasso di inflazione nell'area a livelli prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il piano è stato avviato a marzo e si concluderà nel settembre 2016.

In questo scenario i rendimenti dei titoli pubblici si sono ridotti in tutti i paesi dell'Area euro e in particolare nei paesi periferici. I titoli di Stato italiani hanno visto un calo dei rendimenti sulla scadenza a 10 anni pari a 50 punti base; per i titoli spagnoli la contrazione si è attestata attorno ai 30 punti (si veda il Capitolo II 'I mercati non azionari', Parte B). Solo in Grecia i rendimenti dei titoli pubblici a 10 anni hanno sfiorato gli 11 punti percentuali (dato al 27 marzo).

L'attività economica nell'Eurozona continua a essere esposta a numerosi rischi, connessi alla gestione del debito greco e alle ripercussioni del conflitto in Ucraina; un ulteriore fattore di criticità è rappresentato dall'indebolimento della congiuntura economica nei paesi emergenti. L'andamento degli indici di fiducia, migliorati nei primi mesi dell'anno sia per le famiglie sia per le imprese, lasciano emergere tuttavia alcuni segnali positivi.

Il ritorno a una crescita più robusta potrà essere sostenuto dal significativo deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro, iniziato nel 2014 e tuttora in corso (nei primi mesi del 2015 l'euro ha raggiunto livelli prossimi alla parità con il dollaro e ai minimi dal 2003). Anche il netto calo del prezzo del petrolio (le cui quotazioni si sono dimezzate rispetto all'inizio del 2014), riducendo il costo delle importazioni di beni energetici, contribuisce al miglioramento della bilancia commerciale con l'estero. Emergono primi segnali di un'inversione di tendenza nella dinamica del tasso di inflazione.

L'accettazione a livello di Commissione europea di una maggiore flessibilità dei bilanci (in senso anticiclico) e delle politiche fiscali potrebbe contribuire a una più rapida ripresa. Va in questa direzione anche il piano di investimenti per la crescita (sebbene ancora limitato) proposto dalla Presidenza Juncker.

2 L'evoluzione del quadro normativo europeo

Nel corso del 2014 sono stati compiuti significativi progressi nella regolamentazione dei mercati finanziari a livello europeo, secondo le direttrici che avevano ispirato il processo di riforma avviato dopo la crisi finanziaria del 2008 e la crisi del debito sovrano nell'Area euro. Sono inoltre proseguiti gli sforzi delle istituzioni e delle autorità europee volti a innalzare il livello di tutela dell'investitore, rafforzare la stabilità del sistema finanziario, anche attraverso la regolamentazione del sistema bancario ombra, e sostenere una crescita stabile e omogenea dei paesi membri (si veda il Capitolo VI 'Il quadro normativo e istituzionale', Parte B).

Nella seconda metà dell'anno l'Italia ha assunto, per la dodicesima volta dalla firma del Trattato di Roma, la Presidenza del Consiglio dell'Unione Europea. Il semestre di Presidenza italiana ha coinciso con una delicata fase di transizione ai vertici delle istituzioni europee che ha visto l'apertura della nuova legislatura del Parlamento europeo il 1° luglio, l'avvio del mandato della nuova Commissione Juncker il 1° novembre e l'insediamento del nuovo Presidente del Consiglio europeo il 1° dicembre.

Con riferimento alla regolamentazione dei mercati finanziari, nel 2014 si è concluso il processo di revisione della MiFID, avviato nel 2010, con l'adozione della Direttiva MiFID2 e del Regolamento MIFIR. La nuova disciplina europea, entrata in vigore a giugno, dovrà essere recepita nelle legislazioni nazionali entro luglio 2016 e troverà piena applicazione a partire dal 2017.

Il nuovo quadro normativo comporta innovazioni significative nella materia dei mercati, tra le quali figurano l'introduzione di una nuova tipologia di sede di negoziazione (*organised trading facility* – OTF), l'ampliamento del regime di trasparenza *pre* e *post*-negoziazione e degli obblighi di *transaction reporting*, la previsione di un'articolata disciplina in materia di *trading* algoritmico e un regime semplificato in favore dei cosiddetti *SME Markets*. La nuova MiFID introduce importanti novità anche in materia di intermediari, realizzando alcuni cambiamenti che avranno un impatto rilevante sul mercato finanziario europeo. Tra i profili più innovativi, si segnala la previsione della consulenza indipendente entro l'ampio alveo del servizio di consulenza, assoggettata a una disciplina speciale.

Anche in tema di *market abuse* la disciplina comunitaria ha conosciuto importanti innovazioni nel corso del 2014, con la pubblicazione del Regolamento MAR e della Direttiva MAD2.

Le nuove norme estendono l'ambito di applicazione della disciplina in tema di abusi di mercato a tutte le sedi di negoziazione, nonché al mercato delle merci e rafforzano i poteri delle autorità di vigilanza. Anche il regime sanzionatorio penale, disciplinato dalla Direttiva MAD2, risulta rafforzato dall'introduzione di ulteriori misure afflittive di matrice penale per gli illeciti più gravi. Sotto il profilo delle sanzioni amministrative, invece, il Regolamento MAR, pur essendo volto a prefigurare

un regime armonizzato al fine di superare le attuali difformità nei sistemi nazionali, dispone che gli Stati membri possano non prevedere sanzioni amministrative nel caso in cui le medesime violazioni siano assoggettate a sanzioni penali, contrariamente a quanto auspicato dalla Consob.

Il Regolamento MAR introduce, inoltre, disposizioni comuni per il *market sounding* (ossia l'attività degli intermediari incaricati di sondare le disponibilità della clientela circa possibili offerte dell'emittente o di altri azionisti sul mercato primario o secondario), la segnalazione di sospette violazioni alle autorità (*whistleblowing*) e la pubblicazione delle informazioni privilegiate, compresa la disciplina dei *rumours*.

La riforma della disciplina europea sul *market abuse* ha tenuto conto degli scandali connessi alla manipolazione dei tassi di riferimento Libor ed Euribor, prevedendo che anche la manipolazione di un valore di riferimento (*benchmark*) rientri fra le fattispecie oggetto di sanzioni amministrative e/o penali. Il tema dei *benchmark* è stato affrontato a livello europeo anche con un'apposita proposta di regolamento con la quale la Commissione europea ha armonizzato le norme relative al calcolo di tali valori di riferimento al fine di garantirne una maggiore accuratezza, solidità e integrità.

Nel dettaglio, la proposta intende introdurre un regime di autorizzazione iniziale e di vigilanza continua sugli amministratori di *benchmark* da parte dell'autorità competente designata da ciascuno Stato membro, nonché specifici obblighi in tema di *governance* e controlli interni degli amministratori e particolari requisiti per i contributori dei dati di *input* sui quali vengono calcolati i *benchmark*. Per taluni *benchmark* di particolare rilevanza, i cosiddetti *benchmark* 'critici', la proposta prevede inoltre la costituzione di collegi di supervisione.

Nel corso del 2014 il testo della proposta di regolamento è stata oggetto di discussione in sede di Consiglio e Parlamento europeo; la fase di cosiddetto 'trilogo istituzionale' dovrebbe aprirsi nel secondo semestre del 2015.

Tra i principali provvedimenti assunti nel semestre di Presidenza italiana, rientra il Regolamento 909/2014/UE relativo all'attività di regolamento dei titoli nell'Unione Europea e all'attività dei depositari centrali. Il Regolamento completa il quadro delle iniziative comunitarie in materia di infrastrutture di mercato, affiancandosi ai provvedimenti che disciplinano le altre fasi delle operazioni in titoli (negoiazione e compensazione, disciplinate, rispettivamente, da MiFID2/MIFIR e EMIR).

Nel corso del 2014 hanno altresì trovato compimento i negoziati relativi alla revisione della Direttiva Audit (Direttiva 2014/56/UE e Regolamento 537/2014/UE). Le misure sono volte a rafforzare le regole sulla revisione e il sistema di vigilanza nonché a colmare le lacune che la crisi finanziaria ha messo in luce, specialmente con riferimento alle attività di *audit* svolte nei confronti di società quotate, banche, assicurazioni e altre entità designate dagli Stati membri come enti di interesse pubblico (Eip).

Tra le novità relative all'attuazione del Piano di azione in materia di diritto societario, si segnala l'adozione della Direttiva 2014/95/UE, che modifica la Direttiva Contabile 2013/34/UE inserendo la disciplina in tema di *non-financial information*, e la pubblicazione di una proposta di direttiva in materia di diritti degli azionisti.

In particolare, la Direttiva 2014/95/UE, adottata a ottobre 2014, si rivolge a imprese e gruppi di grandi dimensioni ed è finalizzata a migliorare l'uniformità e la comparabilità delle informazioni di carattere non finanziario comunicate da parte delle maggiori imprese operanti nel territorio dell'Unione favorendo l'allocatione delle risorse negli investimenti più efficienti. In particolare, le imprese di grandi dimensioni e le imprese madri di grandi gruppi soggette alla nuova disciplina dovranno pubblicare, nella relazione sulla gestione, una dichiarazione di carattere non finanziario contenente una serie di informazioni utili a comprendere l'andamento dell'impresa/gruppo, i principali rischi e i suoi risultati. La Direttiva prevede, inoltre, che le società europee con un numero di addetti superiore a 500 pubblichino la politica in materia di diversità applicata alla composizione degli organi di amministrazione e controllo ovvero motivino la scelta di non prevedere alcuna politica di diversità.

La proposta di modifica della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, una delle misure di attuazione della Comunicazione sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea del marzo 2014, si propone di istituire un quadro regolamentare che faciliti l'identificazione degli azionisti da parte delle società e agevoli la trasmissione delle informazioni transfrontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la catena dell'investimento.

La proposta persegue, inoltre, gli obiettivi di promuovere una prospettiva di investimento di più lungo termine da parte degli azionisti, rafforzare i controlli degli azionisti su politiche di remunerazione degli amministratori e operazioni con parti correlate e, infine, rendere più trasparenti le metodologie utilizzate dai *proxy advisors* per l'elaborazione delle raccomandazioni di voto e le procedure messe in atto dai medesimi soggetti per la gestione dei conflitti di interessi.

La regolamentazione ha registrato un'ulteriore evoluzione anche nel settore del risparmio gestito. In particolare, nel corso della Presidenza italiana è stato raggiunto un importante traguardo con la conclusione del negoziato sul Regolamento per i fondi d'investimento a lungo termine (Regolamento Eltif). La misura nasce dall'intento di sostenere la crescita dell'economia reale mediante lo sviluppo di fonti di finanziamento alternative al canale bancario, in particolare per gli investimenti a lungo termine.

A differenza della Direttiva AIFMD, che disegna una disciplina comune concernente l'offerta di fondi alternativi (Fia) ai soli investitori professionali, il Regolamento ELTIF intende armonizzare anche il regime di commercializzazione agli investitori *retail* dei Fia autorizzati come Eltif. Il testo dell'accordo recepisce l'esigenza di tutela degli investitori al dettaglio con la scarsa liquidità e i profili di

rischio più accentuati di queste categorie di fondi rispetto ai tradizionali fondi Ucits. Simili problematiche si sono poste, nel corso del 2013, in relazione ai Regolamenti EuVECA e EuSEF recanti, rispettivamente, la disciplina dei fondi europei per il *venture capital* e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale.

Nel corso del 2014 sono state adottate anche modifiche alla Direttiva UCITS tese a innalzare il livello di tutela dell'investitore mediante l'introduzione di disposizioni armonizzate in tema di funzioni e responsabilità del depositario, politiche di retribuzione dei gestori e sanzioni.

In tema di trasparenza, passi ulteriori sono stati compiuti nella disciplina in materia di prospetti, con l'emanazione della Direttiva Omnibus2 e l'adozione delle misure di livello due in tema di pubblicazione dei supplementi (Regolamento delegato 382/2014).

Significativi progressi nell'ottica di tutela dell'investitore sono stati compiuti anche in materia di informativa agli investitori, con l'adozione del Regolamento sui documenti informativi chiave (KID) per i prodotti finanziari preassemblati e i prodotti assicurativi di investimento (PRIIPs). Al Comitato Congiunto costituito da EBA, ESMA ed EIOPA è affidata la stesura di standard tecnici di regolamentazione disciplinanti il contenuto e la presentazione dei documenti informativi chiave per i PRIIPs.

Il Regolamento in materia di informazioni chiave, entrato in vigore nel 2015 e direttamente applicabile negli Stati membri a partire dal 2017, mira a colmare il *gap* informativo degli investitori *retail* su caratteristiche e rischi dei PRIIPs e ad agevolare un maggior livello di comparabilità tra gli stessi, attraverso la semplificazione e la standardizzazione delle informazioni rilevanti.

In materia di legislazione bancaria, a gennaio 2014 la Commissione europea ha pubblicato una proposta di regolamento sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza e stabilità degli enti creditizi dell'Unione Europea *'too-big-to-fail'*. Le misure, elaborate sulla base delle raccomandazioni del Rapporto Liikanen del 2012 e sulla scia di analoghe iniziative adottate in altre giurisdizioni, prevedono la separazione dell'attività di *trading* proprietario dalla tradizionale intermediazione creditizia.

La proposta mira a rafforzare il *corpus* unico di norme per il settore bancario e si inquadra nel più ampio dibattito avviato a livello mondiale in merito ai modelli di *business* delle banche e alle relative implicazioni in termini di rischi sistemici. Secondo la Commissione, le norme proposte dovrebbero contribuire a far sì che le banche si concentrino sul loro ruolo fondamentale di servizio all'economia reale, evitando che il loro capitale sia allocato in misura eccessiva ad attività di negoziazione ad alto rischio. Al contempo, la Commissione intende mitigare il rischio che i contribuenti debbano intervenire per salvare le banche in difficoltà e limitare i costi e la complessità delle misure di risoluzione delle crisi eventualmente necessarie. La proposta tiene conto anche della necessità di prevenire le possibilità di arbitraggio regolamentare, in considerazione del proliferare delle iniziative di riforma in materia.

Il negoziato nell'ambito del Consiglio europeo si è rivelato particolarmente complesso. Le questioni più dibattute nel corso del semestre di Presidenza italiano hanno riguardato la definizione e il trattamento del *trading* proprietario, il grado di discrezionalità assegnato all'autorità di vigilanza nel richiedere la separazione delle altre attività di negoziazione, l'interazione tra autorità di vigilanza e autorità per la risoluzione delle crisi, il coinvolgimento dell'autorità di vigilanza del paese ospitante nelle decisioni attinenti alle misure strutturali.

Alcune innovazioni regolamentari nell'ambito della legislazione bancaria hanno segnato un importante passaggio verso la *banking union*. Nel 2014, infatti, sono stati adottati la *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), relativa al quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, e il Regolamento istitutivo del *single resolution mechanism* (SRM) nell'ambito degli Stati membri partecipanti all'SSM. Tali misure favoriscono l'armonizzazione delle norme in tema di intervento e risoluzione delle crisi bancarie nell'Unione Europea e in particolare nell'Area euro.

Progressi, sia pur parziali, sono inoltre stati fatti nella maggiore armonizzazione delle norme relative ai sistemi di garanzia dei depositi nei paesi dell'Unione Europea. Ad aprile 2014 è stata adottata la Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi (SGD), che stabilisce norme e procedure comuni in merito all'istituzione e al funzionamento di tali sistemi, allo scopo di garantire la stabilità degli stessi e un livello di protezione dei depositi uniforme in tutta l'Unione Europea.

Accanto alle numerose norme, già introdotte o ancora allo studio, relative al settore bancario la Commissione europea ha individuato una serie di misure volte a regolamentare alcune aree del cosiddetto 'sistema bancario ombra', allo scopo di evitare arbitraggi regolamentari. In particolare, le proposte avanzate riguardano l'introduzione di norme finalizzate ad accrescere la trasparenza delle operazioni di prestito titoli e una disciplina più stringente sui fondi comuni di investimento monetari che in periodi di turbolenza dei mercati possono costituire una rilevante fonte di contagio e di prociclicità.

Nel semestre di Presidenza italiana, in particolare, si è concluso il negoziato relativo alla proposta di regolamento sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli, avanzata a fine gennaio 2014 dalla Commissione europea. Tale proposta introduce misure volte a migliorare la trasparenza nei confronti delle autorità di vigilanza, al fine di fornire loro le informazioni necessarie a monitorare l'insorgere di rischi sistemici legati a tali operazioni, la diffusione di adeguate informazioni agli investitori da parte dei fondi e la trasparenza contrattuale delle attività di reimpiego dei titoli.

3 Gli assetti di vigilanza europei e le riflessioni in corso in materia di *Capital Market Union*

Nell'ambito degli assetti di vigilanza nell'Area euro, uno degli eventi di maggior rilievo del 2014 è rappresentato dall'avvio, il 4 novembre, del Meccanismo unico di vigilanza (*Single Supervisory Mechanism – SSM*) sugli enti creditizi dell'Area euro di maggiori dimensioni. La modifica degli assetti di vigilanza sul settore bancario europeo rappresenta un significativo progresso nella realizzazione del progetto di unione bancaria europea.

L'istituzione dell'SSM ha comportato il passaggio dalle autorità nazionali alla BCE delle competenze di vigilanza prudenziale sui maggiori gruppi bancari europei. Complessivamente, i gruppi sottoposti alla vigilanza unica sono 120 e rappresentano l'82 per cento del settore bancario dell'Area euro, in termini di totale attivo. Tra di essi, figurano 14 gruppi bancari italiani.

In via propedeutica all'avvio del SSM la BCE, in collaborazione con la European Banking Authority (EBA) e le autorità di vigilanza nazionali, ha condotto un complesso e articolato esercizio di valutazione approfondita (*comprehensive assessment*) sui bilanci delle maggiori banche dell'Area euro, tra cui 15 gruppi bancari italiani.

L'analisi si è basata sulla revisione della qualità degli attivi (*asset quality review – Aqr*) e su prove di resistenza (*stress test*) a scenari macroeconomici negativi. L'esercizio ha consentito di valutare lo stato di salute degli intermediari creditizi sulla base di criteri comuni, quantificare le misure di rafforzamento patrimoniale eventualmente necessarie e diffondere informazioni confrontabili. I risultati del *comprehensive assessment* sono stati pubblicati il 26 ottobre 2014.

L'avvio dell'SSM rappresenta un cambiamento di estrema rilevanza per l'Area euro, in grado di favorire l'effettiva realizzazione di un *level playing field* per gli istituti di credito di maggiori dimensioni.

Con riferimento alla vigilanza in materia di mercati finanziari, invece, rimangono rilevanti le divergenze nelle prassi di vigilanza adottate nei diversi Paesi dell'Unione, nonostante l'impegno verso l'armonizzazione della regolamentazione, secondo un modello di produzione normativa che sostituisce le direttive di livello 1 con regolamenti direttamente applicabili e che prevede un coinvolgimento significativo dell'ESMA.

Inoltre, le nuove regole, pur costituendo singolarmente un tassello importante verso l'integrazione del mercato unico europeo, nel loro insieme definiscono un quadro normativo sempre più complesso.

Nella relazione sul funzionamento delle tre autorità europee, pubblicata l'8 agosto 2014, la Commissione europea ha riconosciuto al primo punto la necessità di rafforzare la convergenza delle prassi di vigilanza, anche mediante lo strumento della *peer-review*. Al proposito, la Consob si è fatta

parte attiva, ricevendo nel 2014 il gruppo di esperti composto da membri ESMA e da rappresentanti delle autorità di altri paesi UE.

Fra le iniziative in corso, assume particolare rilievo anche l'impulso dato dall'ESMA alla convergenza delle pratiche di *enforcement* a livello europeo. Si segnala, in particolare, il documento intitolato '*ESMA Guidelines on enforcement of financial information*'. Tali linee-guida, alle quali la Consob ha già dato la propria adesione, rappresentano una evoluzione dei precedenti standard in materia, elaborati nel 2003 con la partecipazione dell'Istituto.

Misure di *soft law* come le *peer-review*, tuttavia, di per sé possono non risultare sufficienti. All'unione bancaria è opportuno far seguire un'unione del mercato dei capitali che vada a sostegno dell'economia reale e incrementi l'attrattività della piazza finanziaria europea. Un mercato dei capitali più integrato potrebbe favorire lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi al credito bancario, in particolare per le piccole e medie imprese (PMI), e al contempo garantire la maggiore stabilità del sistema finanziario europeo e una migliore tutela degli investitori.

La Commissione europea ha già avviato una riflessione in tal senso con la pubblicazione di una *roadmap* per la costruzione di una *Capital Market Union* (CMU). Si tratta di uno dei progetti principali della Commissione Juncker, che a febbraio 2015 ha pubblicato un Libro Verde dal titolo '*Building a Capital Markets Union*' e ha avviato una consultazione pubblica sul tema, che terminerà a maggio.

In questo contesto la Consob intende svolgere un ruolo propositivo, in continuità con la posizione espressa in più occasioni circa l'esigenza di promuovere una semplificazione delle prassi operative e un'effettiva armonizzazione delle pratiche di vigilanza nell'ambito di un'unione del mercato dei capitali europea. In questa direzione la Consob ha formulato e segnalato alle istituzioni comunitarie alcune possibili modifiche alle regole europee, al fine di incentivare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI, ridurre gli oneri amministrativi a loro carico e promuovere l'adozione di un testo unico contenente le disposizioni specifiche per le piccole e medie imprese.

4 Il potenziamento dei mercati azionari

Nel corso del 2014, in continuità con gli anni precedenti, la Consob ha dedicato particolare attenzione al tema dello sviluppo dei mercati azionari italiani e delle PMI nell'ambito del progetto 'PiùBorsa'. Il progetto, avviato sulla base del Memorandum di Intesa siglato tra i partecipanti del gruppo di lavoro 'Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori', è volto a stimolare l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio e la domanda di

titoli azionari da parte degli investitori (si veda il Capitolo III 'La vigilanza sull'informativa societaria', Parte C).

Le attività, realizzate nell'ambito di appositi tavoli tecnici, hanno avuto ad oggetto: i) lo studio di proposte in materia di semplificazione della normativa nelle aree dell'informazione societaria, della *corporate governance* e della contendibilità degli assetti proprietari; ii) la promozione di uno schema di intervento istituzionale che aggregi un *pool* di liquidità dedicato al mercato delle *small caps* italiane, tramite l'attivazione di un fondo di fondi; iii) l'elaborazione di meccanismi di incentivazione fiscale idonei a stimolare l'*equity investment* e supportare il processo di quotazione.

Sul piano della semplificazione e razionalizzazione normativa, sono state elaborate una serie di proposte in parte confluite (con gli opportuni adattamenti) nel d.l. 91/201 (cosiddetto Decreto competitività), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116.

Tra queste, si segnalano l'abrogazione, a determinate condizioni, del divieto di emettere azioni a voto plurimo, precedentemente contenuto nell'art. 2351, comma 4 del Codice Civile e la possibilità per gli statuti di tutte le società (quotate e non quotate) di emettere azioni a voto maggiorato (si veda il successivo Capitolo II, 'L'attività regolamentare').

Sono inoltre in corso di elaborazione ulteriori misure di intervento normativo miranti a ridurre i costi indiretti di quotazione (connessi con il mantenimento dello *status* di società quotata) attinenti in particolare alla *corporate governance* delle società quotate e, più specificamente, al sistema dei controlli interni.

Con riferimento allo sviluppo di un sistema di *asset manager* specializzato per le Pmi, il modello più efficace è stato individuato nella costituzione di un Fondo di fondi, in grado di raccogliere risorse da investitori istituzionali a sostegno dei titoli azionari delle Pmi italiane, quotate e in fase di Ipo.

Tale strumento di investimento potrebbe garantire la creazione di un *pool* di liquidità e di professionalità da dedicare ai titoli azionari delle *small caps*. I lavori sono stati aperti anche alle associazioni rappresentative degli investitori istituzionali: ACRI, Assoprevidenza, Adepp, Assofondipensione e ANIA.

Un'ulteriore area di intervento è stata quella degli incentivi fiscali collegati all'investimento in titoli azionari di Pmi. Il tavolo tecnico dedicato a questo tema ha elaborato diverse proposte di modifica della normativa di riferimento, comprendenti incentivi sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta di quotazione delle Pmi (con la relativa valutazione dell'impatto finanziario) anche tenendo conto dei risultati delle analisi comparate relative alle principali economie internazionali. In linea con tali proposte, il d.l. 91/2014 ha definito taluni interventi di incentivazione fiscale.

In particolare è stato introdotto il cosiddetto super ACE (Aiuto alla crescita economica), che potenzia il beneficio fiscale a fronte di incrementi del patrimonio (ACE) per tutte le società che si quotano su un mercato regolamentato o chiedono l'ammissione a negoziazione in un MTF.

Il Tavolo tecnico ha altresì elaborato possibili interventi dal lato della domanda, individuando strumenti di incentivazione a favore degli investitori in società quotate (quali detassazione integrale dei *capital gains* e dividendi per gli investitori istituzionali nella fase di *post* quotazione). Si tratta di misure capaci di determinare importanti effetti sinergici con la proposta di costituzione del citato Fondo di fondi.

In collaborazione con la società di gestione del mercato e le principali associazioni di categoria partecipanti al Progetto, sono state infine avviate iniziative volte a: i) favorire la diffusione di *best practices* in materia di offerta e/o di ammissione alla quotazione; ii) promuovere servizi di consulenza e assistenza specifici alle PMI da parte dei principali operatori del mercato, tesi a ridurre i costi connessi alla quotazione; iii) supportare le attività di *education* in relazione a tali materie.

La Consob ha dedicato particolare attenzione al tema dello sviluppo dei mercati azionari anche in occasione della partecipazione al processo normativo europeo, per i profili attinenti alla partecipazione delle PMI ai mercati finanziari.

PAGINA BIANCA