

ASSOSIM

ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERMEDIARI MOBILIARI

RELAZIONE ANNUALE DEL PRESIDENTE

Dott. Michele Calzolari

ALL'ASSEMBLEA DEGLI ASSOCIATI

ESERCIZIO 2008

29 aprile 2009

Piazza Borromeo, 1 – Milano

# INDICE

<b>Executive summary</b>	<b>Pag. 3</b>
<b>1. Evoluzione del settore mobiliare nel 2008</b>	<b>Pag. 6</b>
1.1. Il mercato finanziario	
<b>2. Attività e struttura dell'Associazione</b>	<b>Pag. 8</b>
2.1. Le società Associate/Aderenti	
2.2. La rassegna stampa	
2.3. La struttura dell'Associazione	
2.4. L'attività delle Aree di consulenza	
2.5. Gruppi di lavoro, Corsi di formazione e Convegni	
<b>3. Ringraziamenti</b>	<b>Pag. 17</b>

## EXECUTIVE SUMMARY

Particolarmente intensa è risultata l'attività svolta da ASSOSIM nell'anno in cui ha cominciato a manifestarsi in tutta la sua virulenza una crisi che, nata sui mercati finanziari, si va ora diffondendo, in tutto il mondo, all'economia reale. Anche in relazione a tale crisi, l'Associazione non ha fatto mancare la sua collaborazione alle autorità di vigilanza per coordinare lo sforzo degli operatori di settore nel cercare di fare chiarezza, sia sui rischi originatisi da situazioni di dissesto finanziario degli intermediari finanziari (fortunatamente solo esteri), sia sugli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento (anche italiano) a tutela dei diritti dei piccoli risparmiatori e investitori. Per ragioni che si sono attribuite a varie cause (da parte dei detrattori anche alla scarsa evoluzione del sistema finanziario italiano!), gli operatori nazionali hanno peraltro dato segnali di una capacità di far fronte alla crisi in atto ben superiore a quella degli intermediari localizzati in molti altri dei paesi a c.d. economia avanzata. Tradizionalmente non inclini ad assumere provvedimenti di intervento diretto nella gestione aziendale dei soggetti vigilati –quali quelli che hanno portato, in almeno un caso estremo, addirittura alla messa al bando di quegli strumenti di alta ingegneria finanziaria oggi demonizzati- le autorità italiane hanno saputo vigilare negli anni passati sulla struttura patrimoniale degli intermediari nazionali e diffondere tra questi una sana cultura prudentiale, che ha fatto sì che (almeno sino ad ora) non sia stato necessario da parte dello Stato intervenire in aiuto di nessun intermediario ricorrendo ai contribuenti. Incisiva, peraltro, è risultata l'attività dell'Associazione nel 2008 su vari fronti: nel settore fiscale, nei rapporti con le autorità di vigilanza e, non ultimo, con Borsa Italiana.

In ambito fiscale, importanti risultati sono stati raggiunti da ASSOSIM nel 2008, sia per quanto attiene alle modifiche apportate dal legislatore al quadro normativo primario, sia in relazione all'interpretazione autentica, ad opera dell'Agenzia delle Entrate, di alcune disposizioni in questo contenute. Sotto il primo aspetto, l'anno si è aperto con l'abolizione della tassa sui contratti conclusi fuori borsa: nel corso di varie audizioni tenutesi negli anni precedenti alla Camera ed al Senato, così come nell'ambito di varie missive indirizzate alle autorità di Governo, ASSOSIM aveva sottolineato l'incompatibilità di tale tassa con l'obiettivo, perseguito dalla MiFID, di stabilire pari condizioni concorrenziali tra le sedi di negoziazione. Un risultato ancora più importante è da ritenersi, peraltro, quello ottenuto con l'emanazione della Risoluzione 343/2008 con la quale l'Agenzia delle Entrate, il 4 agosto 2008, ha sostanzialmente accolto le tesi a questa sottoposte da ASSOSIM, sancendo l'esenzione ai fini IVA della consulenza finanziaria. Esenzione che, a stretto rigor di logica, dovrebbe trovare applicazione anche alla ricerca finanziaria. Rimanendo in tema di ricerca finanziaria, sicuramente di primario rilievo, per gli intermediari associati, le conclusioni cui è infine giunta la Consob in una Comunicazione al riguardo pubblicata nelle prime settimane di quest'anno. Dopo ampio e approfondito dibattito tra ASSOSIM e le istituzioni di vigilanza, è stata infine riconosciuta la conformità alla disciplina della best execution e a quella degli incentivi della ricerca finanziaria “non diversamente remunerata rispetto alle commissioni di negoziazione” (ovvero anche, come si suol dire in inglese, della ricerca finanziaria “bundled”).

Non altrettanto soddisfacenti i risultati ottenuti, invece, in relazione all'altro tema che ha dominato il dibattito normativo sugli intermediari nella seconda metà dell'anno scorso, ovverosia quello dei prodotti finanziari illiquidi. Indubbiamente, hanno al riguardo pesato il ruolo avuto, sulla crisi finanziaria in atto, da tali strumenti. Strumenti che, nel gergo che si è al riguardo sviluppato, sono stati anche definiti “tossici”, con il rischio che si possano confondere, da parte dell'investitore con minore cultura finanziaria, da un lato, i profili di rischio connessi a prodotti finanziari per i quali mancano -il più delle volte per una precisa scelta dell'emittente (e da questi specificatamente remunerata)- mercati secondari liquidi e trasparenti e, dall'altro lato, titoli tossici perché incorporano esposizioni nei confronti di

soggetti (terzi rispetto all'emittente) la cui solvibilità è ormai più che dubbia. Sarebbe forse stato opportuno distinguere, tra la generalità dei titoli illiquidi, le obbligazioni (eventualmente anche strutturate) a restituzione del capitale (e a volte anche di quota parte degli interessi) garantita ed emessi da banche dietro pubblicazione di un regolare prospetto. Ad ogni buon conto, nel documento finale pubblicato a metà marzo, la Consob ha invitato le Associazioni di categoria ad emanare linee guida per conferire maggiore certezza giuridica in relazione ad una disciplina che, nonostante gli sforzi al riguardo compiuti dalle Autorità di settore, continua a rimanere di difficile applicazione per intermediari non avvezzi ad una regolamentazione per principi, di matrice anglosassone, quale quella oggi vigente nel settore a seguito del recepimento della MiFID. In tal senso il lavoro intrapreso nelle ultime settimane da ASSOSIM insieme ad ABI, Ania e Assoreti, le quali, accogliendo l'invito dell'autorità di vigilanza, contano di giungere alla pubblicazione di tali linee guida prima dell'estate. Sempre in tema di certezza giuridica, volendo solo menzionare qualcun altro degli importanti lavori condotti nel 2008 e che hanno visto come controparte di ASSOSIM la Consob, sicuramente degni di nota sono stati l'avvio della validazione delle linee guida predisposte da ASSOSIM su varie tematiche connesse alla disciplina degli intermediari, nonché il riconoscimento, sempre su istanza di ASSOSIM, dell'attività di liquidity provider quale prassi di mercato ammessa. Per chiudere sulla disciplina degli intermediari, degno di particolare menzione l'intervento di ASSOSIM nell'ultimo trimestre dello scorso anno, che ha portato la Consob a modificare, con decorrenza primo gennaio 2009, la disciplina delle vendite allo scoperto, fino ad allora molto più stringente di quella vigente negli altri paesi dell'Unione Europea. Sono infatti da attribuire direttamente all'attività di lobbying di ASSOSIM la limitazione del divieto alle sole azioni emesse da istituzioni finanziarie e da emittenti che abbiano in corso operazioni sul capitale, così come l'esenzione dal divieto anche per l'attività posta in essere dai market maker fuori dai mercati regolamentati e la possibilità per i securities lenders di richiamare i titoli dati in prestito anche successivamente alla loro vendita. In relazione all'alleanza tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange, ASSOSIM aveva fin da subito sottolineato alla Consob il rischio che da un'eventuale fusione per incorporazione della società di gestione dei mercati italiani in quella inglese potesse derivare un'attrazione, nel diritto anglosassone, delle attività a maggior valore aggiunto per la piazza finanziaria italiana, ovvero di tutte quelle attività connesse al listing, poste in essere non solo dagli intermediari negozianti, ma anche da tutta una serie di professionisti che gravitano intorno alle attività di c.d. mercato primario: consulenti, studi legali, società di rating, analisti finanziari, sponsor, ecc.. Tali preoccupazioni sono state fatte proprie dal Presidente della Consob nel Discorso al mercato, pronunciato il 14 luglio scorso. In detta occasione, il Prof. Cardia ha paventato la possibilità che, in una tale evenienza, la Consob possa avocare a sé il potere di ammissione alla quotazione, oggi demandato alla società di gestione dei mercati. Ancora in relazione all'alleanza tra la società di gestione dei mercati italiani e quella dei mercati inglesi, dopo una lunga trattativa ASSOSIM è riuscite a ricomporre una controversia che vedeva contrapposti gli intermediari italiani a Borsa Italiana e a Cassa di Compensazione e Garanzia. A seguito, infatti, dell'adozione da parte di tali ultime dell'esercizio sociale delle consorelle inglesi (1° aprile/31 marzo in luogo del previgente 1° gennaio/31 dicembre), i membri dei mercati italiani si erano visti azzerare per una seconda volta, nel corso del 2008, il contatore dei contratti fatturabili, con conseguente doppia applicazione, alle transazioni eseguite sui mercati di Borsa, dell'aliquota commissionale massima, relativa al primo scaglione di contratti. Al fine di rinsaldare i già ottimi rapporti esistenti con gli intermediari italiani, grazie all'intervento di ASSOSIM il Gruppo Borsa Italiana/LSE ha infine ristornato ai propri membri la quasi totalità delle maggiori commissioni da questi pagate a causa dell'adeguamento contabile menzionato. Si auspica che ad un accordo analogamente soddisfacente si possa giungere quanto prima con Borsa Italiana anche in

relazione al problema della latenza degli ordini di borsa, che viene a discriminare, in termini di velocità di accesso al mercato, l'operatività degli intermediari italiani rispetto a quella dei loro competitor esteri. A tal riguardo, si sta ipotizzando di ospitare nei locali di mercato, ubicati a Londra, i software necessari agli intermediari italiani per operare in modalità algoritmica sui mercati italiani. Considerato che la migrazione delle infrastrutture di mercato su un terminale situato a Londra è stata assunta unilateralmente dal Gruppo Borsa/LSE, ASSOSIM auspica che questo si faccia carico di ogni costo derivante da tale scelta, ivi incluso, appunto, quello connesso all'hosting del software in parola.

Per chiudere con Borsa, è d'obbligo citare l'iniziativa da questa recentemente intrapresa insieme ad ASSOSIM per portare un aiuto alle popolazioni recentemente colpite dal terremoto in Abruzzo. È in corso una raccolta di fondi che vede impegnate pariteticamente entrambe le istituzioni e alla quale si spera vorranno aderire tutti gli intermediari associati ad ASSOSIM e le società Aderenti.

Passando ai dati di bilancio, l'anno si chiude con un avanzo di gestione di 225.165 euro.

Pressoché stabili, rispetto al 2007, le Entrate relative alle quote pagate dagli associati. A queste si sono peraltro venute ad aggiungere, per la prima volta a partire dal 2008, le quote associative delle società aderenti (società di consulenza, informatiche e studi legali), le quali, oltre a fornire un rilevante apporto di conoscenze nell'ambito soprattutto dei gruppi di lavoro ASSOSIM, hanno altresì complessivamente contribuito alla copertura dei costi dell'associazione per circa 78.000 euro. Sempre a partire dal 2008, tra le entrate cominciano ad avere un peso significativo i proventi connessi ai servizi di transaction reporting e post-trade transparency forniti da ASSOSIM agli intermediari negozianti, anche non associati. In linea con gli ultimi due esercizi, i proventi connessi all'attività di formazione; più proficua rispetto al passato è risultata invece la gestione finanziaria: l'utilizzo di PCT, associata ad una più accurata gestione della liquidità, ha consentito di aumentare sostanzialmente tale posta, nonostante la discesa dei tassi di interesse di mercato. Le Uscite sono viceversa rimaste sostanzialmente in linea con quelle dell'anno precedente, anche senza escludere la voce connessa ai già menzionati servizi di transaction reporting e post-trade transparency, forniti da ASSOSIM tramite un provider esterno, un'altra delle società aderenti all'Associazione. Tra le altre voci di costo da menzionare, quelle relative alle consulenze ricevute: su queste, infatti, hanno pesato, relativamente, i costi legali connessi al contenzioso già menzionato con Borsa e CC&G, e che ha fatto sì che queste ultime ristornassero ai propri membri circa 5 milioni di euro di commissioni di negoziazione. È necessario, per concludere, fare un cenno alle spese connesse alla ristrutturazione della sede sociale. Lungi dal voler rappresentare un'operazione di mera facciata, si è ritenuto di realizzare una sala convegni in grado di ospitare oltre cento persone, in modo da poter accogliere più degnamente i gruppi di lavoro di ASSOSIM e, soprattutto, nell'intenzione, per il futuro, di organizzare corsi di formazione in numero sempre maggiore. La sala, situata nel pieno centro di Milano, potrà inoltre essere messa da ASSOSIM a disposizione dei propri Associati ed Aderenti che lo richiederanno. È necessario sottolineare, al riguardo, che tale ristrutturazione è stata realizzata ad un costo medio inferiore a 450 euro al metro quadrato e che, in virtù di un accordo raggiunto con la proprietà dell'immobile, tali costi saranno pressoché totalmente recuperati da ASSOSIM in occasione del prossimo rinnovo del contratto di locazione: in tale occasione sarà infatti previsto uno sconto sul canone per un importo dal 20 al 30% dei prezzi di mercato. Un ringraziamento particolare va ai dipendenti dell'Associazione e degli Associati tutti che hanno prestato la loro attività nell'ambito dei vari gruppi di lavoro di ASSOSIM, ai membri del Comitato Direttivo e del Collegio dei Revisori, ma soprattutto agli studi legali e alle società di software e consulenza aderenti, che hanno messo le loro conoscenze e capacità professionali al servizio dell'Associazione, fornendo un contributo essenziale in relazione alla totalità delle attività sopra menzionate.

## 1. EVOLUZIONE DEL SETTORE MOBILIARE NEL 2008

### 1.1 Il mercato finanziario.

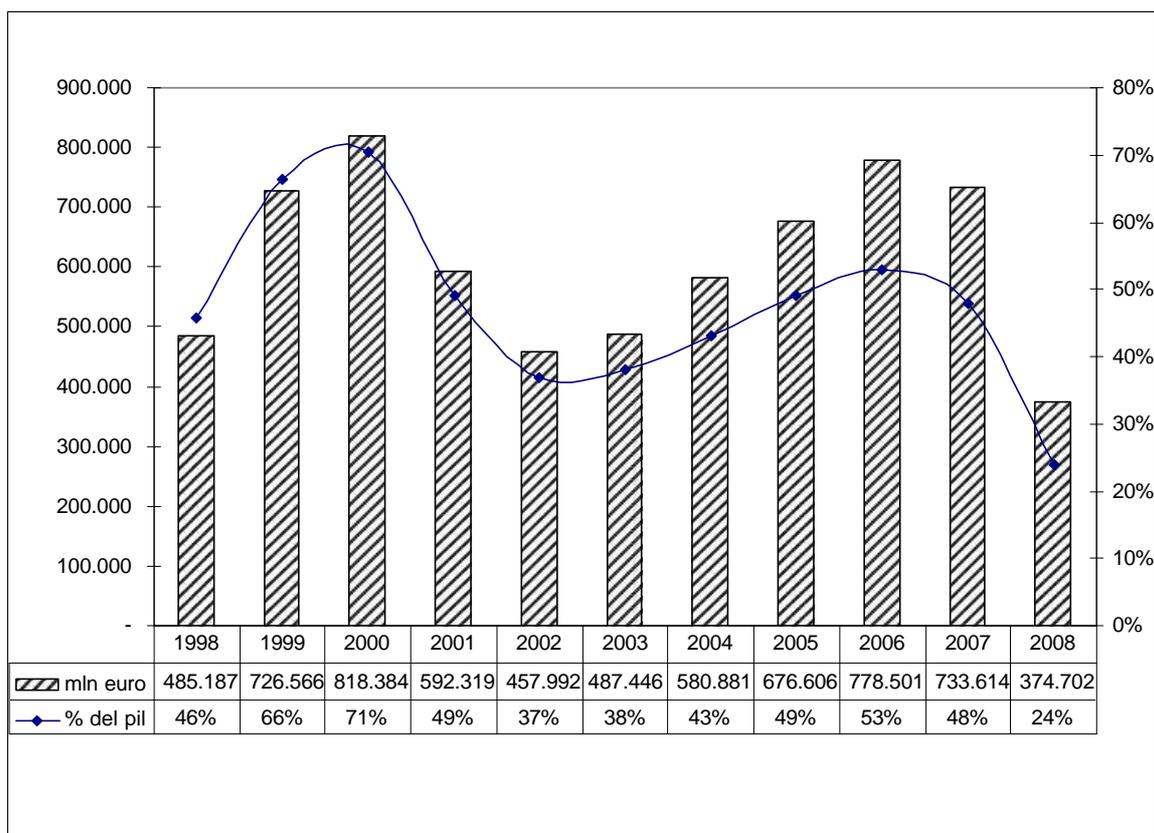
L'indice **Mib** ha chiuso l'anno con una flessione del 48,74% a 14.623; negativo anche l'andamento degli indici continui con il **Mibtel** a -48,66%, l'**S&P/Mib** a -49,53%, il **Midex** a -52,39%.

Stesso andamento per l'**All Star**, l'indice per le *mid-small caps* di qualità, -40,47% ed il **Mex**, l'indice del Mercato Expandi, che ha chiuso con una perdita del 40,56%.

Alla fine del 2008, il **listino** presentava 336 società quotate (8 in meno rispetto al 2007). In dettaglio, sui mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., sono quotate 75 società nel segmento *Blue Chip*, 76 nel segmento *Star*, 101 nel segmento *Standard*, 5 nel segmento *Investment Company*, 36 nel segmento *MTA International*, 39 sul Mercato Expandi e 4 sul Sistema Multilaterale di Negoziazione gestito da Borsa Italiana, il **MAC** - Mercato Alternativo del Capitale.

La **capitalizzazione** delle Società quotate è scesa a 375 miliardi di euro (-48,79% rispetto al 2007) (Grafico 1).

Grafico 1 – CAPITALIZZAZIONE DI BORSA



Fonte: Borsa Italiana.

Il rapporto della capitalizzazione in percentuale del PIL è crollato al 23,6%, dal 47,8% del 2007 (-24,2% rispetto alla fine del 2007). Nel dettaglio, la capitalizzazione è stata pari a 342 miliardi per le società quotate nel segmento *Blue Chip*, 12 miliardi per quelle del segmento *Star*, 14 miliardi per quelle del segmento *Standard* e 7 miliardi per quelle del Mercato Expandi.

Nel 2008 **diminuiscono gli scambi**, sia in termini di controvalore, che di numero di contratti. In dettaglio nel 2008 sono state scambiate:

- **Azioni** per 69,3 milioni di contratti, pari ad un controvalore di 1.029 miliardi di euro, con una media giornaliera di 273.888 contratti e un controvalore di 4 miliardi di euro;
- **Securitized Derivatives** per 2,7 milioni di contratti, con un controvalore di 23 miliardi di euro, una media giornaliera di 10.676 contratti e un controvalore di 90 milioni di euro;
- **ETF** per 1,3 milioni di contratti, con un controvalore di 46,6 miliardi di euro;
- **Titoli di Stato, Obbligazioni, Eurobonds e ABSs** (scambi del Mot) per 3,1 milioni di contratti, per un controvalore di 177 miliardi di euro;

Sul **Mercato After Hours** sono stati scambiati 1,1 milioni di contratti per un controvalore di 7,6 miliardi di euro, con una media giornaliera di 4.814 contratti e un controvalore di 33,5 milioni di euro.

Anche per i derivati azionari, il 2008 si è chiuso in diminuzione. In totale sono stati scambiati 36 milioni di contratti standard (-3,22% rispetto al 2007), per un controvalore nozionale di 1.148 miliardi di euro (-26,51% rispetto al 2007). La media giornaliera è stata di 142.011 contratti, pari ad un controvalore di 4,5 miliardi di euro. In dettaglio, nel 2008 sono stati scambiati:

- **Futures su S&P/MIB** per 4,9 milioni di contratti standard, per un controvalore di 698 miliardi di euro, con una media giornaliera di 19.424 contratti standard e un controvalore di 2,8 miliardi di euro;
- **MiniFutures su S&P/MIB** per 2,9 milioni di contratti standard, con un controvalore di 81,7 miliardi di euro, una media giornaliera di 11.499 contratti standard e 323 milioni di euro di controvalore;
- **Opzioni su indice** per 3,6 milioni di contratti standard, pari a 268 miliardi di euro di controvalore, con una media giornaliera di 14.349 contratti standard e 1,1 miliardi di controvalore;
- **Futures su azioni** per 4,4 milioni di contratti standard, per un controvalore di 22 miliardi di euro, una media giornaliera di 17.461 contratti standard e un controvalore di 87,1 milioni di euro;
- **Opzioni su azioni** per 20,1 milioni di contratti standard, con un controvalore di 77,3 miliardi di euro, una media giornaliera di 79.274 contratti standard e un controvalore di 306 milioni di euro.

Nel 2008 i **flussi di investimento** canalizzati dalla Borsa sul mercato primario, attraverso 15 operazioni di aumenti di capitale e 7 OPVS, hanno raggiunto i 7,5 miliardi di euro. Le 15 operazioni di aumento di capitale hanno permesso alle imprese di raccogliere 7,3 miliardi di euro, mentre le 7 OPVS hanno permesso di raccogliere 142 milioni di euro.

## **2. ATTIVITA' E STRUTTURA DELL'ASSOCIAZIONE**

### **2.1 Le Società Associate/Aderenti.**

Alla fine del 2008, 74 società - Banche, Banche d'Investimento, SIM e "succursali" di intermediari esteri - sono associate ad ASSOSIM. Il numero delle società aderenti è invece arrivato a 18, rispetto alle 3 del 2007. Tale ultimo dato è destinato ancora ad aumentare viste le ancora numerose manifestazioni di interesse pervenute all'Associazione nei primi 3 mesi del 2009.

Delle 74 società associate, 31 sono banche (banche e banche d'investimento), 22 sono SIM, 18 sono succursali di intermediari esteri e le rimanenti 3 sono associazioni onorarie. Dei 18 Aderenti, invece, 10 sono Studi Legali, 6 sono Software House, 1 Società di consulenza e un intermediario non autorizzato alla prestazione dei servizi di investimento. In termini di rappresentatività del mercato si riporta la quota totale di mercato negoziata su Borsa Italiana S.p.A. dagli Intermediari ASSOSIM che hanno autorizzato la pubblicazione dei propri dati al 31 dicembre 2008:

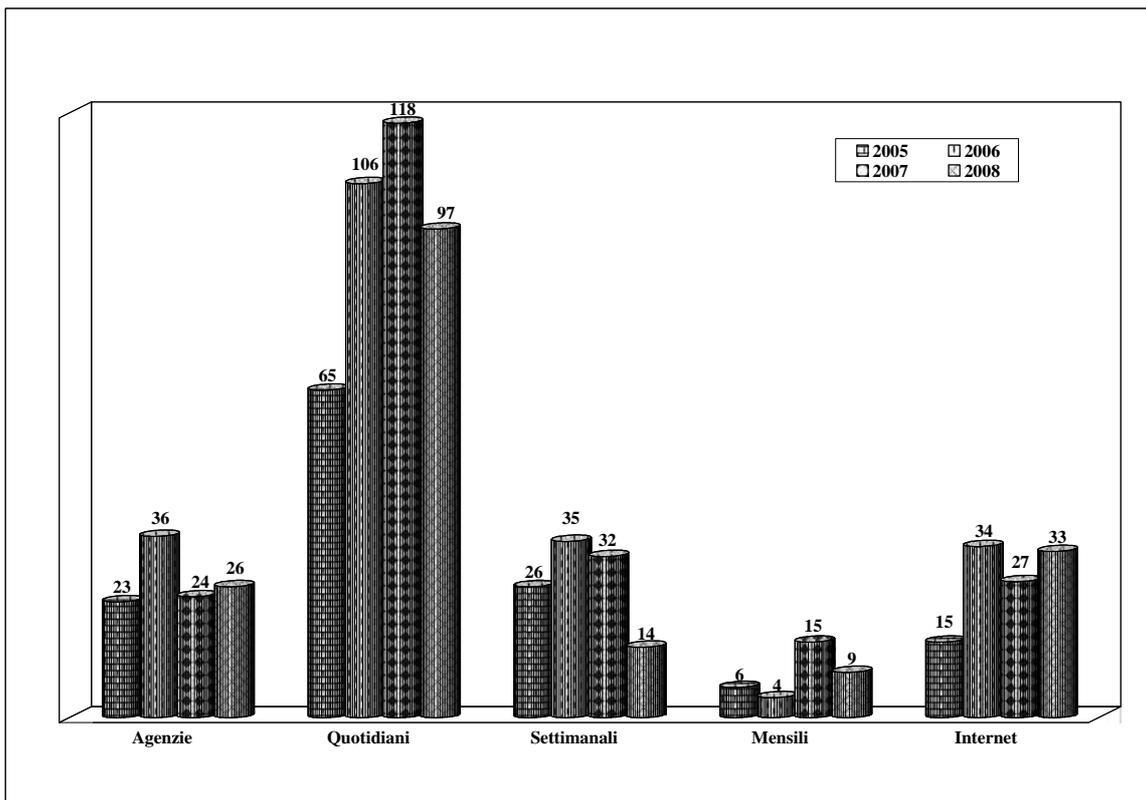
• Mercato Azionario:	68,63%	• S&P/MIB Futures:	38,36%
• DomesticMOT:	78,12%	• MiniS&PMIB	62,42%
• EuroMOT:	85,01%	• Opzioni su azioni:	49,79%
• SeDeX:	61,25%	• Opzioni S&P/MIB:	43,62%
• TAH:	66,12%	• Stock Futures:	74,77%

Ove tutti gli Associati avessero autorizzato la pubblicazione dei propri volumi, la quota di mercato degli intermediari ASSOSIM risulterebbe sostanzialmente più elevata, soprattutto in relazione al mercato azionario e all'S&P/MIB Futures.

### **2.2 La rassegna stampa.**

Dal confronto degli ultimi quattro anni (grafico 2) si può notare come resta costante la presenza di ASSOSIM sui principali quotidiani finanziari nazionali (Il Sole 24 ore, Milano Finanza, Italia Oggi, Finanza e Mercati), sui mensili, sulle agenzie stampa e sui siti Internet.

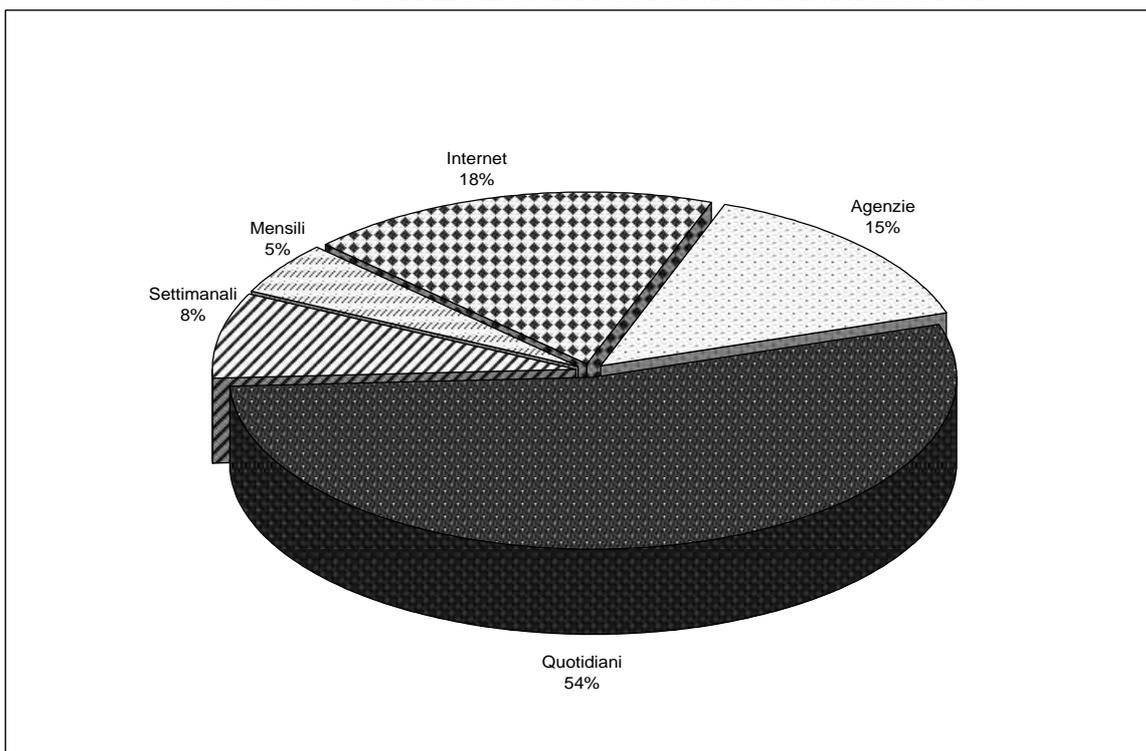
**Grafico 2 – CONFRONTO RASSEGNA STAMPA ASSOSIM 2005 - 2006 - 2007- 2008**



Fonte: Assosim

Il Grafico 3 mostra la distribuzione della rassegna stampa di ASSOSIM per il 2008, composta dalla raccolta di articoli pubblicati sui quotidiani, settimanali specializzati, agenzie stampa, mensili ed Internet.

**Grafico 3 – DISTRIBUZIONE RASSEGNA STAMPA ASSOSIM 2008**



Fonte: Assosim

### **2.3 La struttura dell'Associazione.**

La struttura, gestita dal Segretario Generale, prevede una segreteria e quattro aree operative (Area Normativa e Legale, Area Mercati Intermediari e Post Trading, Area Fiscale ed Area Studi), che lavorano in stretta cooperazione nell'interpretazione dei principali fenomeni finanziari e legislativi del panorama italiano ed internazionale, garantendo un'informazione puntuale e dettagliata a supporto delle Associate, nonché un'intensa attività di lobbying in relazione alle iniziative legislative in corso di esame sia a livello internazionale, che domestico.

L'Associazione si avvale anche di vari consulenti esterni di elevata professionalità, che collaborano con i responsabili delle aree operative. Nel corso del 2008 l'Associazione si è tra l'altro avvalsa del contributo di un avvocato distaccato dalla sede di Roma dello Studio Legale Lovells.

### **2.4 L'attività delle Aree di consulenza.**

Nel corso del 2008 l'attività dell'Associazione nel campo della consulenza e dell'informativa è risultata molto intensa.

Le Aree Operative sono state impegnate, sia per le vie brevi (consulenza telefonica) che con la pubblicazione di circolari, comunicazioni, linee guida e *position paper* in risposta alle innovazioni normative intercorse nell'anno ed ai quesiti formulati dalle Associate.

Un ruolo di particolare rilievo è stato assunto dall'Associazione relativamente alla trattativa svolta con Borsa Italiana sul tema dell'aumento dei costi di negoziazione per gli operatori conseguente alla modifica in corso d'anno, da parte di Borsa Italiana e CC&G, dell'esercizio sociale al fine di uniformarlo a quello della capogruppo LSE (in particolare, l'esercizio sociale, che prima decorreva dal primo di gennaio, ha ora inizio il primo aprile). Tale modifica ha infatti comportato, per il 2008, un doppio azzeramento del contatore dei contratti fatturabili (una prima volta nel mese di gennaio e una seconda in quello di aprile) ai quali è stato pertanto applicato due volte il corrispettivo unitario più elevato relativo al primo scaglione (da 0 a 500.000 contratti). In esito al confronto suindicato, Borsa Italiana e CC&G hanno rimborsato ai singoli operatori, a transazione della controversia, una quota significativa dei maggiori importi pagati in conseguenza di quanto sopra..

Sempre con riferimento ai mercati gestiti da Borsa Italiana, un altro tema che ha impegnato particolarmente l'Associazione nel corso del 2008 ha riguardato la migrazione dei mercati sulla piattaforma tecnologica TradElect, conclusasi in data 10 novembre 2008 per i mercati MTA ed Expandi. Per i rimanenti mercati, ad eccezione dell>IDEM, la migrazione su TradElect è pianificata per il mese di maggio 2009. A tal riguardo, uno degli aspetti su cui si è concentrata l'attenzione dell'Associazione è stato quello della maggiore latenza nella ricezione degli ordini da parte del mercato e dell'informativa per gli operatori italiani rispetto agli operatori UK, conseguente alla "lontananza fisica" delle infrastrutture di mercato dai sistemi tecnologici degli intermediari italiani. In mancanza di risposte soddisfacenti da parte del gruppo LSE, l'Associazione ha avviato contatti con società di *software* al fine di individuare soluzioni di "*proximity*" per gli intermediari italiani a costi competitivi.

L'Associazione ha inoltre contribuito alla definizione del quadro regolatorio del mercato Aim Italia partecipando alla consultazione di Borsa Italiana e approfondendo il tema delle responsabilità del *Nominated Advisor*. A tal riguardo l'Associazione metterà presto a disposizione delle Associate uno standard contrattuale per i rapporti tra emittente e *Nominated Advisor*.

Nel corso del 2008 l'Associazione ha costantemente monitorato l'aggiornamento dei regolamenti e delle istruzioni delle società del gruppo Borsa Italiana, così come ha partecipato attivamente alle fasi di consultazione avviate dalle Autorità. Ci si riferisce, in particolare, alla consultazione della Consob sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. Al riguardo, in esito all'adozione della Comunicazione n. 9019104, l'Associazione ha costituito un gruppo di lavoro per la definizione di linee guida di *best practice* per l'implementazione operativa. Particolarmente proficuo è stato inoltre il contributo dell'Associazione in relazione alla consultazione della Consob sul tema della ricerca finanziaria, ottenendo importanti risultati in ordine alla conformità con la disciplina degli incentivi e della *best execution* della retrocessione di ricerca finanziaria non separatamente remunerata rispetto alla negoziazione. In particolare, la ricerca finanziaria e le *trading ideas*, di cui una SGR può avvalersi per migliorare la qualità dei suoi servizi, sono normalmente fornite (retrocesse) dagli stessi *broker* ai quali la SGR invia gli ordini relativi alle decisioni di investimento assunte a valere sui portafogli che gestisce. In base ad una prassi internazionale consolidata, la remunerazione di tali attività è normalmente inglobata (*bundled*) nelle "commissioni di negoziazione" relative al complesso delle transazioni effettuate dal *broker* che fornisce tanto il servizio di esecuzione degli ordini, quanto l'attività di ricerca e le *trading ideas*.

ASSOSIM ha, inoltre, partecipato alla consultazione della Consob sulle modifiche al Regolamento Emittenti in materia di prospetto, approfondendo in particolare le questioni inerenti l'attuazione dell'art. 205 del TUF, riguardante le condizioni al ricorrere delle quali le offerte di vendita o di acquisto pubblicate su un MTF o da un internalizzatore sistematico non costituiscono offerta al pubblico. L'Associazione ha poi contribuito alla consultazione Consob sul sistema di *transaction reporting*.

Relativamente alle consultazioni avviate nel corso del 2008 da Banca d'Italia, di particolare rilievo per l'Associazione quella riguardante la deduzione dal patrimonio di vigilanza delle banche delle interessenze in società bancarie e finanziarie detenute nel portafoglio di negoziazione. Le nuove disposizioni della Banca d'Italia hanno infatti accolto l'orientamento indicato dall'Associazione, pur rimanendo ancora aperta la questione con riferimento alle Sim, per le quali non è stata adottata la medesima disciplina.

Con riferimento alla disciplina prudenziale della Banca d'Italia, l'Associazione ha svolto un importante ruolo di formazione e supporto nei confronti degli intermediari sul tema dell'ICAAP, predisponendo una guida al processo di autovalutazione degli intermediari.

Sono stati oggetto di specifiche circolari di approfondimento, nel corso dell'anno, i temi inerenti la modifica al principio contabile Ias 39, i mercati dell'energia, spot e derivati, e le fasi di *post-trading* dei mercati Chi-X e Turquoise.

Nel corso del 2008, l'Associazione ha proseguito, in continuità con quanto realizzato nel 2007, la propria attività di lobbying e di assistenza legale e normativa agli

Associati/Aderenti in tema di MiFID. Con l'ausilio di un primario studio legale esterno, ha elaborato il "Contratto di gestione, custodia e finanziamento titoli" ed il "Contratto di consulenza", in aggiunta al "Contratto standard di negoziazione, esecuzione e ricezione degli ordini dei clienti" già predisposto nel 2007. L'Associazione ha altresì avviato i rapporti con il Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti e con la Consob stessa per ottenere la validazione delle linee guida predisposte in relazione a varie disposizioni del Regolamento Intermediari: classificazione della clientela, consulenza in materia di investimenti e adeguatezza e appropriatezza.

Sono state redatte anche le linee guida sui conflitti di interesse e, sempre in materia di disciplina degli intermediari, ASSOSIM ha avviato un dialogo con Consob per la richiesta di chiarimenti, sia in relazione agli obblighi di rendiconto aggiuntivi per le operazioni di gestione di portafogli e le operazioni con passività potenziali (artt. 37 e 55 del nuovo Regolamento Intermediari), sia in merito alle operazioni personali di cui al Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia del 29 ottobre 2007. Sono in via di perfezionamento anche le "linee guida sulla *Best Execution*" e "le linee guida relative alla prestazione del servizio di gestione di portafogli – strategie di investimento e comitato di gestione", quest'ultime predisposte in collaborazione con un primario studio legale aderente. Sempre in collaborazione con tale Studio, al termine dell'anno è stato costituito un gruppo di lavoro sul tema delle gestioni individuali personalizzate (c.d. gestioni flessibili) che, nel corso del 2009, si occuperà di affrontare le principali tematiche regolamentari e operative connesse a tali gestioni.

Nel 2008 ASSOSIM ha rinnovato il proprio impegno nel processo di attuazione del Decreto 231/2007 (che ha recepito la III Direttiva Antiriciclaggio) sia fornendo assistenza agli Associati/Aderenti, anche mediante l'elaborazione di circolari di approfondimento sulle principali tematiche del Decreto 231/2007, sia predisponendo, in collaborazione con un gruppo ristretto di Associati/Aderenti, le "Linee guida per la valutazione del rischio riciclaggio e finanziamento del terrorismo", al fine di fornire agli intermediari un supporto concreto nell'applicazione del nuovo approccio basato sul rischio, di cui all'art. 20 del Decreto.

Nel corso dell'anno ASSOSIM ha partecipato attivamente alle pubbliche consultazioni proposte dal CESR per lo sviluppo del Livello 3 della *Market Abuse Directive*, predisponendo, sempre avvalendosi del confronto con gli Associati/Aderenti, le risposte sulle tematiche proposte, quali ad esempio le *insiders lists*, la segnalazione delle operazioni sospette, la stabilizzazione, i programmi di *buy back*.

Sempre in tema di abusi di mercato, ha dato avvio alla procedura di riconoscimento presso la Consob dell'attività di *liquidity provider* come "prassi di mercato ammessa" ai sensi dell'art. 180, comma 1, lett. c) del TUF. E' iniziata infine l'elaborazione del contratto di *liquidity provider*, che verrà finalizzato nel corso del 2009.

Nella seconda metà dell'anno l'Associazione è stata costantemente impegnata in prima linea sul tema del divieto di vendite allo scoperto introdotto dalla Consob: ha prodotto numerose circolari esplicative a fronte di un serrato dialogo intrattenuto con l'Autorità di Vigilanza e ha fornito assistenza continua ai propri Associati/Aderenti nella difficile fase applicativa. Particolarmente incisivo è stato l'intervento di ASSOSIM nei confronti della Consob, che a fine dicembre, proprio in considerazione delle istanze dell'Associazione, ha sostanzialmente modificato il regime del divieto, che risultava particolarmente restrittivo

ove raffrontato alle analoghe disposizioni in vigore negli altri paesi dell'Unione Europea. In particolare, proprio grazie all'intervento di ASSOSIM, con decorrenza 1° gennaio 2009 il divieto fino ad allora operante su tutte le azioni ammesse a quotazione nei mercati regolamentati italiani è stato limitato alle sole azioni emesse da istituzioni finanziarie e da emittenti che abbiano in corso operazioni sul capitale; la nozione di *market maker* è stata inoltre estesa per consentire agli intermediari di effettuare attività di ricopertura sul mercato *cash* anche in relazione a derivati stipulati fuori borsa; infine, si è reso possibile richiamare i titoli trasferiti a terzi nell'ambito di un contratto di *securities lending*, anche successivamente alla loro vendita, purché nell'ambito della stessa giornata di negoziazione.

Il 2008 ha visto ASSOSIM impegnata anche in relazione alla disciplina dei depositi dormienti prevista dal DPR 116/2007; attraverso un confronto costante con il Ministero dell'Economia e delle Finanze, l'Associazione ha cercato di trovare soluzioni pratiche alle principali problematiche inerenti gli obblighi degli intermediari e di guidare gli Associati/Aderenti, attraverso la pubblicazione di circolari, nella fase transitoria di applicazione della disciplina.

La particolare crisi finanziaria che ha interessato l'anno 2008 ha portato ad un crescente interesse per i sistemi di indennizzo degli investitori, in particolare il Fondo di Garanzia e il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi: in questo frangente l'ASSOSIM si è fatta portavoce presso il MEF e la Banca d'Italia delle problematiche connesse all'applicazione di tale disciplina ai cosiddetti conti *omnibus*, che le SIM sono tenute ad aprire per il deposito delle disponibilità liquide della clientela. Ha altresì partecipato all'indagine conoscitiva proposta dallo *European Securities Committee* per la modifica della Direttiva 97/9/CE sui sistemi di indennizzo degli investitori, a cui è seguita un'analogha consultazione da parte della Commissione Europea, che si è chiusa nell'aprile 2009.

L'Associazione nel corso del 2008 ha seguito anche la nascita e lo sviluppo normativo del Fondo Unico di Giustizia, istituito con decreto legge 25 giugno 2008 n. 112, convertito con legge 6 agosto 2008 n. 133: su tale tema ha prodotto circolari esplicative per gli Associati/Aderenti e si è adoperata in attività di lobbying al fine di rappresentare al Ministero della Giustizia e al MEF, nonché ad Equitalia Giustizia S.p.A. le maggiori questioni interpretative e ottenere chiarimenti a riguardo.

L'ASSOSIM ha infine partecipato attivamente alle pubbliche consultazioni proposte dalla Consob, tra le quali si ricordano:

- la proposta di modifica del Regolamento Emittenti in materia di prospetto relativo all'offerta pubblica o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato;
- la consultazione congiunta Consob/Isvap relativa alla distribuzione di prodotti multiramo;
- recepimento della direttiva 2004/109/CE (Transparency) sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

Passando all'analisi del panorama delle norme emendate dal legislatore nell'ambito dell'ordinamento tributario, emerge, innanzitutto, l'elevata e complessa articolazione delle misure che compongono l'ordinamento stesso. Nel 2008 lo sforzo legislativo è stato

per un verso orientato alla semplificazione normativa ed amministrativa, per l'altro teso a rafforzare, con strumenti sempre più pervasivi, la lotta ed il contrasto dell'evasione fiscale. Immane l'intervento chiarificatore dell'Agenzia delle Entrate volto a ridurre gli spazi interpretativi in materia al fine di evitare comportamenti difformi nell'ambito del sistema in cui agiscono contribuenti e sostituiti d'imposta.

L'Associazione ha provveduto a diramare circolari e comunicazioni relativamente al settore finanziario ed in particolare alle materie di seguito sinteticamente esposte.

In materia di dividendi, la Legge finanziaria per il 2008 ha previsto una modifica al regime di tassazione dei dividendi corrisposti a società non residenti (c.d. "dividendi in uscita"): in sostanza a seguito della difformità di trattamento fiscale esistente tra società residenti e società non residenti (ovvero residenti in UE e negli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo che garantiscono un adeguato scambio di informazioni) viene ora prevista una ritenuta a titolo di imposta dell'1,375% anziché del 27%.

Sempre in tema di dividendi la stessa legge finanziaria per il 2008 ha previsto, a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007, la riduzione dell'aliquota dell'imposta sul reddito delle società (IRES) dal 33% al 27,5%. Conseguentemente il Decreto ministeriale 2 aprile 2008 ha provveduto a rideterminare le percentuali (dal 40% al 49,72%) di concorso dei dividendi e plusvalenze - derivanti da partecipazioni detenute da privati (imprenditori e non) o da soggetti che esercitano attività d'impresa cui si applica l'imposta sul reddito delle persone fisiche (IRPEF) redditi - alla formazione del reddito imponibile.

Con legge n. 31 del 28 febbraio 2008, è stato convertito in legge, con modificazioni, il decreto legge 31 dicembre 2007 n. 248, cosiddetto "Milleproroghe", che ha abrogato definitivamente la speciale "Tassa sui contratti di borsa", la cui disciplina istitutiva risaliva al regio-decreto n. 3278 del 1923. Tale abrogazione è stata fortemente sollecitata presso gli organi competenti da ASSOSIM in considerazione del diverso trattamento fiscale tra le varie sedi di negoziazione, reso ancora più iniquo dall'eliminazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati previsto dalla Direttiva MIFID. Il Governo ha pertanto opportunamente ricondotto su un piano di eguaglianza fiscale le diverse sedi di esecuzione previste dalla medesima Direttiva, contribuendo in tal modo ad evitare che la scelta tra queste da parte degli intermediari sia determinata da una variabile fiscale anziché da considerazioni di efficienza.

A circa due anni dall'entrata in funzione della procedura telematica per lo scambio di informazioni con le banche, le sim e gli altri operatori, le indagini finanziarie hanno assunto un ruolo sempre più rilevante per l'attività di accertamento dell'agenzia delle Entrate. Al riguardo, tra le novità più importanti del 2008, rileva la possibilità per gli operatori finanziari di cumulare e trasmettere simultaneamente ricorrendo ad un'unica transazione, ovvero in maniera accorpata e non più frazionata, tutte le risposte negative. Questo intervento modificativo, operato con l'introduzioni di altre novità di natura sostanzialmente tecnica, rappresenta la risposta alle esigenze di semplificazione procedurale manifestate da ASSOSIM e dagli operatori finanziari destinatari delle richieste d'indagine. Di fatto questa incombenza viene notevolmente ridotta a seguito della creazione dell'anagrafe dei rapporti finanziari. In proposito, l'Agenzia delle Entrate ha emanato il Provvedimento 29 febbraio 2008 con cui si dà attuazione alle previsioni dell'art. 63, comma 1, del citato D.Lgs n. 231/2007 secondo le quali gli operatori

finanziari sono tenuti a comunicare anche i dati relativi all'esistenza delle cosiddette operazioni extra-conto e i dati dei soggetti che intrattengono con gli operatori finanziari qualsiasi altro rapporto. Tali dati confluiranno, integrandone le informazioni, nell'apposita sezione dell'Anagrafe Tributaria, denominata Archivio dei rapporti finanziari.

Altra questione di rilievo è sorta in relazione al trattamento da riservare ai fini IVA al servizio di "consulenza in materia di investimenti" che, come noto, a seguito del recepimento della direttiva Mifid, è divenuto servizio di investimento (al pari della negoziazione di strumenti finanziari e degli altri servizi di investimento contemplati dal TUF). Con Risoluzione n. 343/2008 del 4 agosto 2008, l'Agenzia delle Entrate ha sostanzialmente accolto la tesi a questa sottoposta da ASSOSIM nell'ambito di una specifica richiesta di parere, affermando che, alla luce della direttiva MIFID e degli attuali orientamenti comunitari, l'attività di consulenza in materia di investimenti "possa essere ricompresa tra le attività esenti dall'imposta sul valore aggiunto ai sensi dell'articolo 10, primo comma, n. 9), del D.P.R. n. 633 del 1972 in quanto risulta inquadrabile fra le attività di intermediazione, allorché sia strettamente collegata e connessa ad un'operazione di negoziazione".

Nell'ambito della cd. "manovra d'estate" il legislatore ha approvato il D.L. n. 112/2008 contenente novità rilevanti per il settore finanziario. Le disposizioni in questo contenute prevedono sostanzialmente: ai fini antiriciclaggio, il ripristino a 12.500 euro del limite per il trasferimento di denaro contante e dei titoli al portatore e l'eliminazione dell'obbligo di inserire il codice fiscale nella girate dei titoli trasferibili; l'eliminazione degli elenchi clienti e fornitori; un limite alla deducibilità, sia ai fini Ires che ai fini Irap, degli interessi passivi sostenuti da Banche e SIM, prevedendone l'indeducibilità nella misura forfetaria del 4%; aumento delle percentuali dell'acconto (fino al 95%) per l'imposta di bollo virtuale dovuta da intermediari finanziari; la riduzione allo 0,30% (in precedenza 0,40) del limite di deducibilità delle svalutazioni dei crediti risultanti in bilancio; l'abrogazione delle norme che prevedevano l'esenzione dall'Iva delle prestazioni di carattere ausiliario rese da società appartenenti a gruppi bancari e assicurativi; eliminazione delle agevolazioni fiscali sulle *stock options*; misure restrittive per i fondi comuni immobiliari ed in particolare l'aumento della aliquota dal 12,50% al 20% sui proventi distribuiti e l'introduzione di uno speciale regime di imposizione patrimoniale per i fondi immobiliari a ristretta base partecipativa, nonché per quelli riconducibili a persone fisiche appartenenti ad uno medesimo nucleo familiare. Per questi ultimi, le aliquote di tassazione passano dal 12,50% al 20% anche relativamente alle plusvalenza da cessione delle quote.

Come ogni anno, l'Associazione ha elaborato e diffuso mensilmente alle Associate e semestralmente ad intermediari, media ed Autorità del settore, il Rapporto ASSOSIM su volumi di negoziazione. Settimanalmente invia la newsletter.

## **2.5 Servizi MiFID**

L'Associazione ha proseguito nell'attività di prestazione ai clienti dei servizi MiFID, con particolare riferimento al ruolo di *reporting channel* per l'adempimento degli obblighi di

*transaction reporting* e di *publication channel* per l'adempimento degli obblighi di *post trade transparency*.

I servizi suindicati sono in grado di garantire il pieno rispetto degli *standard* previsti dalla normativa comunitaria, alta affidabilità, *business continuity*, ridondanza delle risorse e *disaster recovery*, come dimostrato dall'assenza di episodi di interruzione nel corso di tutto il 2008.

Ad oggi i clienti del servizio di *transaction reporting* sono pari a 7, mentre i fruitori del servizio di *post trade transparency* hanno raggiunto i 13 clienti.

## 2.6 Gruppi di lavoro, Corsi di Formazione e Convegni.

Per quanto riguarda l'attività dei **gruppi di lavoro interni**, nel corso del 2008 si sono tenute le seguenti riunioni:

<b>Gruppo di lavoro</b>	<b>Argomento</b>	<b>N</b>
<b>Normativa Legale</b>	Antiriciclaggio	7
	Gestione di Portafogli	4
	Attuazione MiFID	3
	Linee guida sui conflitti di interesse	1
	<i>Market Abuse</i>	2
	Prassi di mercato ammesse	2
	Politiche di esecuzione degli ordini	1
	Gestioni flessibili	1
	Prodotti multiramo	1
	Contratti <i>standard</i>	1
	Prospetto OPA	1
<b> Mercati Intermediari Post Trading</b>	Migrazione Piattaforma Affari su <i>TradElect</i>	6
	<i>Pricing</i> Gruppo Borsa Italiana	1
	Mercato AIM Italia	3
	Eliminazione <i>Give Up</i> Locale	2
	Ricerca in materia di servizi di investimento	2
	Prodotti Illiquidi e strutturati	2
	<i>Liquidity Provider</i>	1
	Modifiche Regolamento e Istruzioni Borsa Italiana	4
<b>Fiscale</b>	Anagrafe dei rapporti finanziari	1
	Imposta di bollo	1
	Disciplina IVA in materia di consulenza sugli investimenti	1
	<b>Totale</b>	<b>47</b>

Anche l'attività nei **Gruppi di Lavoro esterni** è stata particolarmente intensa: lo *staff* di ASSOSIM ha collaborato con gli organi di vigilanza e con le società della piazza finanziaria italiana su temi di particolare rilievo per le Associate/Aderenti, partecipando anche ad iniziative internazionali. In particolare ASSOSIM è parte attiva nel:

- *Technical User Group* (TUG): la *task force* che ha seguito la migrazione della Piattaforma Affari sulla nuova piattaforma di negoziazione TradElect a seguito dell'integrazione tra i sistemi di Borsa Italiana e quelli del London Stock Exchange.
- *National User Group* (NUG): Il gruppo di lavoro, coordinato dalla Banca d'Italia, costituito con lo scopo di coinvolgere le comunità nazionali nei progetti TARGET2 Securities e CCBM2.

Relativamente alla attività di formazione nel corso del 2008 sono stati organizzati di seguenti corsi di formazione e seminari:

- Workshop sulle Regole di Vigilanza Prudenziale: “il processo di controllo prudenziale nell'*Internal Capital Adequacy Assessment Process* (ICAAP)”. Il corso ha permesso di delineare gli aspetti metodologici, gli impatti organizzativi e le principali fasi di progetto atte a implementare al meglio il nuovo *framework* regolamentare.
- Corso di formazione: “l'antiriciclaggio sotto la lente”. L'evento è stato organizzato per approfondire le tematiche inerenti l'adempimento degli obblighi antiriciclaggio ai sensi del decreto legislativo n. 231/2007.
- Corso di formazione: “Controllo di gestione , bilancio e Basilea 2 per le imprese di investimento”. Il corso ha permesso l'approfondimento della nuova disciplina sui requisiti di capitale (nota come “Basilea 2”).
- Convegno sulle politiche di esecuzione degli ordini.
- Forum EU principles-based regulation - setting the 2012 implementation agenda.
- Convegno *Best Execution* e valutazione delle sedi di negoziazione.
- Avvio di un progetto pilota di formazione *in house* nei confronti di un primario gruppo bancario italiano, al quale hanno aderito, in qualità di relatori, primari professionisti. Il tema del *workshop*, “mercati e intermediari post MiFID”, è stato modulato, nelle diverse sessioni, al fine di tener conto delle caratteristiche dell'aula. Considerato il successo dell'iniziativa, l'Associazione si renderà disponibile a ripetere l'esperienza degli interventi *in house*.

### 3. RINGRAZIAMENTI

Sentiti ringraziamenti vanno alle società Associate/Aderenti, ai membri del Comitato Direttivo, ai Revisori dei Conti, al Segretario Generale, al personale dell'Associazione, ai coordinatori e membri dei gruppi di lavoro dell'Associazione, ai consulenti e collaboratori esterni, al Ministero dell'Economia e delle Finanze, al Ministero delle Politiche Comunitarie, al Ministero della Giustizia, alla Banca d'Italia, alla Consob, alla DG Internal Market della Commissione Europea, alla Segreteria del Comitato delle Autorità Regolamentari Europee (CESR), all'International Council of Securities Associations (ICSA), al Gruppo Borsa Italiana S.p.A., alla TLX S.p.A., all'UIF, al Fondo Nazionale di Garanzia, all'Associazione Bancaria Italiana, ad ASSOGESTIONI, ad ASSONIME, ad ASSORETI, agli organi di informazione, e a quanti altri hanno contribuito all'attività, al buon funzionamento e al perseguimento degli scopi che ASSOSIM si prefigge.