

COMMISSIONE VI

FINANZE

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

2.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 15 LUGLIO 2020

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE RAFFAELE TRANO

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Calzolari Michele, <i>presidente dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)</i>	3, 9, 10
Trano Raffaele, <i>presidente</i>	3	Centemero Giulio (Lega)	8
INDAGINE CONOSCITIVA SUI MERCATI FINANZIARI AL SERVIZIO DELLA CRESCITA ECONOMICA		Gugliotta Gianluigi, <i>segretario generale dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)</i>	9
Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim):		Turrina Marco, <i>vicepresidente dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)</i>	10
Trano Raffaele, <i>presidente</i>	3, 8, 10	Zanichelli Davide (M5S)	9

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: MoVimento 5 Stelle: M5S; Lega - Salvini Premier: Lega; Forza Italia - Berlusconi Presidente: FI; Partito Democratico: PD; Fratelli d'Italia: FdI; Italia Viva: IV; Liberi e Uguali: LeU; Misto: Misto; Misto-Noi con l'Italia-USEI-Cambiamo!-Alleanza di Centro: Misto-NI-USEI-C!-AC; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling.; Misto-Centro Democratico-Radicali Italiani-+Europa: Misto-CD-RI-+E; Misto-MAIE - Movimento Associativo Italiani all'Estero: Misto-MAIE; Misto-Popolo Protagonista - Alternativa Popolare: Misto-PP-AP.

	PAG.		PAG.
Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM):		Zanichelli Davide (M5S)	14
Trano Raffaele, <i>presidente</i>	10, 13, 14, 15	<i>ALLEGATI:</i>	
Centemero Giulio (Lega)	14	<i>Allegato 1:</i> Documentazione depositata dai rappresentanti dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)	16
Natali Giovanni, <i>componente del Consiglio di amministrazione dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM)</i>	11, 13, 14	<i>Allegato 2:</i> Documentazione depositata dai rappresentanti dell'Associazione emittenti AIM Italia (AssoAIM)	33
Polidoro Vincenzo, <i>componente del Consiglio di amministrazione dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM)</i>	11, 12, 15		

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
RAFFAELE TRANO

La seduta comincia alle 13.55.

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati e la trasmissione diretta sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim) nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica.

Ricordo che l'audizione si svolgerà in videoconferenza con la partecipazione da remoto degli auditi nel rispetto delle misure di tutela adottate dalla Camera per prevenire il contagio da coronavirus secondo le modalità stabilite dalla Giunta per il Regolamento nella riunione del 31 marzo 2020.

Cedo subito la parola al presidente Michele Calzolari al quale chiederai, se è possibile, di limitare il proprio intervento a una quindicina di minuti al massimo, al fine di lasciare poi adeguato spazio al successivo dibattito.

MICHELE CALZOLARI, *presidente dell'Associazione italiana intermediari dei mer-*

cati finanziari (Assosim). Innanzitutto vi ringrazio per l'invito a presentare le nostre riflessioni in merito e colgo l'occasione per presentare velocemente i colleghi. Sono qui con me il dottor Marco Turrina, che è l'amministratore delegato di Banca Akros, l'avvocato Stefano Vincenzi, che è *legal counsel* di Mediobanca e che è collegato da Roma, il dottor Gianluigi Gugliotta, che è il segretario generale dell'Associazione, e il dottor Franco Fondi, che è il presidente del collegio dei revisori, nonché nostro *advisor* fiscale.

Consentitemi velocemente di presentare la nostra Associazione, che magari non tutti conoscono. Assosim è l'associazione degli intermediari che operano sui mercati finanziari italiani e internazionali. È nata nel 1991 con questo nome, quando ci fu l'evoluzione da agenti di cambio a società d'intermediazione mobiliare, che era allora un'attività riservata per operare sui mercati finanziari. Alla metà degli anni Novanta ci fu poi la liberalizzazione, quindi anche le banche italiane, banche di investimento, banche internazionali furono autorizzate a operare direttamente sui mercati e anche il novero dei nostri associati è cambiato, nel senso che sono intervenute anche queste tipologie di soggetti. Oggi contiamo circa novanta associati e aderenti, divisi sostanzialmente fra le Società di intermediazione mobiliare – SIM restanti, le banche di investimento italiane, le banche internazionali e poi abbiamo a supporto un certo numero di studi legali di elevato spessore.

Benché fra i nostri associati ci siano diverse banche, il nostro tipo di attività è del tutto diverso da quello delle banche, intese come banche commerciali. In particolare non ci occupiamo di depositi e di crediti, ma soltanto di attività sui mercati.

Ci tengo a sottolineare questo, perché secondo me il punto particolarmente importante di questa indagine conoscitiva è proprio il fatto di capire che ruolo possono avere i mercati per sostenere la ripresa economica e l'evoluzione dell'economia italiana. È un tema che è sempre stato caro alla nostra associazione, perché noi siamo fermamente convinti che i mercati finanziari possano svolgere un ruolo molto importante, al di là di qualche cattiva *performance* registrata negli anni scorsi — alcune critiche erano più che dovute, altre magari ingenerose — ma in realtà è un fatto che i mercati finanziari possono essere estremamente importanti in fase di rilancio dell'economia e di crescita della base produttiva. Basterà un dato per confermare questo punto. Se prendiamo il caso americano, sul totale dei finanziamenti alle imprese, il credito bancario conta per meno del 40 per cento. Il restante 60 per cento è fatto dai mercati finanziari. Se invece veniamo all'Europa, è esattamente il contrario. Il 60 per cento dei finanziamenti vengono dal credito bancario e soltanto il 40 dai mercati finanziari. Se andiamo al caso italiano addirittura la percentuale si sposta all'80 per cento presso il tradizionale canale bancario e solo il 20 per cento per quanto riguarda i mercati, quindi aumenti di capitale, emissioni obbligazionarie e così via.

È una discrepanza molto rilevante che fa capire come ci sia spazio per una forte crescita dei canali di finanziamento, a favore in particolare delle piccole e medie imprese. In questo momento questo è particolarmente rilevante perché, come potete facilmente immaginare, anche a causa della vicenda COVID il rischio che dopo l'estate ci sia un restringimento importante del credito bancario verso le piccole e medie imprese è molto rilevante. Ma al di là del fatto contingente c'è proprio un elemento strutturale. Strette dai vincoli posti dagli accordi di Basilea, le banche hanno sempre meno spazio per far crescere i crediti e quindi è necessario sostenere lo sviluppo delle imprese con altri canali. I mercati finanziari da questo punto di vista possono essere un canale molto importante e molto utile. Un'ultima cosa su questo che mi

sembra rilevante: siamo tutti convinti che il fatto di avere tante piccole imprese per l'Italia sia un valore molto importante, ma è indubbio che questo rende per loro particolarmente difficile, data la dimensione, competere in un mercato globale o quantomeno fortemente internazionale. Proprio questa mattina leggevo una cosa che è nota, ovvero che la crescita della produttività nelle piccole e medie imprese è molto inferiore rispetto a quella delle grandi imprese.

Nei prossimi anni ci sarà un'esigenza importantissima per il nostro sistema produttivo di far crescere queste imprese. Da questo punto di vista i mercati finanziari possono svolgere un ruolo importante. Purtroppo il mercato dei capitali italiano è ancora relativamente sottosviluppato e questo a causa di situazioni ben note. Da un lato c'è la carenza di investitori istituzionali, quindi per molti anni il mercato è stato lasciato a investitori fai da te che erano di piccole dimensioni. È mancata quella crescita culturale che invece c'è in altri Paesi. Poi anche lo stesso tessuto imprenditoriale italiano rende un po' più complicato operare. È evidente che una grande impresa ha più facilità a operare sul mercato finanziario di quanto non ne abbiano le piccole. Sono tutte carenze che si possono superare. Il nostro auspicio è che questa possa essere una grande occasione per dare slancio a questa attività.

Il problema principale ci sembra essere quello dell'eccessiva regolamentazione. È un tema generale che non riguarda soltanto i mercati finanziari, come tutti sappiamo ci sono altri ambiti. Apro una piccolissima parentesi. Noi vi abbiamo inviato questa mattina un documento che comprende questi e altri spunti, che è a vostra disposizione e che è sicuramente molto più dettagliato di quanto possa dire io nel tempo che ho oggi. La necessità crediamo sia quella di avviare anche sul fronte dei mercati una profonda revisione regolamentare volta alla semplificazione. La regolamentazione dei mercati finanziari — parzialmente italiana, molto di più derivante dalle direttive europee — ha fatto sì che si siano accumulate tutta una serie di regole che finiscono per

ingessare i mercati. Questo era dovuto anche alla necessità di proteggere la clientela al dettaglio. Negli anni però quello che abbiamo visto è che sui mercati i piccoli risparmiatori passano oramai in larghissima misura attraverso gli investitori professionali, siano essi gestori di fondi di investimento o gestori patrimoniali, comunque soggetti professionalmente abilitati a fare le proprie scelte in modo oculato, che richiedono un minore grado di protezione. Questo fa sì che molte delle normative che sono state introdotte nel tempo oggi potrebbero essere utilmente e facilmente eliminate, semplificando la vita di chi deve lavorare e operare su questi mercati.

Crediamo che oggi l'Italia possa prendere posizione su questo anche a livello europeo, avviando un processo di revisione e semplificazione di molte delle normative, in particolare di quelle di dettaglio — perché alla fine è la normativa di dettaglio che conta — avendo in mente che la necessità di protezione di un investitore *retail* evidentemente non è la stessa di quella di un investitore professionale. Ad esempio in questo periodo sta partendo a livello europeo la revisione della direttiva MiFID II, che in questi anni è stata la principale per quanto riguarda i mercati finanziari. Da questo punto di vista sarebbe molto importante secondo noi che l'Italia si muovesse in questa direzione, anche perché, dato il peso che gli investitori *retail* avevano sul totale degli investitori italiani, talvolta, ma direi spesso, il peso normativo si è rivelato superiore per quanto riguarda l'Italia rispetto a quello degli altri Paesi. Questo evidentemente fa nascere degli arbitrati di tipo normativo che spingono il risparmio in altre direzioni. Quindi anche da questo punto di vista sarebbe importante il concetto di livellare il campo di gioco e verificare che il peso delle normative sia uguale in tutti i Paesi europei.

Da questo punto di vista ci sono altre due considerazioni, sempre sul tema generale di tipo normativo. La prima è che è molto importante — e noi come associazione lo viviamo quotidianamente — il confronto con le autorità di vigilanza, che non soltanto verificano il nostro operato, ma

sono anche uno stimolo per riflessioni. Però è vero che la struttura europea comporta un numero di autorità di vigilanza veramente molto elevato, talvolta, se non in conflitto, quantomeno in parziale contraddizione fra di loro e rende estremamente complicato e del tutto incerto il peso e l'onere normativo. Per cui l'intermediario che si trova a operare sui mercati obiettivamente non sempre, anzi molto spesso, non sa se sta rispettando, soprattutto se opera su mercati diversi, i dettami di questo o di quel Paese. E anche all'interno dello stesso Paese: basti pensare nel nostro caso alla sovrapposizione parziale tra CONSOB e Banca d'Italia e a quanti oneri aggiuntivi e qualche volta impropri comporti.

Un altro aspetto che per noi è molto importante — nell'ottica di una semplificazione e revisione normativa — è quello di come poter dare un contributo a questo processo. Le associazioni, gli intermediari e in generale gli *stakeholders* vengono normalmente invitati a intervenire quando la normativa è più o meno stata già scritta. A quel punto diventa veramente difficile incidere. A nostro avviso sarebbe molto più opportuno, fatto salvo il superamento di considerazioni di riservatezza e segretezza, che noi riteniamo peraltro abbastanza improprie, che gli *stakeholders* possano intervenire, sia a livello nazionale sia europeo, prima, quando effettivamente si individuano i punti sui quali le normative devono poi intervenire. Questa revisione del processo normativo secondo me sarebbe estremamente importante. La nostra associazione, così come le altre, potrebbe dare contributi importanti.

Passiamo a un altro tema, che però è strettamente collegato: la struttura del mercato finanziario. Abbiamo visto e letto tutti del tema della possibile cessione, da parte di Borsa Italiana, di MTS, la società di gestione del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato. Questo rientra nel tema più generale della risistemazione del gruppo Borsa Italiana nell'ambito del London Stock Exchange, che potrebbe venirsi a trovare in una posizione dominante. Non è nostro compito né nostra intenzione dire quale

soluzione sarebbe preferibile. Non vi è dubbio però che emergono due considerazioni. Da un lato l'importanza del tema del debito pubblico e della gestione del debito pubblico impone una particolare attenzione al segmento MTS, quindi su quello bisognerebbe valutare se sia possibile effettivamente trovare una soluzione di sistema più italo-centrica che permetta di salvaguardare un segmento così delicato per la nostra economia. Dall'altro c'è il tema invece più generale della borsa, dove non vi è dubbio che sia importante mantenere connotati internazionali e collegamenti con la possibilità di quotarsi e raccogliere capitali in tutto il mondo.

Inoltre vanno segnalate due cose: da un lato il fatto che sulla base della nostra esperienza riteniamo di poter dire che il contributo di London Stock Exchange francamente non è stato — o almeno a noi non sembra — particolarmente positivo, in secondo luogo il fatto che la borsa italiana possa diventare un *driver* importante per quello che riguarda lo sviluppo delle piccole e medie imprese non è necessariamente un punto di debolezza, in questa fase può anzi diventare una sfida molto importante. Quindi riteniamo che nel contesto della razionalizzazione e della realizzazione del gruppo vada valorizzato il tema che la borsa deve essere al servizio di questo grande progetto di crescita delle piccole e grandi imprese attraverso il ricorso al mercato finanziario.

Un altro aspetto, sempre su questo tema, che ci tenevamo a portare alla vostra attenzione è quello dei dati di mercato. Questo forse è un argomento un po' meno noto, ma sicuramente molto importante. Le piattaforme di negoziazione per molti anni hanno avuto un loro valore intrinseco dovuto al fatto che raccoglievano i flussi di ordini in acquisto e in vendita e svolgevano fondamentalmente l'attività di negoziazione, di *trading*. In realtà oggi questa parte è diventata sempre più una *commodity* e ha sempre meno valore. Quello che invece è un valore importante è che le borse si trovino ad avere una quantità enorme di dati che riguardano tutti gli scambi, chi ha i titoli, chi li scambia, come li scambia e

questo per la ragione che gli intermediari devono comunicare, per ragioni normative. Quindi non è che si possa non dare o dare solo in parte. Siamo tenuti per legge a farlo, quindi le borse si trovano a essere dei raccoglitori di dati estremamente importanti per le banche dati, che hanno un valore molto rilevante.

Come molti di voi avranno visto, London Stock Exchange Group ha acquisito Refinitiv, che è una società che si occupa di analizzare dati, a una cifra mostruosa. Stiamo parlando di quasi 30 miliardi di euro. Per cui il tema del possesso dei dati diventa un tema cruciale. Questo pone un'ovvia tematica di *antitrust*. Penso che in questo modo le borse diventino detentrici di una serie di informazioni, che gli consente di competere molto meglio rispetto ad altri e praticamente di fatto di impedire ad altri di poter svolgere la stessa funzione. Quindi la questione della gestione dei dati è veramente importante. Qui credo che si pongano fondamentalmente tre punti. Da un lato i dati devono essere standardizzati e confrontabili, in modo che tutti possano averne accesso, dall'altro c'è il tema di avere un prezzo equo di questi dati, cosa che è estremamente difficile da definire ma è importante, e poi soprattutto la vigilanza da parte delle autorità preposte, per evitare situazioni di posizione dominante.

Ancora due o tre punti molto velocemente, da cui parte — come credo che sia inevitabile in questi casi — qualche considerazione di natura fiscale, ma prima volevo tornare su un altro aspetto che per noi è molto rilevante, che è quello della ricerca finanziaria, sempre nella logica che dicevo all'inizio, cioè possibilmente meno divieti e più trasparenza, che dovrebbe essere il mantra in questa fase. Il primo elemento fondamentale del mercato finanziario e della trasparenza è proprio la ricerca finanziaria. Per fare delle scelte oculate i gestori hanno bisogno di conoscere meglio le società su cui investono e quindi si affidano a degli studi che gli intermediari preparano e non sono studi semplicemente sulla carta. È tutto un complesso sistema che va sotto il nome di « ricerca finanziaria ». Mentre sulle grandi case, i grandi *player*, le grandi

società ci sono studi da tutte le parti, sulle piccole e medie imprese, che sono quelle che oggi più interessano, gli studi sono fatti solo dagli intermediari italiani, perché non è remunerativo e ve ne sono abbastanza pochi. Questo tema è particolarmente rilevante alla luce di un'innovazione introdotta dalla MiFID II, decreto *unbundling*, che ha separato l'onere della ricerca da quello dell'intermediazione e quindi ha reso più complicato per gli intermediari sostenere il costo degli analisti e delle ricerche. Questo è un tema molto rilevante. Può sembrare di dettaglio, ma non lo è affatto, perché fa sì che tutta una serie di titoli di piccola e media dimensione di fatto non abbiano alcuna copertura e quindi chi volesse investire in questi titoli non sa veramente di che cosa si tratta, anche perché spesso si parla di settori completamente diversi, dove quindi c'è una certa complicazione.

Noi riteniamo che occorra mettere mano a questo aspetto da due punti di vista. Da un lato c'è un tema sicuramente fiscale, bisogna riconoscerlo. È un costo molto importante quello di fare ricerca su questa tipologia di titoli, quindi qualche credito d'imposta per esempio potrebbe essere estremamente opportuno. Dall'altro crediamo che sia importante imporre un obbligo, perché ci siano almeno due ricerche su ogni titolo che viene negoziato sul mercato, altrimenti francamente c'è un'asimmetria informativa che penalizza fortemente i settori interessati. Speriamo aumentino negli anni.

Consentitemi, negli ultimi due o tre minuti del mio intervento qualche considerazione di natura fiscale. In una fase come questa, dove si deve arrivare a uno sviluppo dei mercati finanziari, alcune incentivazioni di tipo fiscale ci sembrano importanti oppure anche l'eliminazione delle tasse che già ci sono. Ci terrei a partire da quella che noi abbiamo sempre considerato una scelta francamente pernicioso, che è quella della cosiddetta *Tobin tax*, che è nata per essere una tassa a livello europeo più o meno uguale per tutti ed è finita per essere alla fine decisa solo da noi e parzialmente dalla Francia. Doveva essere a carico degli intermediari e di fatto è stata ribaltata sui

risparmiatori, indipendentemente dal fatto che detenessero il titolo per un giorno piuttosto che per dieci anni, e dà un gettito tutto sommato molto modesto. Il risultato pratico di questo, come era facile immaginare, è stata una forte riduzione dei volumi sul nostro mercato a vantaggio di altri per una cosa tutto sommato risibile. Quindi noi ci terremmo a cogliere questa occasione per ribadire che è una tassa assolutamente inappropriata, che andrebbe rapidamente eliminata o quantomeno imposta a livello europeo anche agli altri Paesi, perché che ci sia soltanto in Italia è francamente una penalizzazione del nostro mercato del tutto inutile.

Altre due considerazioni. Il tema dei piani individuali di risparmio — PIR alternativi. I PIR sono stati un successo e hanno riguardato però la tipologia di fondi e di investimenti tradizionali. Oggi per poter accedere anche ad altre tipologie di investimenti, parzialmente più sofisticati, ma che magari danno un rendimento più interessante, c'è la proposta dei predetti PIR alternativi, che possono investire in fondi alternativi. Sarebbe importante che questi potessero far affluire fondi e liquidità alle piccole e medie imprese in modo analogo a quello per esempio dei fondi di *venture capital*. Analogamente riteniamo che sarebbe molto importante avere qualche tipo di incentivo alla quotazione delle piccole e medie imprese, in particolare rimuovendo il limite temporale per beneficiare del credito di imposta del 50 per cento delle spese di consulenza in occasione delle quotazioni.

Un altro tema riguarda l'aiuto alla crescita economica — ACE, che voi ben conoscete, per il quale sarebbe a nostro avviso opportuno elevare il rendimento nozionale del capitale investito, che attualmente è all'1,3 per cento; si potrebbe per esempio raddoppiarlo e portarlo al 2,6 per cento.

Poi ci sono due questioni legate proprio al mondo del risparmio. La prima è che le compensazioni — cioè la possibilità di compensare le minusvalenze con le plusvalenze — sono oggi limitate a quattro anni. L'esperienza di questi anni ha dimostrato che in realtà il periodo in cui effettivamente il

ciclo si completa e quindi le nuove plusvalenze compensano le minusvalenze è più lungo, quindi noi proporremo di ampliare questo periodo a otto, nove anni. Un altro tema, che è molto importante, è la compensazione delle minusvalenze al di fuori del risparmio gestito, nel senso che, quando un investitore dismette una quota di fondi, genera un reddito da capitale, mentre invece i differenziali negativi, che sono impliciti nella valutazione del fondo, sono redditi diversi — minusvalenze — per cui di fatto non sono compensabili. Quindi l'investitore che investe in fondi, che ha una plusvalenza, in pratica non la può compensare con le altre minusvalenze. Questa ci sembra una distorsione che andrebbe anche questa corretta.

Infine un'ultimissima considerazione che ritengo importante è quella che riguarda il tema del *Fintech*. Al di là delle criptovalute, che non vorrei toccare in questa sede, ci sembra che ci siano invece due aspetti, che sono molto rilevanti, legati al mondo del *Fintech*. Il primo è che oramai questo tipo di attività è fondamentalmente trasversale, quindi le società che sono nate come *provider* di tecnologia, tipo Microsoft o Apple, e quelle che sono nate per la promozione di prodotti, come Amazon e Alibaba, o Google o Facebook, si trovano di fatto a fare un'attività che è molto vicina — se non esattamente uguale — a quella degli operatori finanziari, con una fondamentale differenza però: che nel caso di operatori finanziari si tratta di soggetti vigilati, mentre quei signori non sono vigilati.

Questo pone due ordini di problemi. Il primo è che oramai sono attività di tipo fondamentalmente trasversale e invece i controllori sono divisi per *silos*, quindi con un taglio di tipo tradizionale molto verticale. Questo pone delle difficoltà che probabilmente nei prossimi anni andranno in qualche modo superate. Il secondo aspetto è che — di nuovo — questi signori, grazie alla incredibile mole di dati che hanno potuto raccogliere, si trovano ad avere un vantaggio competitivo enorme e una posizione assolutamente dominante, quindi non vi è dubbio che occorrerà fare un'analisi in termini di posizione concorrenziale nel mer-

cato, perché vengono a trovarsi in una posizione di grandissimo vantaggio. Il terzo aspetto che ci sembra importante sottolineare è che questi signori non sono vigilati, ma se uno dei nostri intermediari, come di fatto inevitabilmente avviene, dà in *outsourcing*, per esempio poniamo l'attività di *iCloud* — quella che è la più semplice — è lui, l'intermediario, a essere tenuto a controllare che Google, piuttosto che Microsoft, o Apple, effettivamente rispettino tutta una serie di norme. Immaginare una piccola banca italiana che può controllare se la struttura di Google è adeguata da questo punto di vista francamente è un po' ridicolo. Quindi il tema è che questi signori che operano in un'attività fondamentalmente analoga a quella finanziaria debbono rispettare gli stessi vincoli, perché altrimenti vengono ad avere una posizione di vantaggio competitivo del tutto evidente.

Io nel breve tempo che avevo spero di avere riassunto sufficientemente bene quello che abbiamo scritto, però vi rimanderei al testo che spiega più in dettaglio e in modo più appropriato quanto intendevamo sottoporre alla vostra attenzione. Siamo naturalmente a disposizione per qualsiasi domanda che ci vogliate porre.

PRESIDENTE. La ringrazio per l'esauriente esposizione e per la documentazione che ci avete trasmesso.

Invito i colleghi che intendono formulare quesiti od osservazioni a contenere il loro intervento in due o tre minuti, in modo da consentire a tutti i colleghi di intervenire e lasciare un tempo adeguato per la fase di replica.

GIULIO CENTEMERO. Mi ero segnato alcune domande, alle quali avete già risposto, relativamente all'impatto della MiFID II sulle attività di ricerca in Italia e alla vostra opinione sulla *Tobin tax*.

Un'altra domanda, molto specifica, è la seguente: avete parlato del prolungamento a livello temporale del credito d'imposta sulle *initial public offering* — IPO. A vostro avviso, visto che il credito d'imposta attuale in scadenza al 31 dicembre 2020 è indirizzato alle piccole e medie imprese secondo

la definizione comunitaria, quindi solo a quella classe di aziende, un allargamento a tutte le tipologie di aziende e un allargamento verso il basso, in particolare verso l'*equity crowdfunding*, è positivo oppure lo strumento va semplicemente prolungato così com'è?

GIANLUIGI GUGLIOTTA, *segretario generale dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)*. Sicuramente da parte nostra, come poi troverete nel documento che abbiamo depositato, riteniamo che estendere il periodo entro il quale le società potranno beneficiare di questo ulteriore credito di imposta è sicuramente opportuno. Sappiamo che da parte di altri c'è la proposta di estenderlo per tre anni, noi riterremmo opportuno viceversa estenderlo a tempo indeterminato. Come proponeva l'onorevole Centemero, sicuramente riteniamo condivisibile anche l'idea di estenderlo verso il basso, quindi anche per operazioni poste in essere da aziende non quotate pur sempre tuttavia, nello spirito di questa norma, laddove poi finalizzate a traghettare queste realtà verso la quotazione sui mercati. Da parte nostra, sempre a questo stesso riguardo, troverete nel testo che proponiamo anche di estendere il beneficio ai prestiti obbligazionari e agli aumenti di capitale realizzati da imprese in corso di quotazione.

MICHELE CALZOLARI, *presidente dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)*. Se posso intervenire, vorrei dire ancora una cosa. Io penso che lo spirito di questa misura sia quello di dire: « Possiamo estendere questo tipo di beneficio a quelle realtà che intendono dare maggiore trasparenza alla propria attività nell'ottica di una maggiore crescita » quindi con l'obiettivo di arrivare sul mercato, sia attraverso un prestito obbligazionario magari convertibile, una piattaforma di *crowdfunding*, una nuova quotazione in borsa, ma il concetto è quello di un passaggio da impresa tutta chiusa in sé stessa a impresa che si apre al mercato e che vuole crescere.

DAVIDE ZANICHELLI. Sempre sul tema delle IPO, quello che volevo chiedere era

eventualmente di riportare il ruolo di Borsa Italiana all'interno del Paese, perché quello che avete espresso e quello che anche qui in Parlamento sappiamo bene è il fatto che l'affacciarsi al mercato dei capitali del tessuto delle medie imprese italiane può essere un catalizzatore di investimenti. Questa cosa può risultare positiva o potrebbe anche essere ininfluente?

Inoltre — sempre per quanto riguarda le IPO — in Borsa Italiana, piuttosto che Euronext, piuttosto che altre piazze internazionali, vedete il ruolo italiano competitivo o anche rispetto ad altri Stati possiamo fare di meglio? E in che modo? Sempre con il credito d'imposta o ci sono anche altri strumenti?

MICHELE CALZOLARI, *presidente dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)*. Rispondo io, poi i colleghi possono aggiungere qualche cosa. A me sembra che, al di là della scelta se individuare un acquirente per Borsa Italiana domestico ovvero internazionale, ci sono pro e contro evidentemente, nel senso che è molto importante il fatto che arrivino investitori da tutto il mondo, in particolare grandi fondi pensione, fondi d'investimento e così via. Quindi il fatto di avere un collegamento con una borsa internazionale può sicuramente essere un vantaggio. Quello che è importante però secondo me è che venga chiarito bene fin dall'inizio che l'obiettivo è quello di sviluppare una piattaforma fortemente concentrata su quello di cui l'economia italiana ha più bisogno, che è lo sviluppo del settore produttivo di piccola e media dimensione. Per esempio si è parlato della Francia. In Francia sappiamo tutti che ci possono essere aspetti estremamente scomodi, però è indubbio che per esempio in Francia ci siano molti fondi di investimento dedicati esclusivamente alle piccole e medie imprese. Questo è un tema da tenere ben presente.

A vantaggio invece della realtà italiana dico anche che c'è tutta la componente tecnologica, di regolamento delle operazioni, *settlement*, cassa di compensazione e garanzia e così via nella quale abbiamo una tradizione sviluppata negli anni. Lo posso dire, perché ci ho lavorato dall'inizio e

ormai ho un'età in cui posso dirlo. Ci abbiamo lavorato tantissimo e abbiamo dei grandissimi vantaggi competitivi rispetto agli altri. Quindi su questo fronte, per esempio, il fatto di avere una cordata italiana che coinvolge questo tipo di *player* potrebbe essere un vantaggio, però io credo che l'elemento fondamentale sia quello di andare a cercare qualcuno che porti investitori per i piccoli imprenditori. Questo è il punto centrale. Sul secondo tema parla il mio collega, il dottor Turrina.

MARCO TURRINA, *vicepresidente dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)*. Gli investitori italiani e internazionali dedicati, nelle loro politiche di investimento, alle piccole e medie imprese hanno tutti una caratteristica: necessitano di avere informazioni trasparenti e indipendenti, cioè la famosa ricerca azionaria di cui si parlava prima. Bisogna quindi incentivare la ricerca azionaria sulle piccole e medie imprese quotande o già quotate e questo lo si deve probabilmente fare in due modi, da una parte obbligando le aziende con una capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro — trovate questo concetto a pagina 11 del nostro documento — ad avere almeno due *corporate broker*, cioè almeno due banche di investimento che producano sul titolo azionario in questione ricerca azionaria. Per farlo naturalmente poi possono esserci degli incentivi a favore di queste aziende che pagano questa ricerca cosiddetta « sponsorizzata » oppure ancora incentivare gli intermediari a questo punto a produrre ricerca anche su titoli di piccola e media capitalizzazione, per i quali evidentemente il flusso degli ordini dagli investitori è inferiore rispetto ai titoli di grande capitalizzazione e quindi l'interesse degli intermediari è inferiore.

Anche qui è fondamentale invece che questo interesse si sviluppi e anche qui gli incentivi possono essere determinanti proprio perché senza ricerca non c'è la possibilità che gli investitori istituzionali italiani, e tanto meno quelli internazionali, si affaccino sulle nostre piccole e medie aziende con flussi di investimento importanti.

MICHELE CALZOLARI, *presidente dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim)*. Completo la risposta all'onorevole Zanichelli, perché non vorrei che sembrasse che lo voglio evitare. Lui ha detto una cosa molto importante, una piccola provocazione ma estremamente significativa. Noi riteniamo che certamente il vantaggio fiscale possa essere opportuno e importante, ma per dare slancio secondo me è molto più rilevante togliere tutta una serie di vincoli e ingessature che sono stati imposti negli ultimi anni, uno sopra l'altro, che rendono per l'investitore italiano, per l'investitore internazionale e anche per l'emittente, molto complicato accedere al mercato. Per me più che l'incentivo fiscale è sicuramente più importante la semplificazione. Non so se ho risposto, se era questa l'osservazione.

PRESIDENTE. Ringrazio gli intervenuti, anche per le esaurienti risposte, e li saluto.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dall'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim) (*vedi allegato 1*) e dichiaro conclusa l'audizione.

Audizione in videoconferenza di rappresentanti dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM).

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione in videoconferenza dei rappresentanti dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM) nell'ambito dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica.

Ricordo che l'audizione si svolgerà in videoconferenza con la partecipazione da remoto degli auditi nel rispetto delle misure di tutela adottate dalla Camera per prevenire il contagio da coronavirus secondo le modalità stabilite dalla Giunta per il Regolamento nella riunione del 31 marzo 2020.

Cedo subito la parola ai componenti del Consiglio di amministrazione Giovanni Natali e Vincenzo Polidoro ai quali chiederei, se è possibile, di limitare il proprio inter-

vento ad una quindicina di minuti complessivi, al fine di lasciare poi adeguato spazio al successivo dibattito.

VINCENZO POLIDORO, *componente del Consiglio di amministrazione dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM)*. Desideriamo innanzitutto ringraziarvi per l'opportunità che ci avete offerto di esprimere le nostre considerazioni nel contesto di questa indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica. La nostra associazione riunisce un rappresentativo numero di società, prevalentemente di piccole e medie dimensioni, attive in svariati settori, dal manifatturiero al commerciale, per finire ai servizi finanziari, che sono tutte accomunate dalla scelta di aver aperto il loro capitale a una pluralità di investitori, quotandosi sul mercato azionario AIM Italia, che è regolato e gestito da Borsa italiana S.p.A..

Premettiamo che, a nostro avviso, la quotazione sul mercato azionario è, particolarmente nel contesto di graduale transizione da un mondo *bank oriented*, quindi bancocentrico, a un mondo *market oriented* che il nostro Paese deve percorrere, una caratteristica desiderabile, che la politica economica deve assolutamente favorire. Questo per una serie di motivi: innanzitutto le società quotate hanno una maggiore possibilità di raccogliere capitali ai fini della crescita e di competere nei mercati internazionali; sono generalmente maggiormente capitalizzate e quindi più resilienti alle crisi, come già avvenuto nel 2007 e come auspichiamo per le nostre associate che possa avvenire alla luce di questa crisi; rispettano dei requisiti organizzativi e di *corporate governance* sicuramente superiori a quelli che hanno le società chiuse; hanno dei tassi di crescita notevoli e spesso anche superiori a quelli delle società chiuse per quanto riguarda ricavi, investimenti e occupazione; hanno una maggiore redditività e un incremento dei margini di profitto; hanno una miglior qualità dei dati contabili e soprattutto non effettuano fenomeni manipolativi delle rendicontazioni contabili, favorendo una più chiara contribuzione fiscale; sono sottoposti a degli obblighi di trasparenza sia nella revisione del bilancio,

sia nei confronti degli enti regolatori, quale Borsa italiana S.p.A..

Lascio la parola al mio collega Natali per un approfondimento sulle caratteristiche del mercato AIM.

GIOVANNI NATALI, *componente del Consiglio di amministrazione dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM)*. Buongiorno presidente, buongiorno onorevoli. Sappiamo che ascolterete anche Borsa italiana S.p.A., che vi fornirà ulteriori dati ancora più aggiornati e più completi dei nostri, però ci è sembrato opportuno darvi alcuni numeri significativi.

Il mercato AIM è partito nel 2009, quindi quest'anno è l'undicesimo anno di attività. In questi anni si sono quotate 189 società, 16 di queste sono passate poi al mercato principale — infatti il mercato AIM è anche considerato una palestra per il passaggio poi al mercato principale, il Mercato telematico azionario, MTA — e questo è un segnale molto importante. Ci sono state 12 OPA, quindi ci sono più OPA sul mercato dei piccoli che sul mercato dei grandi, e 26 *delisting*, quindi 26 società che, per motivi anche alcune volte negativi, sono state delistate o si sono delistate.

Oggi il numero di società del mercato AIM rappresenta il 35 per cento del numero di società presenti su Borsa italiana S.p.A. e questo è un dato molto importante, con una capitalizzazione, nonostante le perdite di Borsa che ci sono state quest'anno, superiore ai 6 miliardi di euro. La capitalizzazione media delle società quotate su AIM è di 48 milioni di euro.

Lo spaccato delle società: è la tipica PMI italiana. I dati medi vedono un fatturato di circa 48 milioni di euro, un EBITDA del 18 per cento, 6 milioni di EBITDA, e il 75 per cento delle società che sono quotate su AIM ha chiuso il bilancio con un utile, con un reddito netto positivo, quindi in utile. Il 93 per cento delle quotazioni avvenute su AIM Italia è avvenuto tramite un aumento di capitale. In questi anni sono stati raccolti 4 miliardi e mezzo di euro che, per il mondo delle PMI e per il numero ancora esiguo — abbiamo detto 189 società, delle quali ad oggi sono rimaste quotate 129 — è una cifra sicuramente importante. Sono state fatte

anche delle piccole vendite, soprattutto successivamente, ma la stragrande maggioranza dei capitali sono andati allo sviluppo; sono stati tutti capitali e raccolte che hanno aumentato i mezzi propri delle società e quindi ridotto il fabbisogno di indebitamento da parte delle società stesse.

Lo scorso anno, che è stato un record di quotazioni, ce ne sono state circa una trentina. Anche quest'anno nei primi mesi si sono quotate quattro società, che hanno raccolto, solo quest'anno, 30 milioni di euro. I settori produttivi interessati sono stati undici, distribuiti in quattordici regioni italiane. La maggior parte delle società opera nel settore dell'industria (21 per cento), il 19 per cento nel settore del *digital innovation*, il 14 per cento nel settore dei servizi, il 13 per cento nelle assicurazioni e il 3 per cento nel *biotech*. Quindi vedete che c'è uno spaccato delle PMI.

Quello che ci permettiamo di fare oggi con voi è di darvi — speriamo — un piccolo contributo su come potrebbe essere migliorato questo mercato e su come potrebbero arrivare capitali a queste aziende e speriamo a tante altre centinaia di aziende che potrebbero accedere a questo mercato. Parlerò brevemente, prima di cedere la parola di nuovo al collega Polidoro, del mondo delle assicurazioni e del mondo dei fondi pensione. Le riserve tecniche delle assicurazioni italiane ammontano a circa 700 miliardi di euro e la normativa consentirebbe di investire anche nell'azionario. Se noi confrontiamo quanto è investito in azionario in Europa abbiamo che nel Regno Unito — che non è più Unione europea, ma lo era fino all'altro ieri, ed è comunque una piazza finanziaria importante — le assicurazioni investono il 29 per cento delle loro riserve tecniche in azionario, in Germania il 28 per cento, in Francia il 20 per cento e le nostre assicurazioni solo il 5 per cento. Di questi 700 miliardi di riserve, le assicurazioni italiane investono 360 miliardi in titoli di Stato e poco più di 20 miliardi nell'azionario. È chiaro che basterebbe incentivare, spingere, fare un po' di *moral suasion* per adeguarsi alla media europea e qualche decina di miliardi di capitali potrebbe confluire nella patrimonializzazione

delle piccole e medie imprese italiane e sottolineo che per questo non c'è bisogno di incentivare fiscalmente, basterebbe mettere una piccola norma che obbliga o invoglia a investire parte di questi capitali, quindi questa operazione sarebbe a costo zero per le casse dello Stato.

Altre brevi informazioni che troverete nella relazione riguardano il mondo dei fondi pensione. I fondi pensione investono nell'azionario e nel 2018 avevano capitali gestiti per circa 132 miliardi di euro. Di questi 132 miliardi di euro ce ne sono un 25/30 per cento che sono investiti nell'azionario, però il dato negativo è che solo il 3 per cento di questi investimenti nell'azionario è in azioni di società domestiche. Questo francamente è un dato che dovrebbe far riflettere, perché vuol dire che il risparmio forzato positivo di tanti lavoratori italiani viene poi investito nell'azionario all'estero e va a favorire la patrimonializzazione di aziende al di fuori dell'Italia. Chiaramente aumentando queste percentuali si potrebbero portare a casa dei capitali per le aziende italiane: noi abbiamo stimato che portando la percentuale dal 3 al 10 per cento si potrebbero portare a casa dai 25 ai 30 miliardi per favorire la capitalizzazione.

Adesso lascerei di nuovo la parola a Vincenzo Polidoro per un'ulteriore proposta.

VINCENZO POLIDORO, *componente del Consiglio di amministrazione dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM)*. Sicuramente la crisi attuale comporterà per il mondo delle piccole e medie imprese una drastica riduzione del fatturato e una contrazione dell'attivo. Le misure che si sono ad oggi viste e che si sono succedute nel corso degli ultimi mesi a valle dell'emergenza sanitaria sono intervenute sulla problematica della liquidità e quindi sui finanziamenti garantiti, dando ossigeno alle aziende per ripartire. Però riteniamo che questa concentrazione sulla concessione di garanzie e incentivi all'indebitamento debba essere sostituita con un'incentivazione alla patrimonializzazione e quindi all'investimento nel capitale di rischio, perché solo l'investimento nel capitale di rischio rende

le aziende solide e permette a queste di competere nel medio e lungo periodo.

Quindi per ovviare alla situazione di sovraindebitamento secondo noi ci sono una serie di interventi che possono essere utilizzati, andando anche a destinare una parte delle risorse del cosiddetto Patrimonio destinato, ovvero delle risorse di Cassa depositi e prestiti e delle competenze di Cassa depositi e prestiti nel Fondo Italiano di Investimento SGR, per andare, da un lato, a creare un mercato di investitori specializzati e, dall'altro, a incrementare il fabbisogno di capitale delle piccole e medie imprese, andando a incentivare la contribuzione di cui abbiamo parlato in precedenza — fondi pensione e fondi assicurativi ma anche del risparmio privato — per l'investimento nelle piccole e medie imprese. In particolare quello che prevede la nostra ipotesi è che Cassa depositi e prestiti, che secondo noi è il veicolo più adatto per canalizzare queste risorse, debba creare un patrimonio — pensiamo da 500 milioni a un miliardo di euro — che vada a selezionare dei gestori di mercato, sulla base delle capacità che questi gestori hanno dimostrato nel passato, e investa in questi selezionati gestori tramite strumenti finanziari o intermediari finanziari, quindi fondi, SICAF o SICAV. L'investimento da parte della Cassa depositi e prestiti deve essere un investimento di tipo subordinato rispetto all'investimento che andranno a fare sia i fondi pensione, sia le assicurazioni, sia i risparmi privati, che potranno appunto investire invece in strumenti di tipo privilegiato, ovvero strumenti che possono avere un ritorno minore ma più certo. Questo permetterebbe di creare un mercato di notevoli dimensioni, gestito da gestori che devono portare un ritorno alle risorse che vanno a gestire e per di più con un *focus* specifico sulla capitalizzazione delle piccole e medie imprese tramite la quotazione. Tendenzialmente questi fondi dovrebbero investire principalmente in aumenti di capitale sociale e quindi sostenere programmi e progetti di sviluppo delle piccole e medie imprese.

Noi crediamo che questo intervento possa essere un volano molto, molto favorevole

per il nostro mondo imprenditoriale e soprattutto molto favorevole per creare un mercato dei capitali di tutto rispetto, che sia paragonabile ai mercati di capitale di mercati più evoluti, come il Regno Unito, nei quali il mondo AIM è un mondo che finanzia tutto il tessuto imprenditoriale.

Lascio a Giovanni Natali le ultime parole per le conclusioni e poi siamo disponibili per le vostre domande.

GIOVANNI NATALI, *componente del Consiglio di amministrazione dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM)*. Non avrei altre cose importanti da aggiungere. È chiaro che tutto quello che può favorire l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali deve essere messo in campo. Già per l'incentivo alla quotazione, che mi pare scada quest'anno, il nostro auspicio è che venga rinnovato, perché chiaramente si è trattato di uno strumento che ha funzionato bene ed è stato apprezzato dagli operatori e dagli investitori e quindi anche dalle società. Chiaramente bisognerebbe — qui forse è più un suggerimento alle autorità di vigilanza, in particolare alla CONSOB — aprire il discorso su quelli che sono poi i vincoli della burocrazia e tutto quello che segue l'essere quotata, perché ovviamente in questo momento, in particolare per quanto riguarda il *market abuse*, l'informazione periodica e quant'altro, essere quotato su AIM Italia è la stessa cosa che essere quotato su MTA. Quindi una piccola azienda da 30 milioni di fatturato ha più o meno le stesse incombenze di Fiat Chrysler Automobiles — FCA; non può continuare così, perché è un disincentivo alla quotazione. Bisogna trovare un giusto equilibrio tra la corretta rappresentazione dei dati e l'informativa al mercato ma anche le incombenze che le piccole e medie imprese possono sostenere.

Siamo a disposizione adesso per le vostre domande e grazie per l'opportunità che ci avete dato.

PRESIDENTE. Grazie, grazie davvero.

Invito i colleghi che intendono formulare quesiti od osservazioni a contenere il loro intervento in due o tre minuti, in

modo da consentire a tutti i colleghi di intervenire e lasciare un tempo adeguato per la fase di replica.

GIULIO CENTEMERO. Intanto grazie per l'illustrazione, che è stata assolutamente interessante, anche perché ci ha dato un po' un'idea dimensionale dei fenomeni, cosa che spesso non avviene, ma che grazie a un'audizione di questo tipo avviene.

Mi ero preparato alcune domande sulle riserve tecniche delle assicurazioni, ma avete già sostanzialmente risposto. Come nell'audizione precedente di Assosim chiedete semplificazione e che l'incentivo fiscale sull'*initial public offering* — IPO venga prolungato.

Passiamo alla prima domanda: Assosim — su mia espressa domanda — ci ha detto che sarebbe positiva anche l'estensione del credito d'imposta sulle IPO anche all'*equity crowdfunding* e hanno aggiunto che sarebbe positiva anche per quanto riguarda l'emissione di prestiti obbligazionari e gli aumenti di capitale e qualsiasi altra operazione che sia poi finalizzata all'ingresso sui mercati e alla quotazione da parte delle PMI e anche del resto delle società. La prima domanda è: concordate con quanto vi ho appena riportato e quanto espresso anche dall'altra associazione di categoria?

Seconda domanda. Ho ascoltato la vostra interessante proposta sul Patrimonio destinato di Cassa depositi e prestiti. Avete parlato anche delle riserve tecniche delle assicurazioni e dei fondi pensione, sappiamo un po' tutti come funziona, nel senso che il presidente, per esempio, della Cassa dei ragionieri fa dei *tender* e affida la gestione a dei gestori chiaramente, ma non entra nel merito degli investimenti. A vostro avviso come associazioni di categoria non sarebbe utile delineare delle linee guida da inviare alle società assicuratrici, magari alla stessa ANIA, e all'associazione di categoria delle casse previdenziali per suggerire come fare questi *tender* o come investire per animare l'universo dei fondi, che poi potrebbe investire sulle PMI italiane.

Queste sono le mie domande: se per il credito d'imposta IPO concordate sull'estensione verso il basso della filiera, quindi

verso l'*equity crowdfunding*, e anche, come ha sottolineato per esempio Assosim, alle emissioni di prestiti obbligazionari e alle altre operazioni che spingano le società a quotarsi e poi se non ritenete opportuno — come associazione di categoria — magari scrivere delle linee guida su come far bene investire in Italia sulle PMI i fondi pensione, la Cassa depositi e prestiti e le società assicuratrici.

DAVIDE ZANICHELLI. Innanzitutto vi ringrazio per il vostro lavoro perché sono temi su cui la Commissione sta dimostrando di essere sensibile, anche al di là degli schieramenti dei gruppi.

Si ipotizza da settimane, per quanto riguarda il ruolo di Borsa italiana, anche un ipotetico spacchettamento, perché il London Stock Exchange eventualmente potrebbe liberarsi solamente di alcune realtà che compongono Borsa italiana. Da questo punto di vista volevo capire se per le vostre attività e il vostro lavoro questa evenienza è sostanzialmente ininfluenza oppure, per quanto concerne la vostra attività di supporto alle medie imprese italiane, una coesione della realtà di Borsa italiana è anche un fattore di maggiore sinergia per le vostre attività e quindi anche di semplificazione per certi aspetti.

PRESIDENTE. Cedo la parola ai rappresentanti dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM) per la replica.

GIOVANNI NATALI, *componente del Consiglio di amministrazione dell'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM)*. Ci siamo divisi le risposte. Rispondo sulla parte *crowdfunding* e *minibond*. Chiaramente non possiamo che essere d'accordo a incentivare con lo stesso meccanismo dell'incentivo IPO anche il *crowdfunding*, che è un mercato in assoluta espansione. Mi risulta da fonti dirette, perché sono anche nostri azionisti, che addirittura alcuni fondi pensione importanti stiano deliberando di effettuare parte dei loro investimenti proprio in questo settore e quindi noi lo vediamo come il primo passo per arrivare al mercato, quello dei grandi. Quindi *crowdfun-*

ding, quotazione — magari sul nuovo segmento di Borsa italiana, che è stato lanciato la scorsa settimana, che è un AIM riservato agli investitori professionali — l'AIM principale e poi il Mercato telematico azionario. Quindi la logica dovrebbe essere sempre la stessa: cara PMI o addirittura micro impresa, o *start-up* nel caso del *crowdfunding*, che accedi al mercato dei capitali — sia esso *equity*, sia esso debito —, è giusto che tu abbia un incentivo uguale a quello che hanno le società che si stanno quotando sul mercato principale.

Faccio solo un accenno al discorso Borsa italiana, poi lascio la parola al collega. È chiaro che noi rappresentiamo qui — come dicevamo prima — lo spaccato delle piccole e medie imprese e quindi un mercato tipicamente locale, dove anche nelle IPO, ossia nel processo di quotazione, una media dell'80/85 per cento dei capitali arriva da investitori istituzionali domestici, quindi il fatto che Borsa sia italiana o inglese cambia poco. Le piccole e medie imprese non hanno avuto — non è una critica, è un'osservazione — un beneficio in questi quindici anni in termini di esternalizzazione per il fatto di aver venduto Borsa italiana e quindi oggi ci ritroviamo — anche qui non è una critica, ma è un'osservazione — ad essere l'unico Paese europeo che ha una borsa italiana di proprietà di un soggetto privato che ha sede in un Paese che è fuori dall'Unione europea. Questo stride un po'. Avere una Borsa che si occupa delle piccole e medie imprese non sarebbe un investimento grandissimo, lo si potrebbe fare, ma qui giochiamo molto locale e quindi deve essere locale.

VINCENZO POLIDORO, *componente del Consiglio di amministrazione dell'Associa-*

zione Emittenti AIM Italia (AssoAIM). Relativamente alla prima domanda noi siamo dell'idea che ciò che spinge l'investimento è l'incentivo. In pratica l'incentivo fiscale, per esempio l'incentivo PIR per i fondi pensione, è sicuramente un buon primo passaggio. Probabilmente per incentivare l'investimento del capitale privato si dovrebbe pensare a un credito di imposta su quanto viene investito in questi fondi.

L'altra cosa rilevante è che l'istituzione di un fondo centrale, con il frazionamento su un certo numero di gestori di quote o azioni subordinate, e la raccolta di capitali dal mercato — quindi fondi pensione, assicurazioni e mercati di capitali privati — con forme privilegiate, permetterebbe di creare un volano di capitali importante che, a sua volta, creerebbe un volano di investimenti, sia di capitale fisso sia di occupazione, da parte delle piccole e medie aziende. Quindi dal nostro punto di vista la regola è l'incentivazione.

Penso che abbiamo risposto a entrambe le domande.

PRESIDENTE. Sì, vedo che i richiedenti sono soddisfatti. Non mi resta che ringraziarvi per l'illustrazione e per le risposte ai quesiti da parte di tutta la Commissione.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dall'Associazione Emittenti AIM Italia (AssoAIM) (*vedi allegato 2*) e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 15.

*Licenziato per la stampa
il 21 settembre 2022*

ALLEGATO 1

Documentazione depositata dai rappresentanti dell'Associazione italiana intermediari dei mercati finanziari (Assosim).

VI COMMISSIONE PERMANENTE FINANZE

CAMERA DEI DEPUTATI

Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica

**Audizione del Presidente della
Associazione Intermediari Mercati Finanziari - Assosim
Dott. Michele Calzolari**

15 luglio 2020

Onorevole Presidente, Onorevoli Deputati,

Desidero innanzitutto ringraziarVi anche a nome dei due vicepresidenti, Marco Turrina e Stefano Vincenzi, del presidente del collegio dei revisori, Franco Fondi, e del segretario generale, Gianluigi Gugliotta, con me qui presenti, e di tutti gli altri membri del Comitato Direttivo di Assosim per l'invito rivoltoci a partecipare all'indagine conoscitiva condotta da questa Commissione sui mercati finanziari al servizio della crescita economica.

In effetti, l'oggetto di questa indagine coincide con quello dell'associazione di cui sono Presidente, l'Associazione Intermediari Mercati Finanziari – ASSOSIM, le cui associate (banche, imprese di investimento e intermediari esteri operanti in Italia) sono gli attori principali del mercato dei capitali, quotidianamente impegnati e interessati essi stessi alla crescita economica delle aziende che fanno ricorso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario e a tutelare il risparmio delle famiglie che, tramite tale mercato, viene immesso nei processi produttivi del paese. Particolarmente opportuna e tempestiva appare poi tale indagine alla luce della necessità di valutare le iniziative e gli interventi normativi più opportuni da adottare a fronte della pandemia e della crisi economica che ne è conseguita in un momento in cui l'Italia non poteva dire di essere ancora uscita completamente dagli effetti delle crisi finanziaria, economica e del debito sovrano che si sono susseguite a stretto giro dal 2008 al 2012.

Sin dalla sua costituzione, avvenuta nel 1986, l'associazione rappresenta un fondamentale punto di riferimento per la piazza finanziaria italiana nel segmento dell'intermediazione di titoli azionari e obbligazionari in Borsa e negli altri mercati finanziari. Successivamente, con la nascita delle SIM ad opera della legge 1/1991, l'associazione ha esteso l'ambito della sua attività al più ampio contesto della prestazione dei servizi di investimento in generale (negoziazione e ricerca finanziaria, collocamento, gestione e consulenza, su strumenti finanziari).

Con l'apertura del mercato italiano agli intermediari degli altri paesi UE e l'accesso delle banche ai mercati gestiti da Borsa Italiana, avvenuti nel 1996 a fronte dell'entrata in vigore del c.d. Decreto Eurosim, sono entrati a far parte dell'associazione le banche e le banche di investimento italiane, nonché gli intermediari esteri (banche e imprese di investimento) operanti in Italia in libera prestazione di servizi o per il tramite di succursale.

Ad oggi, le associate di ASSOSIM sono costituite dalla totalità delle banche di investimento italiane e dalle principali SIM, nonché dalla maggior parte delle banche estere e imprese di investimento UE che prestano servizi di investimento in Italia. In un tale contesto, nonostante questa diversificazione della sua base associativa, ASSOSIM continua a caratterizzarsi per l'ampia quota di mercato detenuta dalle sue associate che, nel loro insieme, rappresentano pressoché il 100% delle transazioni eseguite dagli operatori italiani ammessi a negoziare nei mercati gestiti da Borsa Italiana.

Il *focus* sui servizi di investimento contraddistingue inoltre ASSOSIM rispetto ad altre realtà associative, il cui perimetro di interesse è prevalentemente focalizzato su specifiche aree della *financial industry* (la gestione collettiva del risparmio per quanto riguarda Assogestioni, l'attività di distribuzione per Assoreti e le società che raccolgono capitali sul mercato per Assonime), laddove l'ABI rappresenta gli interessi delle banche soprattutto in relazione all'attività creditizia.

La base associativa conta oggi circa 90 membri, compresi una trentina di studi legali, società di consulenza e di *information technology*, che contribuiscono all'attività associativa, apportano le loro competenze in un'interazione sinergica con le associate, nel contesto delle varie sedi di discussione

costituite in seno ad ASSOSIM per consentire l'interlocazione informale tra le associate stesse e agevolare la comprensione dei fenomeni e la condivisione delle possibili soluzioni implementative.

Oltre a rappresentare gli interessi agli intermediari finanziari innanzi agli Organi dello Stato, Autorità di settore nazionali e UE, organizzazioni ed enti, pubblici e privati, ASSOSIM svolge quotidianamente attività consulenziale nei confronti delle proprie associate, fornendo, anche cercando il confronto con le Autorità di settore, indirizzi interpretativi su aspetti dubbi della normativa, promuovendo, quanto più possibile, un'applicazione della stessa aderente alla sua *ratio*, nonché, per gli aspetti di sua competenza, il *level playing field* a livello nazionale ed europeo. A questo stesso fine, ASSOSIM è a sua volta associata allo *European Forum of Securities Associations* (EFSA) e all'*International Council of Securities Associations* (ICSA), federazioni di associazioni di categoria con le quali collabora attivamente al fine di promuovere la crescita dei mercati di capitali, UE e globali, e l'armonizzazione delle regole e prassi di vigilanza.

La *policy* dell'associazione è dettata dal Comitato Direttivo di ASSOSIM, nel quale siedono, oltre al Presidente e al Segretario Generale, 18 membri eletti ogni 3 anni dall'assemblea delle associate. Ogni associata, anche laddove non rappresentata in Comitato Direttivo, ha comunque la possibilità di contribuire alla definizione della *policy* associativa apportando le proprie valutazioni nell'ambito dei vari Comitati permanenti di ASSOSIM: organi permanenti dell'associazione, ciascuno dei quali coordinato da un membro del Comitato Direttivo così da garantire una linea di collegamento diretta con l'organo di vertice dell'associazione.

Premessa

Pienamente condivisibile, come detto, appare l'obiettivo di rafforzare l'economia reale agevolando l'accesso a fonti di finanziamento alternative e complementari al canale bancario in particolare per le imprese di dimensioni più contenute, che costituiscono una parte importante del sistema produttivo nazionale, e consentire al tempo stesso maggiori opportunità di diversificazione dell'impiego del risparmio per le famiglie.

Tale obiettivo -quello appunto di rafforzare i canali di accesso dell'economia reale italiana ai mercati dei capitali- diviene ancor più pressante in ragione degli ulteriori progressi realizzati dalla Commissione Europea nel portare a completamento la Capital Markets Union (CMU) e, tramite questa, consentire ai paesi con i mercati di capitali più efficienti di avvantaggiarsi della conseguente maggiore facilità di circolazione (transfrontaliera) del risparmio.

In caso di mancata adozione da parte delle Istituzioni italiane di riforme strutturali in grado di rilanciare il ruolo del mercato dei capitali, la rimozione delle barriere alla libera circolazione del risparmio (per quanto condivisibile e, comunque, non più contestabile) rischia infatti di accentuare ulteriormente il già consistente deflusso del risparmio delle famiglie italiane verso l'estero, aggravando la recessione economica e la crisi occupazionale in atto. Oltre che per le ridotte dimensioni del suo mercato principale (Borsa Italiana), nel quale la capitalizzazione delle società quotate rappresenta nel suo complesso un terzo del PIL nazionale, a fronte del 58% della Germania e del 100% della Francia, l'Italia si posiziona infatti agli ultimi posti in Europa anche per presenza di investitori istituzionali domestici nel capitale delle società quotate. Questi rappresentano poco più del 10% della capitalizzazione totale, circa la metà rispetto a quanto accade in Francia e Germania. Particolarmente degno di nota, anche il tasso di insuccesso delle operazioni di quotazione su Borsa negli ultimi 10 anni (*i.e. Initial Public Offerings* non andate a buon fine), che ha superato il 40% del

numero totale di operazioni, un dato elevatissimo e quasi doppio rispetto a quello medio dei principali mercati regolamentati europei. Sul mercato italiano, penalizzato anche a causa di un sistema di norme che, come riconosciuto infine dalla stessa Commissione europea, sta impattando negativamente sulla copertura di ricerca azionaria e sull'intermediazione su titoli italiani Mid/Small CAP, continua inoltre a pesare, unico paese insieme alla Francia, una tassa distorsiva e inutile quale la Tobin Tax.

Di seguito, alcune indicazioni sugli interventi che, nelle materie di sua stretta competenza, questa associazione ritiene prioritari in un paese, quale l'Italia, che da sempre risulta esportatore netto di risparmio.

1. Il contributo dei mercati dei capitali all'economia reale

Il menzionato deflusso netto di risparmio verso i mercati esteri è tra l'altro da porre in relazione alle ridotte dimensioni del mercato dei capitali italiani, che non è in grado di fornire adeguate opportunità di investimento in rapporto all'elevata propensione al risparmio delle famiglie. Una delle cause di questa carenza di opportunità di investimento è da ricercare, tra l'altro, nella composizione stessa del tessuto imprenditoriale italiano, nel quale il 95% delle unità produttive è costituito da microimprese, ovvero da imprese le cui dimensioni rendono proibitivi gli attuali costi di accesso al mercato dei capitali (Borsa Italiana *in primis*) tramite emissioni azionarie e obbligazionarie.

In realtà i nostri mercati – in primo luogo Borsa Italiana – sono diventati, e ancor più lo saranno in futuro, luogo di scambio dei titoli di aziende di piccola e media capitalizzazione. Questa caratteristica, lungi dall'essere un elemento di debolezza, rappresenta invece una preziosa opportunità per consentire al risparmio di confluire verso il comparto più dinamico della nostra realtà produttiva che necessita di capitali per crescere e competere efficacemente sui mercati globali.

È essenziale perciò che la normativa e gli incentivi fiscali vengano indirizzati a favorire l'avvicinamento delle nostre aziende al mercato dei capitali riducendo la loro attuale dipendenza dal credito bancario. Giova infatti ricordare che in Italia le imprese si finanziano ancora per il 70-80% attraverso il tradizionale canale bancario, mentre tale percentuale scende al 60% in Europa e addirittura al 40% nei paesi anglosassoni.

a. Complessità della normativa di riferimento

Se, da un lato, il ruolo svolto dalle istituzioni europee per definire un *Single Rule Book* sta progressivamente consentendo agli attori economici di operare sulla base di pari opportunità concorrenziali (*level playing field*), al tempo stesso l'ingente produzione regolamentare cui abbiamo assistito anche a seguito della crisi del 2008 ha reso il quadro normativo di riferimento estremamente complesso, contraddittorio e per molti versi ultroneo rispetto agli obiettivi perseguiti. Le stesse Autorità di vigilanza nazionali, chiamate ad attuare tali disposizioni, si trovano spesso quantomeno in disaccordo tra loro in relazione alla portata e all'interpretazione delle stesse, riproponendo pertanto in fase di implementazione concreta quelle disparità in termini di regole del gioco che il *Single Rule Book* si propone invece di superare. Tali complessità, assenza di proporzionalità rispetto agli obiettivi perseguiti dalle norme e contraddizioni sono poi alla base della volontà del Regno Unito di sottrarsi alla potestà normativa delle Istituzioni europee e alla giurisdizione della Corte di giustizia.

Si pone pertanto la necessità di intervenire in fase di definizione delle norme, di applicazione concreta e, anche, di interpretazione delle stesse.

Ad avviso di ASSOSIM, è indispensabile che nell'ambito dell'ennesimo processo di revisione attualmente in atto del quadro normativo dell'Unione europea, il Governo italiano si faccia portatore di un'istanza di semplificazione, revisione e riduzione dei costi non essenziali e abbattimento di quelle barriere, di cui diremo (V. successiva lett. e.), che oggi limitano (se non, addirittura, impediscono) alle piccole e medie imprese, soprattutto italiane, di accedere ai mercati dei capitali (complementari al credito bancario) a costi sostenibili. L'obiettivo deve essere quello della gestione delle fonti e della semplificazione del quadro normativo in modo da perseguirne i legittimi obiettivi di tutela del risparmio ed efficienza dei mercati con metodologie di più agevole gestione e attuazione, adottando anche un approccio improntato alla proporzionalità.

Riteniamo che possa essere di grande importanza, non solo tecnica, ma anche di conoscenza specifica dei mercati il contributo che l'industria finanziaria può dare al processo normativo. La proposta di ASSOSIM è di replicare, a livello di Governo, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI), istituito dalla Consob già da due anni, coinvolgendo le associazioni rappresentative degli operatori economici (emittenti, risparmiatori e intermediari) fin dalle primissime fasi di gestazione delle direttive e dei regolamenti UE. A tal fine è tuttavia indispensabile che sia riconosciuto che la potestà normativa, per quanto possa coinvolgere in alcuna delle sue fasi le Autorità di vigilanza, non costituisce essa stessa attività di vigilanza soggetta, in quanto tale, al regime del segreto. Deve pertanto essere inequivocabilmente sancito che tutte le fasi del processo normativo e, quindi, non solo quelle di competenza dei Parlamenti (nazionali ed europeo) devono assicurare il più elevato livello di trasparenza. Massima trasparenza deve essere garantita nella fase prodromica alla formalizzazione di una proposta legislativa da parte della Commissione europea, così come alle discussioni in sede di comitati di esperti e al Comitato valori mobiliari del Consiglio, alle riunioni dei comitati dell'ESMA in cui i rappresentanti delle Autorità nazionali sono presenti e predispongono i pareri, ma di cui non si ha notizia, né dell'attività svolta, né delle posizioni sostenute.

b. Applicazione e interpretazione dell'ordinamento

Il secondo aspetto critico sul quale vorremmo soffermarci, anch'esso originato dalla complessità del quadro normativo di riferimento, è quello della concreta applicazione delle norme, presupposto della quale dovrebbe essere la lettura che ne danno le Autorità nazionali preposte alla vigilanza sul corretto adempimento degli obblighi comportamentali e organizzativi che ne derivano per gli operatori.

Il sistema stesso della ripartizione delle competenze di vigilanza tra le autorità dei 28 paesi membri, così come la separazione delle competenze legislative rispetto a quelle giurisdizionali, tende a riproporre, a livello di implementazione delle norme, quella disparità delle regole del gioco che si sta cercando di superare con il *Single Rule Book*. Ed infatti, a fronte della costituzione di un Meccanismo Unico di Vigilanza nel settore creditizio (quantomeno per le banche *significant*, per lo più quelle con un'operatività transfrontaliera), nel settore dei mercati finanziari il sistema di vigilanza vede invece coinvolti un complesso di 28 diverse strutture nazionali, nell'ambito di ciascuna delle quali le responsabilità sono a loro volta spesso ripartite almeno tra 3 diverse Autorità (per l'Italia Consob, Banca d'Italia e IVASS) con riguardo alle 3 diverse categorie di soggetti (banche, imprese di investimento e compagnie assicurative) che offrono servizi e prodotti, spesso succedanei, tra i quali è sempre più difficile tracciare confini netti. Un tale sistema, oltre a porre problemi di uniformità di interpretazione della normativa di riferimento per soggetti operanti in più paesi (così come per quelli che, pur con operatività limitata entro i confini del loro paese, subiscono la concorrenza di operatori esteri) crea difficoltà anche per operatori che, all'interno di uno stesso paese, ma nell'ambito di settori diversi dell'industria finanziaria, prestano servizi o offrono prodotti succedanei, se non analoghi o addirittura identici (come ad esempio nel caso delle Fintech). Tali difficoltà sono poi aggravate -e

vengono a impattare anche sugli operatori che limitano la loro attività in un solo paese membro- dalla separazione dei poteri all'interno dello Stato. Le Autorità di vigilanza nazionali, chiamate ad attuare la normativa di settore, non sono infatti titolate a fornire un'interpretazione autentica neanche delle norme che concorrono a dettare e sulla base delle quali esse stesse operano; la stessa ESMA può fornire esclusivamente interpretazioni di tipo strettamente applicativo. Se la separazione dei poteri risponde agli stessi principi fondanti delle democrazie moderne e salvaguarda in astratto il *level playing field*, è pur vero che l'incertezza giuridica e il conseguente rischio che devono sopportare gli operatori economici ha raggiunto livelli non più tollerabili, soprattutto in paesi come l'Italia in cui i tempi della giustizia risultano più problematici che altrove. Se, da un lato, l'indeterminatezza della norma risponde spesso all'esigenza di consentire (in un contesto economico in rapida evoluzione) di tarare l'applicazione della stessa alle specificità del caso concreto, al tempo stesso un tale sistema (detto anche *principle based*) acuisce l'incertezza giuridica e incrementa i costi operativi a danno, in ultima istanza, degli agenti economici basati in paesi in cui il dialogo tra gli operatori e le istituzioni (anche di vigilanza) non è organizzato e strutturato sulla base di procedure trasparenti e non discriminatorie.

L'istituzione di un *Single Supervisor*, che presumibilmente contribuirebbe ad attenuare le cennate problematiche relative al *level playing field* a livello transfrontaliero, non risulterebbe risolutivo per quel che attiene, invece, al rischio giuridico. Al fine di identificare, caso per caso, il giusto compromesso tra le opposte esigenze di certezza giuridica, da un lato, e flessibilità operativa, dall'altro, ASSOSIM ritiene ancora una volta opportuno coinvolgere, in tutte le fasi del processo legislativo, tutte le parti impattate dalle norme che si intendono introdurre, non relegando pertanto detto coinvolgimento alle sole fasi delle consultazioni pubbliche che si sono sino a ora dimostrate inefficaci a consentire agli operatori di fornire, negli angusti tempi concessi (30 giorni), osservazioni in relazione a norme che normalmente vengono negoziate anche per anni, sia a livello 1 che a livello 2 della procedura Lamfalussy, in sede di Consiglio, Parlamento ed ESMA.

c. La revisione in atto della MiFID

L'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che gli obiettivi perseguiti del legislatore UE in particolar modo con la MiFID sono stati raggiunti solo in parte e a fronte del sostenimento, da parte dell'industria finanziaria, di elevati costi di implementazione, che hanno particolarmente penalizzato il mercato e l'industria finanziarie italiana. Il motivo di tale mancato pieno successo, come detto, è tra l'altro da rinvenire nell'estrema complessità e non sufficiente chiarezza delle regole poste a presidio dei suddetti obiettivi. L'incipiente processo di revisione dovrà pertanto essere rivolto a semplificare il quadro normativo, in modo da perseguirne gli obiettivi con metodologie di più agevole gestione e attuazione, adottando soprattutto un approccio improntato alla proporzionalità.

In relazione alle regole di condotta dettate dalla MiFID, la semplificazione auspicata dovrà riguardare principalmente gli obblighi informativi nei confronti dei soggetti istituzionali, per i quali i benefici derivanti dalla *disclosure* (di fatto attualmente analoghi a quelli introdotti a tutela della clientela *retail*) risultano assai limitati a fronte, invece, di costi elevati per il sistema (in ultima analisi per gli emittenti stessi). Dovrebbe invece essere istituita, nell'ambito della categoria della clientela *retail*, una sottocategoria di clienti semi-professionali (dotati di specifiche competenze ed esperienza, capacità finanziarie e propensione al rischio) e dovrebbero essere coerentemente rivisti, sempre in un'ottica di semplificazione e proporzionalità, i regimi della c.d. *product governance*, di trasparenza dei costi per i clienti professionali e dei requisiti di validità dei contratti.

Ulteriori punti di attenzione nel processo di revisione, sui quali ci soffermeremo con maggior dettaglio di seguito, dovranno essere il costo dei dati che le imprese di investimento sono obbligate ad acquistare dalle sedi di negoziazione per adempiere agli obblighi previsti da diverse norme MiFID e la disciplina della ricerca azionaria la quale, tra l'altro, dovrebbe essere riservata a soggetti a tal fine autorizzati e vigilati anche al fine di contenimento del rischio di conflitti di interesse.

d. Acquisizione Refinitiv da parte di LSE Group nel contesto Brexit

Come già accennato, il sopra descritto sistema normativo complesso, contraddittorio e non proporzionato, è una delle ragioni della volontà del Regno Unito di sottrarsi alla potestà normativa e giurisdizionale delle Istituzioni europee, da questa giudicate inadeguate a consentire alla propria industria di competere in un contesto di mercato ormai globale (soprattutto nel settore dematerializzato dei servizi finanziari).

L'uscita del Regno Unito dalla UE ha costituito un'occasione persa per l'Italia. Se è infatti vero che la Brexit non determinerà di per sé stessa la perdita da parte di Londra del ruolo di piazza finanziaria internazionale in quanto molti, se non la totalità degli intermediari lì stabiliti (e, in particolare, gli investitori istituzionali) continueranno a operare da Londra nei principali mercati mondiali, per poter invece continuare a beneficiare del passaporto europeo molti di questi hanno costituito filiazioni (soggetti, cioè dotati di personalità giuridica) in vari paesi del continente (Germania, Francia, Irlanda, Olanda, Lussemburgo e, addirittura, Spagna) ma nessuno, a quanto ci risulta, in Italia.

Le ragioni di questa mancanza di interesse per gli operatori inglesi ed esteri a stabilire filiazioni in Italia, per quanto si vogliono imputare ai soliti mali che affliggono il nostro Paese e, *in primis*, alla burocrazia e alla lentezza della giustizia, dovrebbero ad avviso di ASSOSIM costituire oggetto di una specifica indagine conoscitiva da parte del Parlamento (così come quella dell'EBA di trasferire la propria sede in Francia e l'EMA in Olanda).

Sulle decisioni assunte dagli intermediari inglesi nessun peso hanno avuto gli incentivi fiscali che il Governo italiano aveva promesso ai loro dipendenti in caso di trasferimento in Italia (rientro dei cervelli). Mentre sicuramente, a quanto ci risulta, un ruolo determinante hanno avuto l'approccio collaborativo e la disponibilità delle Autorità di vigilanza dei paesi infine prescelti a instaurare un rapporto collaborativo e a fornire risposte chiare all'industria finanziaria.

La storia rischia ora di ripetersi a fronte dell'acquisizione di Refinitiv da parte di LSE Group.

Nell'ambito di tale operazione, infatti, LSE Group potrebbe, come noto, trovarsi nella necessità di cedere Borsa Italiana e/o una o più delle sue partecipate (*in primis* MTS, la società di gestione del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato) così da evitare la costituzione di posizioni dominanti che potrebbero essergli contestate dall'Antitrust europea. In una tale prospettiva, vari sono gli scenari e, quindi, le opportunità e i rischi che si potrebbero prefigurare per l'industria finanziaria italiana, anche a fronte della sempre più probabile uscita del Regno Unito dalla UE in assenza di un accordo (*hard Brexit*).

Nel caso infatti in cui a LSE Group fosse imposto di dismettere solo MTS, Borsa Italiana e le altre sue partecipate (Cassa di Compensazione e Garanzia, Monte Titoli ed Elite) potrebbero rappresentare un presidio strategico per il gruppo inglese per accedere ai mercati dell'Unione senza doversi assoggettare al regime al riguardo previsto dalla MiFID per gli operatori stabiliti in paesi extra-UE.

In base alle norme in questa previste, infatti, la Commissione europea potrebbe revocare con un preavviso di soli 30 giorni l'autorizzazione concessa a soggetti stabiliti in un paese extra-UE che non si conformi agli *standard* regolamentari prescritti dalle direttive e dai regolamenti UE di settore (laddove l'uscita dalla UE è motivata appunto dalla volontà del Regno Unito di non volersi più assoggettare alla potestà normativa delle istituzioni europee).

Se ciò è vero, ASSOSIM ritiene importante sottolineare come ad oggi l'ingresso del gruppo Borsa all'interno di LSE Group non abbia prodotto alcun vantaggio per gli emittenti (aziende quotate e/o quotate in Borsa Italiana, sia nell'MTA che nell'AIM) e intermediari italiani. Ove pertanto la vendita del gruppo Borsa non fosse imposta dell'Antitrust o LSE Group non decidesse di procedere comunque in una tale direzione, è assolutamente indispensabile, ad avviso di ASSOSIM, che le istituzioni e le Autorità di vigilanza italiane verifichino e monitorino nel tempo un effettivo e sostanziale cambio di strategia da parte inglese, volto a valorizzare il presidio italiano quale canale privilegiato di accesso ai mercati finanziari della UE.

In assenza di un chiaro e inequivocabile impegno in tale direzione, così come in caso di mancata attuazione dell'impegno stesso, il Governo italiano dovrebbe procedere prontamente ad attivare il Golden power, più volte ipotizzato negli ultimi mesi anche da parte delle autorità di vigilanza stesse¹.

Se invece, come ASSOSIM auspica, LSE Group dovesse giungere alla determinazione di cedere le partecipate italiane (sia a fronte di una decisione dell'Antitrust o per scelta autonoma del gruppo), si porrebbe di converso il problema di identificare un acquirente in grado, tra l'altro, di garantire a Borsa e alle attuali sue partecipate accesso a fonti di finanziamento adeguate a consentire alle stesse di continuare a sviluppare le attività ad alta intensità di capitale svolte e, pertanto, mantenere o, meglio ancora, incrementare l'attuale livello di efficienza delle relative piattaforme di *trading* e *post-trading*. Sempre in chiave strategica di sviluppo del mercato italiano, andrebbe contestualmente valutato l'ingresso di Borsa Italiana, una volta divenuta indipendente da LSE Group, nell'ambito di alleanze internazionali con altri mercati esteri, a maggior ragione se operanti con investitori istituzionali specializzati nel comparto PMI.

Discorso a parte, in ottica *Brexit*, sembrerebbe peraltro opportuno per quanto riguarda la proprietà di MTS, unico mercato europeo all'ingrosso di titoli di Stato (attualmente operante in 18 paesi della UE, oltre che in Israele e Sudafrica). In considerazione del ruolo strategico svolto da tale mercato per il classamento e la gestione dell'ingente debito pubblico italiano (funzionale anche alla possibilità stessa per il Governo di operare in *deficit* a sostegno, peraltro, dell'economia reale italiana), ad avviso di ASSOSIM la necessità di attivare il Golden power si pone a prescindere da qualsiasi decisione LSE Group intenderà assumere in relazione al destino delle partecipate italiane.

A tal riguardo, particolare attenzione dovrebbe essere posta da parte delle Istituzioni sull'attuale *trend* di sviluppo dei mercati regolamentati a livello globale. Come diremo, infatti, a fronte della frammentazione in atto delle attività di *trading* (non più concentrata *ex lege* nella Borsa Italiana, come avveniva fino al 2007) e, quindi, della perdita del monopolio di fatto sulle attività stesse di cui i mercati hanno fino a ora beneficiato, stanno progressivamente spostando il *focus* principale della loro

¹ Si veda, tra l'altro, il Quaderno Giuridico n° 20 della Consob: “*La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*”, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/qg20>

attività e dei loro investimenti sulla commercializzazione dei dati relativi alle negoziazioni, tendenza della quale la menzionata acquisizione di Refinitiv da parte di LSE Group costituisce esplicitazione concreta. A fronte dell'accelerazione di tale fenomeno e del conseguente rischio, anche solo potenziale, di perdita di efficienza del mercato all'ingrosso di titoli di Stato italiani, la necessità di mantenere in Italia la sede e la vigilanza su MTS dovrebbe costituire una priorità per il Governo italiano.

e. Il costo dei dati di mercato

Nonostante la spinta competitiva introdotta nel 2007 dalla prima direttiva MiFID con l'abrogazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, le società di gestione di tali mercati, privati del loro potere monopolistico sulle negoziazioni di strumenti finanziari su questi ammessi a quotazione, hanno comunque continuato a gestire in esclusiva i dati relativi agli ordini e alle operazioni concluse sulle loro piattaforme di *trading*. Già in virtù della disciplina contestualmente introdotta dalla MiFID1, e ancor più con quella di cui alla MiFID2, tali dati sono divenuti infatti indispensabili per consentire agli intermediari, ad esempio, di operare nel migliore interesse della clientela (*best execution*) e internalizzare gli ordini della stessa, gestire i sistemi di negoziazione algoritmica, comunicare giornalmente tutte le operazioni in strumenti finanziari ai depositari centrali (EMIR) e alle Autorità di vigilanza (*transaction reporting*), valorizzare gli strumenti finanziari detenuti nel portafoglio di proprietà o in quelli dei loro clienti.

Con la fine della concentrazione, pertanto, la posizione di privilegio dei mercati regolamentati (e il conseguente rischio di abuso della stessa) non è venuta meno, ma si è semplicemente trasformata, da monopolio di diritto sugli scambi, a monopolio naturale sui *market data*. Solo questi ultimi possono infatti assicurare, in un contesto caratterizzato da molteplici luoghi di esecuzione, mercati efficienti in cui tutte le informazioni disponibili sono utilizzate nel processo di formazione del prezzo.

Tutto quanto sopra rende la domanda di *market data* inelastica al loro prezzo, che rimane pertanto robusta anche in presenza di un aumento del prezzo dei dati di mercato (situazione tipica dei settori naturalmente monopolistici o oligopolistici).

Peraltro, la proposta di introdurre un *consolidated tape*², posta in consultazione dalla Commissione europea nell'ambito del processo di revisione della MiFID2 attualmente in corso, non sarebbe risolutiva. Una tale soluzione sarebbe infatti percorribile solo per quanto riguarda i dati relativi alle negoziazioni concluse (dati *post-trade*), ma non, invece, per quelli relativi agli ordini immessi nei circuiti di negoziazione (dati *pre-trade*), anch'essi indispensabili agli intermediari per l'attività di *trading* e per ottemperare ai cennati obblighi agli stessi demandati. Allo stato, infatti, il livello di sviluppo raggiunto dalla tecnologia e, in particolare, la velocità alla quale gli intermediari riuscirebbero ad approvvigionarsi dei dati *pre-trade* da un *consolidated tape*, non consentirebbe agli stessi di utilizzare efficientemente gli stessi su circuiti alternativi ai mercati dai quali i dati stessi sono prodotti e riproporrebbe, pertanto, quel monopolio in favore dei mercati stessi cui la MiFID1 aveva posto fine.

In considerazione di quanto sopra, è indispensabile che nell'ambito del cennato processo di revisione dalla MiFID, le istituzioni italiane sostengano la necessità affinché la spinta competitiva promossa già dalla MiFID1 e confermata dalla MiFID2 non sia compromessa dal consolidamento in atto tra *data*

² Ovverosia un soggetto terzo al quale demandare il compito di raccogliere e distribuire a tutti gli operatori i dati relative alle negoziazioni aventi a oggetto strumenti finanziari ammessi a quotazione su una sede di negoziazione, ovunque poste in essere.

provider e gestori di mercati regolamentati (es. la menzionata acquisizione di Refinitiv da parte di LSE Group), promuovendo tra l'altro una maggiore standardizzazione e confrontabilità dei dati, nonché la trasparenza dei criteri utilizzati per la definizione dei prezzi ai quali i dati di mercato vengono venduti agli intermediari. Su tali aspetti sarebbe oltremodo importante rafforzare la vigilanza delle Autorità competenti per evitare che tali dati siano venduti a prezzi non equi (sproporzionati).

2. I margini di intervento fiscale a disposizione del legislatore

Al fine di incentivare la crescita e l'internazionalizzazione delle PMI italiane, vari sono gli incentivi fiscali che potrebbero essere considerati, anche al fine di agevolare l'afflusso del risparmio all'investimento in strumenti finanziari emessi da tali imprese.

a. Credito di imposta per la ricerca finanziaria

A causa delle nuove disposizioni entrate in vigore a gennaio 2018 a fronte del recepimento della MiFID2, studi condotti in vari paesi dell'Unione Europea evidenziano la riduzione nell'ampiezza e profondità della ricerca finanziaria prodotta sulle società quotate meno capitalizzate (PMI). I vincoli introdotti da tale normativa sulle modalità di remunerazione della ricerca³ stanno determinando un incremento delle asimmetrie informative sul mercato, che rischia di dare origine a un aumento della volatilità, una riduzione della liquidità e, quel che è peggio, a un maggior costo del *funding* per le PMI, in ragione del maggior premio per il rischio conseguentemente richiesto dagli investitori in sede di sottoscrizione di nuovi strumenti finanziari e sul mercato secondario, con problemi, tra l'altro, di selezione avversa.

Tali maggiori costi di finanziamento, incidendo negativamente sulla redditività degli investimenti delle stesse PMI, contribuiranno a gravare, nel medio-lungo periodo, sulla crescita e l'occupazione soprattutto di quei paesi, come l'Italia, caratterizzati da un'elevata presenza di PMI. È peraltro certo, allo stato, che un tale fenomeno sia destinato ad accentuarsi ulteriormente, in futuro, a causa della sempre più forte contrazione degli utili dei *broker* e banche di investimento locali, ai quali è riconducibile la quasi totalità della ricerca sui titoli non ricompresi nei principali indici di mercato⁴. Come sottolineato tra l'altro in uno studio condotto da Oxera⁵, la capacità dei *global broker*/banche estere di sussidiare, tramite gli ampi margini da loro realizzati sulle attività *trading*⁶, i costi di

³ In particolare, dal 3 gennaio 2018 è fatto tra l'altro divieto ai *broker* di applicare maggiorazioni alle commissioni di negoziazione da essi praticate al fine di remunerare le ricerche dagli stessi fornite a gestori e consulenti indipendenti.

⁴ L'attuale insufficiente livello di copertura sulle PMI è da collegare alla scarsità della domanda di ricerca sugli strumenti finanziari da loro emessi, caratterizzati da un livello particolarmente basso di liquidità e di flottante e, conseguentemente, difficilmente includibili nelle strategie di investimento dei gestori di patrimoni. Ben difficilmente, infatti, un gestore del risparmio potrebbe avere un interesse a sostenere in proprio il costo della ricerca finanziaria su uno strumento con tali caratteristiche, né tantomeno sarebbe oggi legittimato ad acquistarlo con risorse di proprietà della clientela gestita. È ben noto, invece, come spesso questi titoli costituiscano buone opportunità di investimento, di cui difficilmente un gestore potrebbe avere contezza se non tramite ricerche che gli vengono legittimamente messe a disposizione gratuitamente, in quanto pagate dall'emittente stesso. La ricerca sponsorizzata potrebbe pertanto contribuire a spezzare il circolo vizioso determinato dalla bassa liquidità, dalla quale deriva il ridotto interesse su questi titoli dei gestori e, quindi, l'assenza o la ridotta domanda di ricerca. Una volta interrotto tale circolo vizioso, la liquidità delle azioni di questi emittenti crescerebbe e, con essa, la capacità di quest'ultimi di ricorrere al mercato dei capitali per finanziare la crescita e, quindi, la capitalizzazione di borsa, fino ad attrarre autonomamente l'interesse dei gestori e ingenerare domanda di ricerca finanziaria autonoma.

⁵ <https://www.oxera.com/agenda/unbundling-whats-the-impact-on-equity-research/>

⁶ Per quanto riguarda ad esempio l'Italia, Assosim stima che i volumi negoziati da banche estere sui mercati gestiti da Borsa siano cresciuti dal 50% del 2010 al 75% di fine 2019.

produzione della ricerca sui titoli inclusi negli indici dei mercati dei paesi sviluppati -ovverosia la ricerca più appetibile (se non la sola appetibile) per i grandi gestori del risparmio internazionali- comporterà inevitabilmente l'uscita dal mercato dei *broker* e banche di investimento locali, ovverosia, come detto, degli unici produttori di ricerca sulle PMI italiane⁷. Quest'ultime, di conseguenza, vedranno ridursi sempre di più la copertura sui loro titoli e, quindi, la possibilità di inclusione degli stessi nei portafogli dei gestori di patrimoni⁸.

Al fine di salvaguardare la sopravvivenza e lo sviluppo del mercato della ricerca finanziaria sulle società a minore capitalizzazione e garantire un ecosistema che favorisca il più ampio accesso delle società stesse al mercato dei capitali, in linea con gli obiettivi fissati dalla Capital Markets Union, ASSOSIM propone di introdurre, per tutti gli emittenti quotati che capitalizzano meno di €500MLN, un obbligo di avere almeno 2 *corporate broker*⁹ che producano ricerca sponsorizzata, pagata cioè dall'emittente stesso e, al tempo stesso, defiscalizzare la produzione di ricerca sponsorizzata e incentivare, al contempo, la ricerca "non sponsorizzata", anch'essa indispensabile per consentire agli investitori istituzionali e ai gestori di patrimoni, italiani e esteri, di assumere decisioni di investimento sulla base di una pluralità di opinioni "indipendenti".

Al committente la ricerca finanziaria sponsorizzata e al produttore di quella non sponsorizzata dovrebbe in particolare essere riconosciuto -oltre alla possibilità, attualmente già consentita, di dedurre il costo (di acquisto o, rispettivamente, di produzione) della ricerca dall'imponibile- il beneficio di un credito d'imposta nella misura del 72,1% delle spese di ricerca sostenute, così da neutralizzare il relativo costo con minori imposte. Ciò consentirebbe, in sostanza, di rimuovere il deterrente alla quotazione di nuove imprese (tra cui quelle oggetto di investimento da parte di Fondi di Venture Capital o dei Fondi di Venture Capital stessi) e di sostenere la liquidità di titoli già quotati, avviando un circolo virtuoso finalizzato a dare maggiore trasparenza e informativa al mercato. A tal fine, il credito di imposta dovrebbe riguardare, sia le società di nuova quotazione, sia quelle già ammesse alla quotazione. Limitando tale incentivo alle sole società diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB si limiterebbe inoltre l'impatto della proposta sui conti pubblici e il rischio di violazioni della normativa UE in materia di aiuti di stato. Analogamente a quanto già accaduto per

⁷ La disciplina della ricerca finanziaria introdotta dalla MiFID ha portato inoltre a una mercificazione (*commoditization*) della ricerca stessa, che si sta traducendo (come evidenziato anche in un recente studio pubblicato da una Task Force costituita dall'AMF francese <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/reviving-research-wake-mifid-ii-observations-issues-and-recommendations-amf-publishes-report>) nello sviluppo di politiche di *pricing a forfait (flat fee)* sugli studi relativi agli emittenti inclusi nei principali indici finanziari dei mercati mondiali. Tali strutture di *pricing* stanno mettendo a rischio la sostenibilità finanziaria degli uffici di analisi dei *broker* locali (ai quali è riconducibile la quasi totalità della ricerca sulle PMI dei mercati periferici) a causa dell'impossibilità, da parte loro, di usufruire delle economie di scala e di scopo di cui godono, invece, le banche *global*.

⁸ La ricerca finanziaria tende a concentrarsi sulle società a maggiore capitalizzazione (normalmente quelle inserite negli indici di riferimento dei mercati regolamentati), nei cui strumenti finanziari vengono impiegati in via pressoché esclusiva i patrimoni gestiti dagli investitori istituzionali (soprattutto dei grandi fondi che operano a livello globale). Ne deriva uno scarso (se non nullo) incentivo a produrre ricerca su titoli di società di minore dimensione, i cui costi, oltre a non essere giustificati per i gestori, non lo sono neanche per i *broker*, in considerazione degli scarsi volumi di negoziazione su questi generati (inversamente proporzionali alla dimensione del relativo emittente) e dell'obbligo di *unbundling* introdotto dalla MiFID2. A sua volta, la scarsità di informazioni e analisi disponibili sulle PMI porta il mercato a non apprezzare società con performance economico-finanziarie anche molto positive.

⁹ In effetti, già attualmente alcune società di gestione di mercati subordinano l'ammissione alla negoziazione su alcune delle piattaforme di negoziazione da essi gestite alla pubblicazione di un numero minimo di ricerche l'anno, predisposte da un *corporate broker* su incarico (e, quindi, a spese) dell'emittente. Per quanto concerne il mercato italiano, Borsa Italiana ha introdotto un tale requisito per le azioni quotate nel comparto STAR del mercato MTA e per quelle ammesse a negoziazione sull'AIM a partire dal 3 gennaio 2018.

altre misure simili, il credito d'imposta potrebbe inoltre essere utilizzabile esclusivamente in compensazione e non concorrerebbe alla formazione del reddito, né della base imponibile dell'IRAP.

La proposta sembrerebbe presentare indubbi vantaggi in termini di semplicità di attuazione e immediatezza di effetti positivi. Le informazioni che ne deriverebbero al mercato sulle variabili reali sottostanti il valore dei titoli ne andrebbero ad accrescere l'efficienza e determinerebbero un incremento nelle negoziazioni di titoli di PMI e del numero di società quotate in generale, con conseguente generazione di imponibile –a cui andrebbero aggiunti tra l'altro anche i maggiori ricavi e quindi reddito imponibile dei soggetti che producono e vendono ricerca- e riducendo così, se non addirittura neutralizzando, l'onere complessivo a carico delle finanze pubbliche.

b. Esenzione IVA sulla ricerca finanziaria e consulenza

Oltre a riconoscere un credito di imposta al committente e al produttore di ricerca finanziaria, ASSOSIM ritiene opportuno che la ricerca, così come la consulenza finanziaria siano espressamente esentate da IVA in ragione della loro connessione funzionale ed organica con le sottostanti operazioni di negoziazione degli strumenti finanziari di cui sopra. A tal fine, i servizi di “consulenza finanziaria” e di “ricerca finanziaria” come individuati dalla normativa di settore interna e comunitaria dovrebbero essere ricompresi nel catalogo delle operazioni “*relative ad azioni, obbligazioni ed altri titoli non rappresentativi di merci e a quote sociali*” di cui all'Art.10, primo comma, n. 4, del DPR 633/1972 esenti da IVA.

Una tale modifica normativa avrebbe tra l'altro il pregio di fare chiarezza sul trattamento ai fini dell'IVA dei servizi di consulenza e ricerca finanziaria rispetto a discordanti interpretazioni fornite dalla prassi interpretativa e dalla giurisprudenza.

In particolare, con riferimento ai servizi di ricerca finanziaria, la soluzione interpretativa adottata nella più recente prassi amministrativa, basata sulla forma giuridica del soggetto che riceve il servizio di ricerca in materia di investimenti (i.e. non esenzione per i gestori individuali di portafogli ed esenzione, invece, per i gestori collettivi), comporta disuguaglianze applicative nel trattamento fiscale ai fini IVA del servizio di ricerca in materia di investimenti che, seppur giustificate da una disciplina normativa non chiara, non appaiono rispondere a pieno alle esigenze di armonizzazione complessiva dell'imposta sul valore aggiunto.

c. Imposta sulle transazioni finanziarie (Tobin tax)

Nelle more dell'adozione della proposta di direttiva di cooperazione rafforzata che potrebbe introdurre un'imposta sulle transazioni finanziarie a livello europeo, ASSOSIM propone che sia sospesa l'applicazione della omonima imposta nazionale, introdotta in Italia, in solitudine tra i Paesi europei, con la legge finanziaria 2013.

L'imposta italiana, ben lungi dal perseguire gli obiettivi indicati nella proposta di direttiva di cooperazione rafforzata della Commissione Europea (porre un limite alla speculazione finanziaria e chiamare il settore bancario a contribuire ai costi della crisi del 2008), è da porre in relazione alla necessità, all'epoca avvertita dal Governo Monti, di coprire un fabbisogno di cassa di 1 miliardo nell'ambito della manovra correttiva di fine 2012. Lo stesso Governo, nella Relazione tecnica di accompagnamento della legge, prevedeva che questa imposta, così come inizialmente concepita, avrebbe comportato una contrazione del 30% sui volumi azionari e addirittura del 70% sui derivati.

Non vi è chi non veda come nessuna industria avrebbe potuto sopravvivere a fronte di una tale caduta dei propri fatturati. Per tale motivo Assosim si è impegnata da subito in prima linea contro la tassa, contribuendo a un risultato alla fine per molti versi ragguardevole. Per quanto riguarda il *trading* azionario, rispetto alla proposta iniziale del Governo, le disposizioni alla fine adottate dal Parlamento prevedono, infatti, che la tassa, oltre a colpire il solo acquirente, non trovi applicazione all'attività di *market making* (che fornisce liquidità ai mercati in acquisto e in vendita), ai trasferimenti infragruppo e ai trasferimenti di azioni di emittenti quotati che capitalizzano meno di 500 milioni di euro. Nonostante tali correttivi, vari studi hanno confermato che l'imposta ha comunque determinato una contrazione dei volumi giornalieri medi di mercato, per lo più da ricondurre agli ordinativi degli investitori istituzionali e, in particolare, di quelli di matrice estera, che ovviamente preferiscono direzionare la loro operatività verso mercati non gravati da un'imposta che si è rivelata particolarmente complessa anche in termini di connessi adempimenti burocratici e conseguente rischi operativi.

d. Potenziamento dei PIR “alternativi”

La recente introduzione (cfr. Art.136 del DL 19/05/2020 N. 34 – c.d. “decreto rilancio”) di una nuova tipologia di PIR (i c.d. PIR alternativi) focalizzata sugli investimenti in imprese di medio piccole dimensione è stata valutata con favore dagli intermediari finanziari ed è certamente una misura utile ad incentivare l'afflusso di risorse finanziarie a sostegno delle imprese e della crescita economica.

ASSOSIM suggerisce ora di potenziare ulteriormente tale misura:

- Ampliando il perimetro dei soggetti che possono effettuare gli investimenti in PIR “alternativi” nel senso di renderli accessibili anche ai soggetti diversi dalle persone fisiche non imprenditori ai quali sino ad ora sono stati riservati ed
- Elevando i limiti di investimento in questa tipologia di PIR rispettivamente dagli attuali €150.000 annui ed €1.500.000 complessivi a €300.000 annui ed €3.000.000 complessivi, tenendo tra l'altro in considerazione la riforma attualmente in corso, da parte del MEF, con riguardo al limite minimo degli investimenti consentiti nei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) c.d. dedicati.

ASSOSIM propone inoltre di estendere l'esenzione dall'imposta di successione, di cui oggi beneficiano i PIR ordinari e quelli alternativi, a tutti gli investimenti volti a incentivare la capitalizzazione delle PMI quotate nei sistemi di negoziazione italiani, e che il Governo consideri la possibilità di istituire un fondo di fondi (tramite, ad esempio, la Cassa Depositi e Prestiti e con il coinvolgimento, auspicabilmente, di altri investitori istituzionali, quali le Casse di Previdenza) con il compito di fornire risorse finanziarie a veicoli (anche PIR ordinari e alternativi) deputati a investire in PMI.

Le modifiche proposte si prefiggono di incentivare l'afflusso di nuove risorse e di liquidità in settori dell'economia reale meritevoli di sostegno anche attraverso l'utilizzo di veicoli societari che, pur senza assumere le connotazioni formali di fondi di venture capital, perseguano sostanzialmente finalità analoghe.

Si pensi ad esempio a veicoli societari talvolta costituiti *ad hoc* e utilizzati nell'ambito del *private banking* per le operazioni c.d. di *club deal* (investimenti effettuati da un numero ristretto di investitori privati di elevato profilo patrimoniale).

Una ulteriore possibile ricaduta potrebbe essere anche quella di incentivare in prospettiva operazioni di aggregazione societaria laddove l'investitore "impresa" dopo una fase iniziale di investimento "finanziario" decida poi di procedere alla integrazione della società target.

e. Potenziamento degli incentivi alla quotazione

Al fine di incentivare la quotazione delle PMI nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione, un ulteriore intervento dovrebbe essere quello di rimuovere il limite temporale oggi previsto dall'art. 1, comma 89, della legge di bilancio 2018, che consente alle PMI di beneficiare di un credito di imposta in relazione alle spese di consulenza connesse alla predetta quotazione, solo fino al 31 dicembre dell'anno in corso.

f. Potenziamento dell'ACE

Dopo una iniziale abrogazione per sostituirla con la c.d. mini-IRES (mai entrata in vigore), l'art. 1, comma 287, della legge di bilancio 2020 ha infatti ripristinato l'ACE (Aiuto alla Crescita Economica), con effetto dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31.12.2018 (2019, per i soggetti "solari").

L'agevolazione si applica con le consolidate regole previgenti¹⁰, ma l'effetto dell'agevolazione risulta compresso, posto che il coefficiente di remunerazione viene ridotto all'1,3%.

Al fine di incentivare la patrimonializzazione del tessuto imprenditoriale italiano e premiare il maggior rischio di questo tipo di investimenti, ASSOSIM propone il rafforzamento di tale incentivo fiscale, incrementando al 2,6% il rendimento nozionale del capitale investito, sostanzialmente in linea con l'aliquota media previgente.

g. Prolungamento del periodo di riporto a nuovo delle minusvalenze

Anche in considerazione dell'andamento negativo e comunque della rilevante volatilità dei mercati finanziari indotti dalla pandemia, si dovrebbe estendere fino al nono anno il periodo entro cui le minusvalenze realizzate dai risparmiatori possono essere compensate con le eventuali plusvalenze realizzate dai risparmiatori.

La modifica normativa proposta interesserebbe gli esistenti regimi fiscali dichiarativo, amministrato e gestito ed è finalizzata a consentire ai risparmiatori di avere maggiori probabilità di recuperare le perdite subite per effetto delle turbative di mercato, in quanto estenderebbe tale recupero in un arco temporale più lungo rispetto all'attuale e nel contempo avrebbe anche un effetto stabilizzatore orientando le scelte di investimento su un orizzonte temporale più lungo.

¹⁰ Per le società di capitali e gli enti commerciali, ad esempio, occorre effettuare la somma algebrica dei versamenti e dei conferimenti dei soci, degli accantonamenti degli utili a riserva (con segno positivo) e delle riduzioni per attribuzione di riserve pregresse ai soci (con segno negativo) registrati dal 2011 al 2019. Dal risultato occorre poi sottrarre l'ammontare corrispondente all'incremento delle consistenze dei titoli e dei valori mobiliari diversi dalle partecipazioni e quello derivante dalle operazioni infragruppo delineate dall'art. 10 del DM 3.8.2017.

h. Possibilità di compensare le minusvalenze con i redditi di capitale al di fuori del regime del risparmio gestito di cui all'art.7 del d.lgs. 461/1997

Al di fuori del regime del risparmio gestito di cui all'Art. 7 del D.Lgs 461/1997, l'attuale normativa non consente di compensare i differenziali positivi e negativi derivanti dal rimborso di quote di Fondi comuni di investimento (c.d. Delta NAV positivo e Delta NAV negativo) in quanto i differenziali positivi sono considerati redditi "di capitale" e sono comunque soggetti a ritenuta mentre i differenziali negativi sono considerati redditi "diversi" e le relative minusvalenze sono compensabili solo a fronte di eventuali altri redditi diversi (plusvalenze).

L'andamento negativo dei mercati finanziari e il fabbisogno di liquidità potrebbero indurre i risparmiatori a riscattare quote di fondi comuni di investimento in perdita.

In tale situazione l'attuale normativa determina una rilevante penalizzazione rendendo di fatto inutilizzabili le minusvalenze da riscatto di quote di fondi comuni di investimento.

In sostanza gli eventuali futuri redditi derivanti da fondi comuni di investimento sia in sede di riscatto che di distribuzione di proventi sarebbero comunque soggetti a ritenuta anche se in precedenza il risparmiatore ha conseguito rilevanti perdite sui medesimi strumenti finanziari.

L'unica possibilità per il risparmiatore di utilizzare le minusvalenze realizzate a seguito del riscatto di Fondi di investimento sarebbe infatti quella di realizzare future plusvalenze su strumenti finanziari diversi dai fondi di investimento.

L'introduzione della possibilità di compensare i Delta NAV positivi con i Delta NAV negativi anche al di fuori del risparmio gestito presuppone anche la previsione della non applicazione della ritenuta di cui all'Art. 26 quinquies del DPR 600/1973 previa acquisizione da parte dell'intermediario che funge da sostituto di imposta di idonea certificazione delle minusvalenze secondo modalità che dovranno essere determinate con apposito provvedimento del direttore dell'Agenzia delle entrate da emanarsi entro quattro mesi dall'entrata in vigore della presente disposizione.

3. La digitalizzazione dei servizi finanziari, la diffusione del Fintech e il quadro regolamentare ed istituzionale per il sistema finanziario europeo

Alcune riflessioni, per concludere, sulle nuove modalità di prestazione di servizi finanziari che lo sviluppo della tecnologia avanzata rende possibili, con effetti non prevedibili sulla struttura dei mercati finanziari e sulla loro ordinata funzionalità, come da noi oggi conosciuti, e, in particolare, sul rispetto del sistema di tutele disegnato dal legislatore europeo.

Questo fenomeno di portata sistemica e globale assume la denominazione di Fintech. Non è naturalmente l'innovazione in sé che preoccupa, né l'accresciuta competizione che ne deriva tra soggetti vigilati. Il punto che qui interessa enfatizzare è dato dalla scarsa controllabilità delle sue direttrici di sviluppo ad opera di nuovi e potenti protagonisti, mettendo in discussione, come anche il caso tedesco Wirecard dimostra, non solo il perimetro delle giurisdizioni e dell'ordinamento UE del settore finanziario, ma anche le stesse competenze delle istituzioni preordinate alla vigilanza del settore medesimo.

Il timore è di trovarsi dinanzi ad una forza -guidata dalle grandi aziende tecnologiche (le c.d. *Big Tech* o *Tech-Firms*)- capace, tramite il controllo dei dati, di disintermediare il mercato dei servizi finanziari in Europa (e, naturalmente, in Italia) sulla base di immense risorse finanziarie, organizzative e tecnologiche.

Infatti, le società nate come *provider* di tecnologia (Microsoft e Apple) o che, grazie alla tecnologia, hanno potuto acquisire una posizione dominante nel settore della distribuzione di prodotti (Amazon e Alibaba) o di servizi internet (Google e Facebook) hanno ormai da tempo iniziato a espandere l'ambito della loro attività nel settore dei servizi finanziari dematerializzati (bancari, assicurativi e mobiliari), sfruttando le enormi economie di scala (loro consentite da un ambito di operatività globale e dagli effetti-rete) e soprattutto di scopo, che gli derivano dall'immenso patrimonio di dati da loro gestito, che consente loro di industrializzare un'offerta di servizi altamente personalizzati in relazione alle specifiche esigenze dei diversi *cluster* di clientela da loro servita (non di rado anche discriminando in relazione alle condizioni di prezzo praticate).

Rimane ferma, ovviamente, la necessità di evitare inutili battaglie di retroguardia a difesa dello *status quo*. Ciò nondimeno, appare sempre utile rammentare che i mercati finanziari si sorreggono sulla fiducia del loro buon funzionamento grazie alla partecipazione di una pluralità di soggetti, a un sistema di regole chiare ed efficaci e a istituzioni di vigilanza in grado di fare rispettare dette regole.

Ebbene, le dinamiche di trasformazione digitale in atto dell'economia in generale (e dunque, del sistema finanziario) rappresentano una grande sfida al mantenimento di un'ordinata economia aperta e plurale.

Cosa fare?

Certamente un errore sarebbe cercare di piegare questi fenomeni all'interno di categorie concettuali sviluppate in decenni di evoluzione della normativa di settore e delle prassi di vigilanza. Ma ancor di più lo sarebbe pretendere che fenomeni trasversali, quali questi, possano essere disciplinati e vigilati sulla base dell'attuale logica di ripartizione delle competenze da parte delle Autorità (tipicamente, per soggetti o per finalità) o, comunque, all'interno delle singole giurisdizioni.

Ad oggi, ad un fenomeno orizzontale, che taglia i confini settoriali e nazionali, si contrappone una regolamentazione a *silos* e una vigilanza, di fatto (ad eccezione di quella sulla stabilità delle banche *significant* da parte della BCE) fondata su istituzioni nazionali. La realtà regolamentare e istituzionale attuale appare non adeguata alle nuove sfide.

Come anche la più volte menzionata acquisizione di Refinitiv da parte di LSE Group dimostra, la conquista dei mercati di sbocco per qualsiasi tipologia di industria si gioca già oggi, ma lo sarà sempre di più in futuro (in ragione dello sviluppo dell'intelligenza artificiale), sulla capacità di acquisire, gestire e utilizzare dati.

Questo tipo di attività conferisce ai grandi operatori di tecnologia (e soprattutto di piattaforme digitali) un vantaggio competitivo enorme, basato sulla conoscibilità in tempo reale dei comportamenti economici di tutti gli utenti che si avvalgono di detta tecnologia. Andrebbe dunque assicurata, anche sulla base delle logiche *antitrust*, parità di competizione tra tutti gli attori del mercato finanziario e neutralizzato il rischio di abuso di posizioni dominanti connaturato all'attuale situazione di oligopolio

delle menzionate Big-tech. Ai dati stessi potrebbe ad esempio essere riconosciuto il valore di *public good* e potrebbe essere vietato ai soggetti che li gestiscono di operare (direttamente o indirettamente) in competizione con quanti attingono agli stessi a fronte, ovviamente, del pagamento di un equo corrispettivo al gestore dei dati.

Analoghe cautele (in termini sia di norme che di vigilanza) andrebbero introdotte a tutela di quanti, da posizione di relativa debolezza, si trovano nella necessità di "approvvigionarsi" della tecnologia a questi necessaria per la prestazione di servizi digitali (ad esempio, attraverso il ricorso a contratti di *outsourcing* di servizi *cloud*).

Il mercato di offerta dei servizi *cloud* è allo stato dominato dalle principali Big-Tech statunitensi e cinesi, circostanza che va letta congiuntamente al grande spostamento strategico sui servizi *cloud* esternalizzati da parte del sistema bancario europeo per la realizzazione di forti economie di costo.

Questo è un processo che merita la dovuta attenzione in quanto crea un'oggettiva vulnerabilità tecnologica del sistema bancario europeo, potenzialmente dipendente da infrastrutture di terze parti non assoggettate direttamente alla normativa del settore finanziario dell'Unione Europea e alla vigilanza delle competenti Autorità.

ALLEGATO 2

Documentazione depositata dai rappresentanti dell'Associazione emittenti AIM Italia (AssoAIM).



CAMERA DEI DEPUTATI

VI Commissione
(Finanze)

Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica

Audizione AssoAIM

Roma, 15 luglio 2020



Milano, 15 luglio 2020

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

desideriamo innanzitutto ringraziarVi per l'opportunità che ci viene data di esprimere le nostre considerazioni nel contesto dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica.

La nostra associazione riunisce un rappresentativo numero di società, prevalentemente di piccole e medie dimensioni ("PMI"), attive nei diversi settori manifatturieri, commerciali e dei servizi, che hanno in comune la scelta di aver aperto il proprio capitale a una pluralità di investitori e si sono quotate sul mercato azionario AIM Italia ("AIM"), regolato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("BIT").

1. Benefici dell'apertura del capitale sul mercato

Premettiamo che, a nostro avviso, la quotazione su un mercato azionario è, particolarmente nel contesto di una graduale transizione del sistema finanziario da *bank oriented* a *market oriented* che il nostro Paese deve percorrere, una caratteristica desiderabile e che la politica economica dovrebbe favorire.

Ciò, in quanto le società quotate:

- hanno **maggiori possibilità** di raccogliere capitali ai fini della crescita e quindi **di competere nei mercati internazionali**;
- sono generalmente più capitalizzate e, di conseguenza, più resilienti, così come avvenuto rispetto agli effetti della crisi finanziaria del 2007 e della conseguente recessione che ha avuto inizio nel 2009;
- rispettano **requisiti organizzativi e di corporate governance superiori** alle società chiuse;
- hanno **tassi di crescita notevolmente superiori** rispetto alle non quotate in termini di fatturato, investimenti e occupazione;
- hanno una **maggior redditività** e un incremento dei margini di profitti;
- hanno una maggiore qualità dei dati contabili e minore esposizione a fenomeni manipolativi delle rendicontazioni contabili (pratiche di *earnings management*), che si riflettono anche in una **chiara contribuzione fiscale**;
- sono sottoposte a **stringenti obblighi di trasparenza, ivi compresa la revisione di bilancio** da parte di soggetti vigilati.

2. Il mercato AIM Italia

Il mercato AIM Italia è nato nel 2009 e oggi **rappresenta circa il 35%⁽¹⁾ dell'intero listino di Piazza Affari per numero di società quotate**. Dal 2009 si sono quotate su AIM Italia 189 società, 16 sono passate al mercato MTA, ci sono state 12 OPA e 26 *delisting*.

(1) Il dato esclude il segmento Global Equity Market e il mercato MIV.



Al 1° luglio 2020 sono 128 le società quotate su tale mercato, la capitalizzazione complessiva è pari a 6,2 miliardi di euro, mentre quella media è di circa 48 milioni di euro.

Le società attraverso AIM Italia hanno raccolto circa 4,5 miliardi di euro per finanziare i loro progetti di sviluppo, di cui 3,7 miliardi di euro in IPO ⁽²⁾ e 0,8 miliardi di euro in aumenti di capitale successivi o emissione di titoli obbligazionari.

Il 93% delle IPO su AIM Italia è avvenuta tramite aumenti di capitale (OPS); solo il 7% ha previsto vendita di azioni di parte di soci esistenti (OPV). Nelle operazioni di IPO il flottante medio è pari al 29% (senza considerare le SPAC ⁽³⁾).

Nel 2020 ci sono state 3 IPO per una raccolta complessiva di 30,4 milioni di euro. Nel 2019 hanno avuto luogo 31 IPO per una raccolta complessiva di 206 milioni di euro, contro i 1,3 miliardi raccolti dalle 26 IPO del 2018, di cui tuttavia l'89% era costituito da raccolta effettuata dalle SPAC.

Il Mercato AIM Italia si rivolge in particolare alle PMI ⁽⁴⁾: le società quotate su AIM Italia hanno generato nel 2019 in media ricavi per 49,1 milioni di euro (+17% rispetto all'anno precedente) e hanno registrato un EBITDA ⁽⁵⁾ medio di 6,9 milioni di euro (+47% rispetto all'anno precedente), con un EBITDA margin medio ⁽⁶⁾ pari al 18,4%. Il 73% delle società quotate su AIM Italia ha riportato un risultato netto positivo nell'anno 2019. Quest'anno 20 società quotate su AIM Italia hanno distribuito dividendi per complessivi 58,7 milioni di euro, con un *dividend yield* medio del 2,5%.

Le società quotate su AIM Italia rappresentano il tessuto imprenditoriale italiano coprendo 11 differenti settori di attività ed essendo distribuite su 14 regioni italiane. La maggior parte delle società (21%) opera nei settori dell'industria, il 19% nell'ambito della *digital innovation*, il 14% nel settore dei servizi, il 13% in finanza e assicurazioni, il 10% nei *media*, il 7% nell'ambito della *green economy*, il 6% nei settori moda e lusso, il 5% nel farmaceutico/*biotech*, il 3% nell'agroalimentare, il 2% nel *real estate* e, infine, l'1% nell'*oil&gas*.

3. Alcune proposte per favorire l'accesso al mercato da parte delle PMI nell'attuale fase economica

La crisi in corso comporterà per molte PMI una drastica riduzione dell'attività, con contrazione del fatturato e rilevante rallentamento del ciclo attivo. Le misure previste dai diversi decreti succedutisi nel corso degli ultimi mesi in risposta all'emergenza sanitaria e, più in generale, l'approccio finora seguito nella politica di contrasto alla crisi sono fortemente incentrate sulla liquidità e, quindi, sulla concessione di finanziamenti garantiti.

⁽²⁾ Con l'espressione IPO (*Initial Public Offer*) si indica l'offerta iniziale di azioni di una società nel momento in cui accede al mercato azionario per la prima volta.

⁽³⁾ Con SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) si indicano veicoli societari inattivi che inizialmente raccolgono da investitori fondi liquidi e solo successivamente portano in quotazione una società operativa incorporandola. Si tratta di una modalità diversa dall'IPO per accedere al mercato azionario.

⁽⁴⁾ Secondo i criteri di classificazione previsti dalla Commissione Europea, in Italia si contano: (i) 5,5 milioni di microimprese, ovvero società con un fatturato inferiore a 2 milioni di euro e un numero di dipendenti inferiore a 104; (ii) circa 156 mila PMI, ovvero società con un fatturato compreso tra 2 e 50 milioni di euro e un numero di dipendenti superiore a 10 ed inferiore a 250; (iii) 748 grandi imprese, ovvero società con un fatturato maggiore a 50 milioni di euro e più di 250 dipendenti.

⁽⁵⁾ Con l'acronimo EBITDA (*Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) corrispondente all'italiano "Margine Operativo Lordo" si identifica una misura assoluta reddituale della gestione aziendale particolarmente significativa.

⁽⁶⁾ L'EBITDA margin è il rapporto tra l'EBITDA ed i ricavi ed è una misura relativa della redditività operativa di una azienda. Il dato è stato calcolato prendendo in considerazione solo le società che hanno riportato un EBITDA positivo.



In estrema sintesi, **ci si è finora prevalentemente concentrati sulla concessione di garanzie e di incentivi all'indebitamento delle imprese e non dell'equity**: tale approccio è condivisibile come misura d'urgenza, ma, a nostro avviso, rischia di essere inadeguato in un'ottica di ripresa nel medio termine e di aggravare lo strutturale squilibrio finanziario e la scarsa capitalizzazione che caratterizzano storicamente le imprese domestiche.

Per ovviare a tale situazione, è indispensabile assicurare alle PMI quante più possibili fonti di finanziamento alternative, affinché queste possano sostenere la propria crescita e **patrimonializzazione** nonché affrontare investimenti (anche rischiosi) senza incidere sulla leva finanziaria. La patrimonializzazione di una società definisce, tra l'altro, la sua capacità di indebitamento. In altri termini il capitale di rischio dovrebbe andare *pari passu* con un debito equilibrato e sano.

Quanto sopra è, peraltro, condiviso da molti autorevoli osservatori, basti qui ricordare il recente intervento di Assonime ⁽⁷⁾ e la testimonianza del Presidente della Consob Paolo Savona nella propria audizione presso codeste commissioni lo scorso 23 aprile 2020.

a. L'ipotesi di supporto pubblico a veicoli di investimento nelle PMI

Nel dibattito in corso sugli strumenti di politica economica nel contesto della crisi è maturato un consenso sulla necessità di fondi statali per investimenti diretti nelle imprese in difficoltà. Cassa Depositi e Prestiti ("CDP") viene spesso ritenuta il veicolo più adatto per canalizzare dette risorse, tenuto anche conto della pluriennale esperienza maturata dalla controllata Fondo Italiano di Investimento SGR S.p.A. ("FII").

È nostra opinione che parte di queste risorse dovrebbe essere destinata ad aziende di piccola media dimensione, attraverso la partecipazione a fondi, o altri intermediari finanziari (es. SICAF o SICAV), che potranno, con i fondi raccolti, acquisire le partecipazioni prevalentemente in aumento di capitale.

Solo un frazionamento delle risorse su un numero adeguato di gestori potrà garantire una robusta crescita dell'ecosistema nonché l'attenzione e il monitoraggio dell'investimento. Tale soluzione avrebbe, inoltre, l'indubbio pregio di evitare un ritorno non meditato dello Stato nelle imprese nonché il vantaggio di poter beneficiare della ripresa produttiva delle PMI oggetto degli investimenti in *equity*.

Questi investimenti potranno anche avvenire nel contesto di un accesso al mercato, condizione per aggregare alla raccolta di capitale investitori quali fondi pensione, assicurazioni e risparmi privati (incentivati fiscalmente tramite fondi PIR, PIR alternativi o ELTIF) ed aumentare quindi le masse disponibili.

Si tratta di una occasione per avvicinare un numero importante di società nazionali alla cultura del mercato con i vantaggi che abbiamo evidenziato in apertura.

Nei suoi tratti essenziali l'intervento dovrebbe quindi vedere come destinatari un limitato numero di operatori qualificati, selezionati da CDP o FII, che tramite strumenti di risparmio gestito vigilati (fondi/SICAF) intervengono in **operazioni di patrimonializzazione di imprese** che, a fronte della crisi, mantengono posizionamenti di mercato e prospettive di sviluppo.

Le quote sottoscritte con fondi pubblici potrebbero essere di tipo subordinato (sopportando prima le perdite) rispetto alle quote che il medesimo fondo può raccogliere da terzi, facilitando così la raccolta presso altri soggetti istituzionali.

(7) Cipolletta e S. Micossi, *Convertire i debiti in capitale di rischio*, Il Sole 24Ore, 21 aprile 2020.



Ovviamente l'intervento dovrà essere compatibile, soprattutto per quanto concerne le caratteristiche di prima perdita delle quote "statali", con il *Temporary Framework* sugli aiuti di Stato della Unione Europea ⁽⁸⁾.

b. Un maggiore intervento delle compagnie assicurative

Come noto, i principali investitori di lungo termine sul mercato azionario sono prevalentemente assicurazioni e fondi pensione, che, per loro natura possono mantenere in portafoglio i titoli per periodi coerenti con la durata delle proprie passività.

Attraverso un'analisi dei due settori, emerge come gli **investimenti nell'economia reale risultino marginali**. Le **assicurazioni** Italiane investono **meno del 5%** del patrimonio nel comparto azionario, mentre i **fondi pensione** dedicano **meno del 3%** delle risorse alle **azioni italiane**.

La Direttiva UE Solvency II, che ha come obiettivo di misurare i rischi complessivi delle assicurazioni, inclusi gli investimenti finanziari, consente di aumentare gli investimenti azionari di lungo periodo, riducendo gli accantonamenti di patrimonio richiesti ⁽⁹⁾. La Direttiva UE Solvency II è soggetta attualmente a revisione in sede UE anche al fine di incrementare in maniera significativa gli investimenti del comparto nelle PMI.

Il **comparto assicurativo italiano** vede investimenti finanziari, per l'anno 2018, per un totale di euro 842 miliardi e, in particolare, per euro **690 miliardi** escludendo le polizze Linked.

Le compagnie assicurative italiane, in misura maggiore rispetto a quelle dei principali Paesi UE (ad esclusione della Spagna), continuano a prediligere l'investimento in titoli a reddito fisso, in particolare in titoli di Stato italiani (circa 360 miliardi investiti in titoli di Stato o equipollenti nel 2018, circa l'82% è costituito da titoli dello Stato Italiano).

L'investimento in titoli azionari è ancora contenuto e si nota una spiccata preferenza per gli investimenti in società del settore finanziario/bancario ed assicurativo (87%), in misura meno rilevante nel settore immobiliare (5%) e ancor meno nel settore manifatturiero (3%).

Le compagnie assicurative italiane, nel 2019, hanno effettuato investimenti azionari (azioni quotate, fondi azionari e fondi di *private equity*) per circa euro 25 miliardi, con un'incidenza inferiore al **5% rispetto al patrimonio, contro il 20% della Francia, il 28% della Germania e il 29% del Regno Unito**.

c. I fondi pensione

Quanto ai fondi pensione vale segnalare che il 18% di cittadini dell'UE potrebbe essere a essere a rischio di povertà o a esclusione sociale in età avanzata, dal che consegue che l'adeguatezza del sistema pensionistico pensione è attualmente - e molto probabilmente lo rimarrà in futuro - un rilevante problema per gli Stati membri. Lo sviluppo demografico chiaramente indica una crescente necessità di dirigere il risparmio in strumenti finanziari che offrano potenzialmente ritorni maggiori nel lungo termine quali le PMI ad alto potenziali che fanno ricorso al mercato del capitale.

⁽⁸⁾ *Temporary framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak* - COM 2020/C 91 I/01, che consente agli Stati membri di adottare misure di sostegno all'economia in deroga alla disciplina ordinaria sugli aiuti di Stato.

⁽⁹⁾ In merito alle necessarie modifiche a Solvency II per incrementare gli investimenti in equity nelle PMI si veda il Report del 10 giugno 2020 dello *High-Level Forum on capital markets union*, in https://ec.europa.eu/info/publications/cmu-high-level-forum_en.



la Francia è il Paese che, in percentuale, effettua i maggiori investimenti diretti in titoli di capitale (40%), mentre la Germania registra il minimo (1,8%). **L'Italia si colloca al secondo posto con il 14,1%**, seguita da Spagna e UK.

L'Italia è al secondo posto per quanto concerne gli investimenti diretti in titoli di debito (40,9%), seconda solo alla Spagna.

I fondi pensione italiani sono già presenti in modo significativo sui mercati azionari, ma **prediligono investimenti esteri**. Gli investimenti diretti nelle imprese italiane sono marginali: prevalgono gli investimenti in titoli di Stato, mentre quelli nelle **imprese domestiche** rappresentano meno del **3% del patrimonio investito**.

La legge finanziaria 2020 estende le agevolazioni fiscali previste per i PIR a favore delle persone fisiche anche dei fondi pensione, con un limite massimo pari al 10% del patrimonio. L'incremento del peso dell'azionario domestico **dall'attuale 3% al 10%** comporterebbe un afflusso di capitale di rischio nei mercati borsistici per oltre 16 miliardi.

d. **Semplificazione delle disposizioni del codice civile**

Da ultimo una breve notazione circa le disposizioni civilistiche in tema di raccolta del capitale. È auspicato dalla scrivente che alcune disposizioni di cui al codice civile siano semplificate prevedendo che: (a) per gli aumenti di capitale delle società ammesse alle negoziazioni su MTF come AIM Italia possa essere escluso il diritto di opzione nei limiti del 20% del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni (v. art. 2441, cod. civ.); (b) l'invalidità della deliberazione di aumento del capitale non possa essere pronunciata dopo sia stata iscritta nel registro delle imprese l'attestazione che l'aumento è stato anche parzialmente eseguito (così come disposto per le società quotate sul mercato regolamentato dall'art. 2379, ter, cod. civ.).

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

vi ringraziamo per l'attenzione dedicata a quanto da noi illustrato e restiamo a disposizione per ogni eventuale approfondimento.

PAGINA BIANCA



18STC0197330