

## RELAZIONE DEL PRESIDENTE ANNO 2021

### L'attività di *lobbying* e i principali risultati ottenuti

Il 2020 sarà ricordato come *annus horribilis* per gli effetti devastanti della pandemia sulla salute, l'economia, il lavoro, l'organizzazione sociale, la capacità produttiva e la sostenibilità economico-finanziaria di interi settori economici/filiere/paesi. L'improvviso cambiamento di contesto ha richiesto un pronto adattamento e una ridefinizione del *modus operandi*, sia agli individui, sia ai soggetti economici più complessi.

Assosim ha affrontato il contesto pandemico prestando, senza soluzione di continuità, la sua attività consulenziale e di supporto operativo a favore delle associate tramite *webinar*, riunioni in audio/videoconferenza e la consueta attività consulenziale alle associate, di produzione documentale e di *advocacy*.

Parimenti, le associate hanno dato prova di grande resilienza, dimostrando solidità economico-finanziaria, adeguato presidio dei rischi e capacità di gestire un incremento sostenuto dei volumi, soprattutto con riferimento al *trading* dei clienti (generalmente attraverso piattaforme *on line*), cresciuto di circa l'80% rispetto allo stesso periodo del 2019<sup>1</sup> in uno scenario maggiormente volatile e rischioso.

COVID 19  
resilienza

Detto scenario ha preoccupato talune Autorità nazionali che, temendo fenomeni speculativi, hanno adottato misure restrittive circa l'assunzione/incremento di posizioni nette corte su azioni. Al riguardo, l'Associazione ha ottenuto dalla Consob, tramite una tempestiva e proficua interlocuzione con gli uffici dell'Autorità stessa, numerosi interventi chiarificatori circa le misure restrittive introdotte con Delibera di marzo 2020 e, soprattutto, ha fortemente sostenuto e ottenuto la revoca anticipata al 18 maggio 2020 di tali restrizioni, che nell'intenzione dell'Autorità sarebbero dovute rimanere in vigore fino al 18 giugno 2020.

Alla salvaguardia del settore finanziario dai devastanti effetti economici della pandemia sono state orientate diverse iniziative intraprese dalle istituzioni UE, sostanzialmente volte a ridurre gli oneri per l'industria e a semplificare i relativi processi. Quella più rilevante è stata sicuramente il c.d. *Capital Markets Recovery Package* (CMRP), recante misure volte a supportare la liquidità dei mercati dei capitali e a promuovere l'accesso agli stessi. Tra queste, grande rilevanza assumono le modifiche apportate alla Direttiva MiFID II (attraverso il c.d. intervento di *Quick-fix* - Direttiva 2021/338) e alla disciplina prospetti.

Tali modifiche sono state accolte con favore da Assosim, giacché con esse il legislatore UE ha recepito le istanze associative miranti alla revisione della disciplina in un'ottica di semplificazione e proporzionalità. Di fatti, il *Quick-fix* prevede, in via principale (i) l'introduzione di deroghe al regime della *product governance* nei rapporti con controparti qualificate, (ii) il superamento (a determinate condizioni) del supporto cartaceo per l'informativa alla clientela, (iii) la disapplicazione di taluni obblighi (ad esempio, informativa *costs&charges* e rendicontazione periodica) nei confronti di clienti professionali e controparti qualificate. Al momento, Assosim ha avviato, congiuntamente alle altre associazioni di settore, un'interlocuzione con il MEF al fine di promuovere la tempestiva

MiFID 2  
QUICK  
FIX

---

<sup>1</sup> Cfr. elaborazioni Assosim per Il Sole24Ore sulle operazioni per conto terzi concluse a Piazza Affari (con articoli in data [20 maggio 2020](#), [25 luglio 2020](#) e [22 gennaio 2021](#)).

attuazione della nuova Direttiva e dar modo agli intermediari di adeguare processi/contrattualistica in anticipo rispetto all'applicazione del nuovo regime.

Il *Quick-fix* è altresì intervenuto sul regime della ricerca finanziaria, consentendo il *bundling* per le commissioni relative alle ricerche aventi a oggetto emittenti che capitalizzano meno di un miliardo. L'intervento al riguardo operato dal legislatore unionale è, a giudizio di Assosim, del tutto insoddisfacente. Ciò, non solo in quanto viene in tal modo introdotto un doppio binario destinato a complicare ulteriormente, per gli investitori istituzionali, la gestione della remunerazione della ricerca. Ma soprattutto in quanto lo scarso interesse del mercato per le ricerche su tale tipologia di emittenti non può essere in alcun modo ricondotto alle modalità di remunerazione delle stesse. Da tempo, ormai, l'Associazione continua a sostenere l'opportunità di un intervento di più ampio respiro che, oltre a eliminare l'*unbundling* in via generale, preveda incentivi dal lato dell'offerta di ricerca sulle PMI, tramite, ad esempio, la defiscalizzazione del relativo costo e la contestuale introduzione di un obbligo di *corporate broker* per queste società.

Ricerca  
finanziaria

Per quanto concerne l'intervento del CMRP in tema prospetti, Assosim avrebbe ritenuto opportuno rendere strutturali e, pertanto, non soggette alla scadenza del 31 dicembre 2022, le semplificazioni introdotte al fine di rendere agevole la redazione, comprensione e approvazione del c.d. *recovery prospectus*. L'Associazione ha invece accolto positivamente l'innalzamento della soglia di esenzione dall'obbligo di prospetto per le emissioni di strumenti *non-equity* da parte delle banche, reputandola in linea con lo spirito e gli obiettivi del pacchetto di misure in commento.

Recovery  
prospectus

Sul fronte degli interventi adottati a livello nazionale per supportare l'attività degli intermediari in tempo di pandemia, Assosim si è spesa in diverse iniziative -dall'esito favorevole- che hanno portato, tra le altre cose, (i) all'estensione delle modalità semplificate di sottoscrizione dei contratti bancari previste dal c.d. Decreto Liquidità anche ai contratti aventi ad oggetto la prestazione di servizi di investimento, (ii) all'estensione temporale delle modalità telematiche di svolgimento delle assemblee societarie introdotte dal c.d. Decreto Cura Italia; (iii) al rinvio del versamento degli oneri annuali dovuti alle Autorità di vigilanza e alla proroga delle scadenze di vari obblighi a carico degli intermediari nei confronti delle Autorità stesse.

Semplificazione  
...

Rimanendo in tema di semplificazione, il nuovo regime prudenziale per le imprese di investimento (IFD/IFR) ha definito requisiti patrimoniali, nonché disposizioni di *governance* e remunerazioni *ad hoc* per le Sim, al fine di tener conto delle peculiarità dell'attività da queste svolta rispetto al tipico *business* bancario/creditizio. A tal riguardo, l'Associazione ha instaurato un proficuo dialogo con gli uffici di Banca d'Italia al fine di supportare le Sim associate nella corretta implementazione delle nuove disposizioni in vista del 26 giugno p.v., data di applicazione del nuovo regime.

...e nuovo  
regime  
prudenziale  
per le Sim

Il 2020 è stato caratterizzato da iniziative associative anche in campo fiscale a supporto del tessuto industriale italiano e, in particolare, delle piccole e medie imprese, le cui prospettive di sviluppo sono state fortemente ridimensionate dalla pandemia. In primo luogo, l'Agenzia delle Entrate ha accolto la tesi di Assosim secondo la quale l'equiparazione ai fini fiscali fra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) non comporta la decadenza dalle agevolazioni fiscali a favore dei contribuenti persone fisiche/giuridiche che investano nel capitale delle PMI innovative. Conseguentemente, le PMI potranno mantenere

Interventi in  
ambito fiscale

detto carattere innovativo anche se le loro azioni sono negoziate su un MTF. In secondo luogo, Assosim ha sostenuto la proposta avanzata da Assogestioni di introdurre una nuova tipologia di PIR, c.d. alternativi, recepita poi nell'art.136 del "Decreto Rilancio", trattandosi di misura utile a incentivare l'afflusso di risorse finanziarie a sostegno delle imprese e della crescita economica. Nell'ambito del c.d. decreto "Agosto" è stata poi accolta la proposta dell'Associazione di innalzare il *plafond* annuo per i PIR alternativi da 150.000 a 300.000 euro. Un'ulteriore proposta di Assosim che ha trovato accoglimento da parte del Governo ha riguardato la proroga, per il momento solo fino al 31 dicembre di quest'anno, degli incentivi alla quotazione delle PMI nei mercati regolamentati e MTF. In una recente audizione tenuta di fronte alla X Commissione della Camera, l'Associazione ha ribadito la sua proposta di rendere anche tale incentivo strutturale.

Rimanendo in tema di piccole e medie imprese, Assosim ha altresì seguito attivamente le modifiche normative di cui al Reg. (UE) 2019/2115 volte a promuovere l'uso dei mercati di crescita per le PMI seguendo un principio di semplificazione e proporzionalità. Dette modifiche hanno riguardato la revisione degli obblighi imposti dal MAR e, in tale ambito, Assosim ha dialogato con l'ESMA per giungere all'adozione di *Regulatory Technical Standard* per l'elaborazione di un contratto standard di liquidità a disposizione di emittenti e *liquidity provider*, nonché di *Implementing Technical Standard* ESMA per l'introduzione di un formato semplificato dell'elenco di persone aventi accesso a informazioni privilegiate.

*Mercati per la  
 crescita*

Il 2020 sarà ricordato -oltre che per il Covid- anche come l'anno che ha segnato l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, con una intesa raggiunta *in extremis* che ha scongiurato il temuto *no-deal*. Tuttavia, come noto, l'accordo non contiene previsioni specifiche per la prestazione dei servizi di investimento e, pertanto, l'assetto dei rapporti con UK risulta, quantomeno per il momento, regolato dalle norme MiFID II/MiFIR che disciplinano la prestazione di servizi da parte di intermediari stabiliti in paesi terzi (non-UE) con i quali non sia intervenuto un giudizio di equivalenza da parte della Commissione Europea.

*Brexit*

Il quadro regolamentare ha permesso comunque di addivenire a una uscita "ordinata" del Regno Unito, anche se permangono diversi profili meritevoli di attenzione, tra cui quello della competitività delle succursali UK di intermediari UE, essendo le stesse tenute a osservare gli obblighi di negoziazione di cui alla MiFIR secondo termini più rigorosi rispetto ai *competitor* UK. Di fatti, tali succursali devono rispettare la *share trading obligation* e la *derivatives trading obligation* e, pertanto, negoziare rispettivamente azioni e derivati *eligible* in una *venue* UE, anche quando quest'ultima non sia la sede più liquida per lo strumento finanziario.

Nel contesto Brexit, si colloca peraltro l'operazione London Stock Exchange-Refinitiv che ha comportato, a sua volta, la (non ancora finalizzata) acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext. Assosim ha sin dal principio richiamato a gran voce la necessità di un coinvolgimento di tutti gli *stakeholders*, considerato che la società *target* e le altre società del gruppo Borsa costituiscono l'infrastruttura di riferimento del mercato italiano dei capitali, fondamentale per il finanziamento delle piccole e medie imprese e per la gestione del debito pubblico. L'Associazione ha tra l'altro pubblicato una lettera aperta sul Sole24ore, nella quale ha evidenziato alcuni punti chiave della prospettata integrazione e ha richiamato l'attenzione sulla necessità di salvaguardare le eccellenze italiane e la capacità del mercato di finanziare lo sviluppo industriale. Assosim ha fin da subito instaurato un dialogo con il futuro acquirente, che si è reso tra l'altro disponibile ad avviare con l'Associazione e i suoi

*Euronext*

membri, non appena l'operazione sarà definitiva, tavoli di lavoro sui temi più rilevanti dell'integrazione (i.e. *listing*, microstruttura, *pricing*, etc.). Sempre in ottica di salvaguardia del tessuto industriale italiano, Assosim ha chiesto a Euronext di preservare il *private market* di Elite Sim, relativamente al quale l'Associazione -grazie a un'intensa attività di *lobbying*- ha ottenuto nei primi mesi del 2020 una sostanziale revisione dello schema di funzionamento con l'adozione di un modello incentrato sugli intermediari.

Elite Private  
Market

Tra i temi oggetto di futuro confronto con Euronext-Borsa ci sarà sicuramente quello dei costi di negoziazione. In tale ambito, particolare attenzione sarà posta alla componente di costo riferibile ai *market data* che, negli ultimi anni, ha fatto registrare un incremento significativo in ambito UE ed extra-UE, in un contesto caratterizzato dal potere di mercato dei *data provider* (tra cui le sedi di negoziazione). Dal punto di vista normativo, il criterio RCB (*reasonable commercial basis*) previsto dalla MiFID II per la fornitura dei dati di mercato non è stato di concreto ausilio, essendo troppo generico e dai contorni non definiti; inoltre, l'*enforcement* è stato insufficiente. Assosim ha condotto un'attività di *lobbying* e sensibilizzazione sul tema collaborando, anche con altre associazioni estere, alla definizione di una posizione comune riflessa nelle risposte alle recenti consultazioni in materia (Commissione europea, ESMA, IOSCO).

Market data

L'aumento dei costi di negoziazione in generale ha ridotto la redditività dell'attività di *trading* -gravata anche da elevati costi di *compliance*- soprattutto per gli intermediari italiani non globali che non possono sfruttare le economie di scala tipiche degli operatori di maggiori dimensioni. Dalle analisi Assosim sul tema è emerso chiaramente che nel tempo è aumentato il divario tra la quota di mercato detenuta dagli intermediari italiani e quella degli intermediari esteri. L'Associazione ha infatti stimato che nel 2009, sul mercato MTA, gli intermediari italiani detenevano una quota di mercato per controvalori scambiati del 48,83% rispetto al 51,17% degli intermediari esteri. Nel 2020, la quota di mercato degli intermediari italiani era del 25,04% rispetto al 74,96% degli intermediari esteri.

Peso  
intermediari  
italiani - MTA

I costi del *trading* saranno impattati anche dall'entrata in vigore delle disposizioni CSDR in materia di *settlement discipline*, con particolare riferimento al *buy-in*. Tale entrata in vigore è stata posticipata al 1° febbraio 2022 in considerazione delle criticità segnalate dall'industria circa la necessità di finalizzare gli opportuni adeguamenti, anche IT, nel contesto pandemico. Il posticipo -pur accolto favorevolmente dall'Associazione- dovrebbe tuttavia raccordarsi con la *review* generale della CSDR prevista nel corso del 2022, con riferimento alla quale l'industria finanziaria europea (ivi inclusa Assosim) ha proposto un cambiamento radicale di approccio, con il passaggio dal *buy-in* obbligatorio a quello volontario. Pertanto, in una recente lettera a Commissione UE ed ESMA, Assosim e altre associazioni hanno rappresentato l'inopportunità di un *go-live* della *settlement discipline* tra poco meno di un anno, pendente una revisione disciplinare così significativa, pena il rischio di una implementazione suscettibile di essere modificata di lì a poco in maniera sostanziale.

Settlement  
discipline

Sul fronte dei costi di *compliance*, importanti risultati associativi hanno riguardato la materia dell'antiriciclaggio. In particolare, l'Associazione ha chiesto a Banca d'Italia di delimitare il perimetro di applicazione del disposto di cui alla Parte VI delle "Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo", che stabilisce obblighi di adeguata verifica in capo a un intermediario che offra

AML

“servizi e attività di investimento o di gestione collettiva del risparmio per il tramite di un altro intermediario bancario o finanziario che opera nell’interesse di propri clienti”. In particolare, Assosim ha chiesto e ottenuto –al termine di un lungo confronto– un significativo ridimensionamento dell’ambito di applicazione alle sole ipotesi in cui si possa ravvisare un rapporto “trilaterale”, ovvero (i) nell’ambito di servizi esecutivi, quando il destinatario controparte offra servizi e attività di investimento o di gestione collettiva del risparmio per il tramite dell’intermediario committente e (ii) nell’ambito di una gestione, solo quando l’intermediario (committente) riceva istruzioni specifiche da un investitore sottostante. Alla fine del 2020 è stata poi avviata (ed è tuttora in corso) una seconda importante iniziativa sul tema delle modalità di identificazione dei clienti, in quanto, con le sopracitate Disposizioni, Banca d’Italia ha introdotto un obbligo di raccolta dei dati identificativi anche per clienti a basso rischio. L’inasprimento degli obblighi, che sembra non aver interessato gli altri paesi UE, ha determinato rilevanti difficoltà in capo agli operatori italiani, che si sono visti rifiutare dai clienti-intermediari esteri la comunicazione dei dati identificativi richiesti, sollevando ragioni di *privacy* e/o di assenza di analoghe disposizioni nello Stato UE di provenienza.

In ottica di semplificazione e riduzione degli oneri per l’industria, si colloca l’iniziativa associativa volta a promuovere la revisione da parte di Consob della disciplina in materia di conoscenza e competenza del personale degli intermediari. In particolare, accogliendo l’istanza di revisione, l’Autorità ha recepito l’invito ad aderire maggiormente al dettato della normativa europea, prevedendo una più ampia autonomia dell’intermediario nella valutazione delle esigenze di sviluppo e formazione del personale. Assosim ha inoltre avviato attività propedeutiche alla elaborazione di linee guida che individuino adeguati e omogenei *modus operandi* nell’applicazione della normativa, così come suggerito dalla stessa Autorità.

K&C

L’Associazione ha inoltre seguito con interesse l’evoluzione giurisprudenziale su temi di *investor protection*. Degna di nota al riguardo la ormai nota sentenza della Cassazione Sezioni Unite n. 8770 del 12 maggio scorso in materia di operazioni in derivati di tasso di interesse concluse da enti locali e, in particolare, la statuizione ivi contenuta in merito alla necessità (pena la nullità del contratto) di indicare al cliente, tra l’altro, i c.d. scenari probabilistici. A tal riguardo, Assosim ha in corso approfondimenti circa la portata e i riflessi del principio espresso dalla Suprema Corte -potenzialmente di grande impatto per l’industria finanziaria-, anche al fine di comprendere l’approccio corretto da seguire in futuro in mancanza di una previsione di legge/di regolamento che obblighi gli intermediari a dare *disclosure* ai clienti di scenari probabilistici (che differiscono dai *performance scenario* di cui alla normativa PRIIPS).

Scenari  
probabilistici

Per quanto concerne il 2021, nei mesi a venire Assosim si dedicherà, *inter alia*, ad approfondire un tema di normativa *privacy* particolarmente critico per le associate. In particolare, a tre anni dall’entrata in vigore del GDPR, destano particolare preoccupazione la corretta allocazione della figura del *Data Protection Officer* e i possibili conflitti di interesse rispetto ad altri ruoli ricoperti in azienda dal soggetto prescelto. L’Associazione intende pertanto ricostruire, con l’ausilio degli associati, il quadro delle scelte di allocazione più diffusamente adottate e valutare l’opportunità di avviare un’interlocuzione con il Garante per la protezione dei dati personali, per fare chiarezza sulle casistiche che possano considerarsi rispondenti al dettato normativo e insieme contemperare le crescenti esigenze di proporzionalità.

Privacy

Sempre nel corso del 2021, l'implementazione del significativo filone della normativa *Environmental, Social&Governance* (ESG) costituirà una delle maggiori sfide che l'Associazione e i suoi membri si troveranno ad affrontare. Il panorama attuale vede gli intermediari destinatari, dal mese di marzo, della SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) che si pone l'obiettivo di rafforzare la protezione degli investitori prevedendo per i "partecipanti al mercato" (tra cui i gestori) e i "consulenti" obblighi di *disclosure* sui fattori di sostenibilità sia a livello di *entity* sia a livello di prodotto. Nei mesi a venire il quadro sarà completato con l'entrata in vigore del *Taxonomy Regulation* (recante criteri per individuare le c.d. "attività sostenibili") e con la definizione delle modifiche agli atti delegati dei regimi MiFID II e IDD con cui verrà richiesto agli intermediari di tenere conto delle preferenze della clientela per i fattori ESG anche in relazione alla valutazione di adeguatezza e alla *product governance*.

*Sustainable  
finance*

Ulteriore filone che vedrà l'Associazione impegnata nei mesi a venire sarà quello della revisione generale dell'impianto MiFID II/MiFIR, avviata già nel 2020 attraverso numerose consultazioni a cui l'Associazione ha partecipato. In tali occasioni Assosim ha costantemente segnalato la necessità che il processo di *review* sia impostato secondo principi di semplificazione, standardizzazione e proporzionalità. L'Associazione ha poi sottolineato la necessità di mantenere invariate le "regole del gioco" allorquando le proposte di modifica avanzate -come, ad esempio, quelle volte a parificare, per alcuni aspetti, gli internalizzatori sistematici alle *trading venue*- rischierebbero di mutare pesantemente l'assetto su cui gli operatori hanno finora fatto affidamento e impostato le relative scelte di *business* e di allocazione di risorse.

*MiFID Review*

Milano, 21 aprile 2021