

## RELAZIONE DEL PRESIDENTE ANNO 2022

Se il 2020 è stato caratterizzato dagli effetti devastanti della pandemia sulla salute, l'economia e la sostenibilità economico-finanziaria di interi settori economici/filiere/paesi, il 2021 ha visto l'inizio e il progredire della campagna vaccinale e una significativa ripresa dell'attività produttiva del paese. Il *trend* positivo è stato purtroppo interrotto dal recente conflitto Russia-Ucraina che ha determinato il riemergere di una diffusa incertezza economico-finanziaria e, come noto, l'adozione di misure restrittive nei confronti della Russia. Dette misure si sono inevitabilmente riflesse su intermediari e infrastrutture di regolamento UE, che hanno dovuto prontamente adattare sistemi e processi interni in un quadro tuttora in evoluzione.

Nonostante il conflitto abbia inevitabilmente portato in secondo piano il tema Covid, è innegabile che quest'ultimo abbia avuto un impatto dirompente sul *modus operandi* di investitori e consumatori, che prediligono, ormai in maniera stabile, le modalità di interazione "a distanza" rispetto a quelle tradizionali. Per quanto concerne, in particolare, l'operatività dei nostri associati sui mercati finanziari, il *trading online* è cresciuto molto (sul mercato Euronext Milan (già MTA), +19% circa nel 2021 rispetto al 2019) senza comunque evidenziare criticità per gli investitori e per il mercato, grazie ai robusti presidi normativi esistenti. Al riguardo, occorre considerare che i clienti attivi sul *trading online* (che rappresentano solo una piccola percentuale dei risparmiatori italiani) sono in genere quelli più avvezzi all'operatività in strumenti finanziari, potendo, tra l'altro, beneficiare di programmi di formazione a loro dedicati dagli intermediari.

Il livello di educazione finanziaria resta però un profilo di particolare criticità quando si fa riferimento alla generalità degli investitori italiani. Dalla "*International Survey of Adult Financial Literacy*" pubblicata nel 2020 dall'OECD emerge che l'Italia si colloca al penultimo posto (su 26 paesi) per numero di adulti in possesso di un livello minimo di conoscenza finanziaria. Ne emerge sicuramente un quadro preoccupante che può essere corretto solo con azioni incisive volte ad introdurre un'offerta formativa dedicata ai mercati e agli strumenti finanziari in tutti i percorsi di apprendimento. Anche l'economia reale trarrebbe vantaggio da un più alto livello di educazione finanziaria degli investitori, i quali potrebbero accedere a un più ricco ventaglio di prodotti finanziari, con corrispondente ampliamento delle opportunità di *funding* per le società emittenti. Purtroppo, le summenzionate azioni volte a migliorare il livello di conoscenza finanziaria producono effetti su un arco temporale piuttosto lungo, ma questo non esonera i *policy maker* italiani dal continuare a perseguire l'obiettivo di colmare il *gap* di educazione finanziaria riscontrabile nel nostro Paese, individuando anche azioni maggiormente incisive di quelle sinora poste in essere. Occorre comunque considerare che tale contesto di insufficiente *financial education* risulta mitigato dall'offerta da parte degli intermediari di servizi a valore aggiunto (consulenza, gestione individuale e *tool* informativi) che permettono di compensare almeno in parte il deficit conoscitivo.

Alla salvaguardia del settore finanziario dai devastanti effetti economici della pandemia sono state, come noto, orientate diverse iniziative delle istituzioni UE, sostanzialmente volte a ridurre gli oneri per l'industria e a semplificare i relativi processi. Quella più significativa è stata sicuramente il c.d. *Capital Markets Recovery Package*, recante misure finalizzate a supportare la liquidità dei mercati dei capitali e a promuovere l'accesso agli stessi. Tra queste, grande

*Operatività  
degli  
intermediari  
nel contesto  
post  
pandemico*

*Financial  
literacy*

*MiFID 2  
QUICK  
FIX*

rilevanza assumono le modifiche apportate alla Direttiva MiFID II (attraverso il c.d. intervento di *Quick-fix*/Direttiva 2021/338).

Tali modifiche sono state accolte con favore da Assosim, giacché con esse il legislatore UE ha recepito le istanze, più volte portate all'attenzione delle istituzioni dall'Associazione, miranti alla revisione della disciplina in un'ottica di semplificazione e proporzionalità nel rapporto tra l'intermediario e i clienti professionali. Al momento, l'Associazione sta seguendo i lavori di attuazione delle suddette modifiche nell'ordinamento nazionale, proseguendo le interlocuzioni avviate lo scorso anno con MEF e Consob.

Il *Quick-fix* è altresì intervenuto sul regime della ricerca finanziaria, consentendo il *bundling* delle commissioni per il servizio di negoziazione e per la produzione di ricerca su emittenti che capitalizzano meno di 1 miliardo di euro. Al riguardo, Assosim ha già espresso la propria insoddisfazione, rilevando come tale intervento non colga pienamente nel segno le esigenze del mercato e non rimuova del tutto le cause sottostanti all'insufficiente livello di copertura delle SMEs. Al fine di incrementare quest'ultimo l'Associazione ha nuovamente segnalato, nell'ambito della recente consultazione della Commissione europea sul *Listing Act*, l'opportunità di introdurre l'obbligo di ricerca commissionata dall'emittente (*sponsored research*) per le SMEs negoziate su mercati regolamentati/MTF. Inoltre, da tempo Assosim continua a sostenere l'opportunità di un intervento di più ampio respiro che contempli anche la previsione di benefici fiscali (ad es., credito di imposta) a favore dell'emittente (in caso di *sponsored research*) e/o dell'intermediario produttore di ricerca (in caso di ricerca indipendente). Sempre in materia di ricerca finanziaria, l'Associazione continua a sostenere la necessità di introdurre criteri oggettivi per definire il "prezzo equo" (*fair price*) della ricerca, al di sotto del quale la stessa non può essere ceduta dal produttore/distributore, né acquistata dal *portfolio manager*. Allo stato attuale, la normativa UE si limita infatti a vietare, considerandola *inducement*, solo la "ricerca gratuita". Rilevanti dubbi si pongono, pertanto, in relazione alla legittimità di alcune pratiche commerciali che vedono le ricerche vendute a prezzo "vile" le quali andrebbero, ad avviso di Assosim, trattate al pari di quelle cedute "*free of charge*". Infine, l'Associazione è a favore del riconoscimento normativo della qualifica di attività riservata per la produzione di ricerca finanziaria (al pari dei servizi di investimento) al fine di assicurare il *level playing field* e standard qualitativi elevati.

Ricerca  
finanziaria

Con riferimento alle SMEs, Assosim ha partecipato attivamente alla *Task Force* "Finanza per la crescita 2.0" istituita dal MEF per dar seguito al report pubblicato dal *Technical Expert Stakeholder Group on SMEs* (TESG) della Commissione Europea e alla elaborazione, sempre da parte del MEF, di un *Green Paper* in cui sono stati individuati gli strumenti idonei a rafforzare la competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita. In tale sede, l'Associazione ha promosso, in particolare, la semplificazione del processo di *listing*, la revisione del regime di responsabilità dei soggetti coinvolti nell'offerta pubblica (proponendo l'abrogazione dell'art. 94, comma 7, TUF, o un eventuale alleggerimento dell'onere della prova in capo al responsabile del collocamento) e il contenimento degli oneri relativi ad alcune delle attestazioni oggi richieste a emittenti e *sponsor* in sede di ammissione a quotazione. Assosim ha inoltre sostenuto la necessità di valorizzare il ruolo dello *sponsor* attribuendo allo stesso, in virtù del patrimonio di conoscenze che questi usualmente acquisisce affiancando gli emittenti lungo tutto l'iter di quotazione, la funzione di *global coordinator* e/o *bookrunner*. Nella stessa sede, Assosim ha inoltre proposto l'introduzione dello *specialist* obbligatorio sui mercati di

Task Force  
MEF "Finanza  
per la Crescita"  
- Green Paper

Borsa Italiana Euronext con riferimento agli emittenti che capitalizzano meno di un miliardo di Euro. Il gestore del mercato ha accolto tale istanza, sia pur con alcune limitazioni (i.e. periodo temporale di soli tre anni dalla data di quotazione ed esclusivamente per future quotazioni) di cui l'Associazione auspica il riesame.

La *Task Force* -sempre in ottica di semplificazione e contenimento dei costi di *listing*- ha altresì individuato alcuni ambiti di intervento nel contesto della disciplina *market abuse*. L'Associazione ha pienamente supportato tale iniziativa, giacché in linea con le posizioni dalla stessa assunte in occasione delle consultazioni UE per la revisione del MAR. In merito, Assosim, unitamente ad altre associazioni, ha sostenuto, da un lato, l'opportunità di una revisione della nozione di "informazione privilegiata" e, dall'altro lato, con specifico riferimento alle SMEs, la necessità di semplificazione/eliminazione di taluni adempimenti (quali, ad esempio, l'obbligo di *insider list* e il regime di *market sounding* per il *private placement*). Peraltro, proprio in relazione a questo secondo aspetto, ESMA è in procinto di pubblicare, su richiesta esplicita di Assosim, un aggiornamento delle *Q&A on the Market Abuse Regulation* contenente un chiarimento su una specifica questione emersa nell'ambito dei tavoli associativi relativamente all'ambito di applicazione delle semplificazioni al regime di *market sounding* introdotte all'art. 11 MAR dal Regolamento (UE) 2019/2215.

Sebbene la *Task Force* non abbia affrontato profili fiscali, ai fini della crescita del settore industriale italiano questi ultimi assumono un'indiscutibile rilevanza e, pertanto, l'Associazione si è fatta portavoce di diverse istanze in materia, ad esempio chiedendo e ottenendo l'estensione al 2022 (sia pure per un tetto massimo ridotto) della previsione di un credito di imposta sui costi di consulenza sostenuti dalle SMEs per la quotazione. Un'ulteriore iniziativa associativa riguarda la richiesta di eliminazione dell'addizionale Irpef del 10% sulla componente variabile della remunerazione dei dipendenti del settore finanziario, che disincentiva, ad avviso di Assosim, l'acquisizione di professionalità da parte degli intermediari italiani. Sempre in ambito fiscale, Assosim registra, purtroppo, il mancato accoglimento della sua proposta volta a prevedere benefici fiscali in relazione al sostenimento dei costi per la produzione di ricerca finanziaria, in relazione alla quale, peraltro, la possibilità contemplata dalla *Task Force* di elevare a un miliardo di euro la soglia dimensionale di rilevanza delle PMI potrebbe contribuire a contenere il rischio, al riguardo paventato, di riqualificazione della stessa quale aiuto di stato. Sempre in ottica di promozione dello sviluppo, l'Associazione ha contribuito alla definizione del regime applicabile ai cosiddetti PIR alternativi. Anche su iniziativa di Assosim, sono state infatti introdotte previsioni volte a incentivare gli investimenti, sia in capitale di rischio sia in capitale di debito, nell'economia reale e, in particolare, nel mondo delle società non quotate. Tra le modifiche più rilevanti si ricordano l'innalzamento dei limiti annuali all'investimento, l'introduzione di un credito d'imposta sulle minusvalenze realizzate da investitori in PIR alternativi e la possibilità di detenere contemporaneamente un PIR ordinario e più PIR alternativi.

Oltre a lavorare sui temi fiscali collegati allo sviluppo delle SMEs, Assosim è intervenuta anche nel contesto dei lavori in corso sulla revisione complessiva del sistema fiscale italiano. In tale sede, l'Associazione ha auspicato il superamento dell'esistente dicotomia redditi di capitale/redditi diversi di natura finanziaria attraverso l'introduzione di un'unica categoria di redditi finanziari.

Assosim ha inoltre continuato a sostenere la necessità di sopprimere o quantomeno sospendere la *Financial Transaction Tax* (FTT) fintanto che non venga approvata -qualora gli Stati Membri

*Leva fiscale per lo sviluppo*

si orientino in tal senso- analoga misura fiscale a livello dei paesi UE che stanno lavorando al progetto di direttiva nell'ambito della cooperazione rafforzata, così da eliminare lo svantaggio competitivo cui sono soggetti i mercati italiani e ristabilire il *level playing field* quantomeno tra i mercati di questi paesi. Al contempo, a livello nazionale, l'Associazione ha proposto, anche nell'ambito della sopra menzionata Task Force del MEF, di ricomprendere nel perimetro dell'esenzione FTT anche le operazioni di sostegno agli scambi poste in essere al di fuori di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione.

La competitività dei mercati finanziari italiani passa sicuramente, oltre che dalle misure sopra richiamate in favore delle SMEs e dalle iniziative di semplificazione, anche da quelli che sono e saranno gli indirizzi strategici di Euronext per le infrastrutture di mercato e *post trading* italiane.

Al riguardo, già prima della finalizzazione dell'operazione Euronext-Borsa Italiana, Assosim richiamava la necessità di un coinvolgimento di tutti gli *stakeholder*, considerata la rilevanza del gruppo Borsa come infrastruttura di riferimento del mercato italiano dei capitali, fondamentale *-inter alia-* per il finanziamento delle piccole e medie imprese e per la gestione del debito pubblico. A seguito del perfezionamento dell'acquisizione, Assosim ha fin da subito instaurato un dialogo con Euronext-Borsa Italiana al fine di valorizzare le iniziative di successo avviate in precedenza (i.e. Star, AIM Italia, MOT, MTS ed ELITE). Tale dialogo potrà beneficiare della costituzione di un *Advisory Board* -con la partecipazione dei principali intermediari negozianti e delle Associazioni- con un ruolo di proposizione ai fini di sviluppo del mercato italiano.

*Integrazione  
Euronext - Borsa  
Italiana*

Il confronto proseguirà, per tutto il periodo della migrazione della piattaforma tecnologica di scambio, sugli aspetti di *listing*, microstruttura, *pricing*, in accordo -come di consueto- a principi di semplificazione, contenimento dei costi e minimizzazione degli impatti operativi per gli intermediari.

Sempre al fine di promuovere la crescita del tessuto industriale italiano, anche nel nuovo contesto Euronext, Assosim ha proseguito le interlocuzioni con Elite Sim-*private market*, con l'obiettivo di una sempre più proficua interazione tra intermediari ed emittenti.

Tra i temi oggetto di confronto con Euronext-Borsa primaria importanza riveste -come sopra detto- quello dei costi di negoziazione. Di fatti, si registra ormai da diversi anni un aumento di tali costi, che ha comportato la riduzione della redditività dell'attività di *trading*, soprattutto per gli intermediari italiani, non globali, che non possono sfruttare le economie di scala (e di scopo) tipiche degli operatori di maggiori dimensioni. Dalle analisi di Assosim sul tema è emerso chiaramente che nel tempo è aumentato il divario tra la quota di mercato detenuta dagli intermediari italiani e quella, appunto, dei global player. L'Associazione ha infatti stimato che nel 2009, sul mercato Euronext Milan (già MTA), gli intermediari italiani detenevano una quota di mercato per controvalori scambiati del 49% rispetto al 51% degli intermediari esteri. Nel 2021, la quota di mercato degli intermediari italiani è stata del 26% rispetto al 74% riferibile agli intermediari esteri.

*Peso  
intermediari  
italiani - MTA*

Sempre in tema di costi, particolare attenzione è posta alla componente riferibile ai *market data* che, negli ultimi anni, ha registrato 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- 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.

Particolare attenzione è stata prestata al tema del *consolidated tape* (CT) il quale -pur previsto dal regime MiFID II/MiFIR- non è stato mai realizzato. Il processo MiFID II/MIFIR *review* attualmente in corso si prefigge, tra le altre cose, di porre rimedio a tale assenza, arricchendo il quadro disciplinare anche alla luce del dibattito in materia intercorso dal 2018. La proposta di revisione sul CT presenta tuttavia elementi di criticità (in via principale qualità dei dati, costo complessivo di fruizione, modello di *revenue sharing*) che Assosim -insieme ad altre associazioni UE- sta portando all'attenzione delle istituzioni UE.

MiFID II –  
MiFIR review

Con riferimento al predetto processo di *review* disciplinare lato mercati, Assosim sta inoltre vagliando con attenzione alcune proposte che intendono modificare il regime di trasparenza e il ruolo degli internalizzatori sistematici. Pur condividendo l'obiettivo di accrescere il livello di *market transparency*, l'Associazione ritiene che occorra comunque individuare il *trade-off* ottimale tra liquidità e trasparenza, soprattutto con riferimento agli strumenti *non-equity* e all'operatività di soggetti che assumono rischi in proprio quali, appunto, gli internalizzatori sistematici.

La MiFID II *review* lato *investor protection* va inquadrata nella cornice della *retail investment strategy*, oggetto di consultazione da parte della Commissione UE nel 2021. Il *focus* dell'Associazione ha riguardato le proposte in materia di classificazione della clientela, *product governance* e incentivi e, esternamente al perimetro MiFID II, le proposte di PRIIPs *review* e, in ambito nazionale, la recente modifica al provvedimento del MEF in materia di accesso ai fondi riservati da parte della clientela al dettaglio. In relazione a tale ultimo ambito, l'Associazione ha sostenuto la proposta di revisione della disciplina MEF in materia, valorizzando la circostanza che il cliente *retail* si avvalga, nell'accesso a tali fondi, di un servizio a valore aggiunto quale consulenza e gestione individuale di portafoglio.

Retail  
investment  
strategy

Accesso ai  
fondi  
riservati

Ancora con riferimento al regime PRIIPs, particolare interesse ha destato il riferimento - contenuto nel *consultation paper* delle *European Supervisory Authorities* di fine 2021- al rischio che i *performance scenario* di cui ai KID possano ingenerare aspettative irrealistiche circa i rendimenti futuri nonché essere difficilmente comprensibili per i clienti *retail*. Tale considerazione assume particolare rilevanza nel nostro Paese alla luce del filone giurisprudenziale originato dalla nota sentenza SSUU 8770/2020 in materia di c.d. scenari probabilistici, nel contesto di contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati OTC. A

PRIIPs  
Review

Scenari  
probabilistici

tal riguardo, Assosim sta effettuando approfondimenti circa la portata e i riflessi del predetto filone giurisprudenziale anche al fine di comprendere l'approccio corretto da seguire in futuro, in mancanza di una espressa previsione di legge/di regolamento che obblighi gli intermediari a dare *disclosure* ai clienti dei c.d. scenari probabilistici.

Sempre in materia di *investor protection*, altro fronte di attività ha riguardato la declinazione italiana dei requisiti di conoscenza e competenza del personale degli intermediari e, in particolare, agli obblighi formativi del personale rilevante, in relazione ai quali l'Associazione ha richiesto in più occasioni una maggior adesione della disciplina domestica al dettato della normativa europea. A seguito della revisione, da parte di Consob, della precedente linea di indirizzo in materia, che ha portato a una sostanziale deregolamentazione della materia, Assosim ha predisposto linee guida che consentono all'intermediario una più ampia autonomia di valutazione delle esigenze formative garantendo, al contempo, un adeguato livello di *investor protection*; il tutto in un contesto associativo molto variegato che ha richiesto di contemperare esigenze assai diversificate in termini di tipologia di clientela e di prodotti/servizi offerti. Inoltre, a fronte del venir meno dell'obbligo minimo di 30 ore annuali di aggiornamento professionale del personale impegnato nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e nell'attività di "*giving information*", previsto dalla disciplina previgente, l'Associazione ha deciso di rafforzare il catalogo degli eventi proposti a titolo gratuito, così da supportare l'attività formativa e di aggiornamento del personale degli intermediari associati. Rimanendo in tema di linee guida, Assosim ha ottenuto la validazione, da parte del Ministero della Giustizia, dell'aggiornamento delle Linee guida associative sulla responsabilità amministrativa degli enti ex D. Lgs. 231/01. La precedente versione, risalente al 2013, è stata profondamente rinnovata -sia nella parte generale sia nella parte speciale- a seguito dell'introduzione nel D. Lgs 231 di nuovi reati presupposto e alla più recente giurisprudenza di merito. Inoltre, il documento è stato integrato con un allegato recante esempi di attività "sensibili" per banche, Sim, SGR, di reati presupposto rilevanti e di protocolli di prevenzione di tali reati.

*Knowledge  
&  
Competence*

*Linee Guida  
ex D. Lgs.  
231/01*

Un ulteriore fronte che ha visto (e vedrà nei prossimi mesi) l'Associazione particolarmente impegnata è quello relativo al nuovo regime prudenziale per le imprese di investimento (IFD/IFR), applicabile dal giugno scorso, che -come noto- tiene conto delle peculiarità dell'attività svolta dalle Sim rispetto al tipico *business* bancario/creditizio, ricalibrando opportunamente i requisiti prudenziali in ottica di proporzionalità. A tal riguardo, l'Associazione, anche interfacciandosi con le Autorità di vigilanza, ha prestato la consueta attività consulenziale al fine di supportare le Sim associate nella corretta implementazione delle nuove disposizioni.

*Nuovo regime  
prudenziale  
per le Sim*

Sempre nell'ultimo anno ha trovato applicazione parte del set normativo in materia ESG, con il *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, che ha introdotto, nel marzo 2021, obblighi di *disclosure* sui fattori di sostenibilità, e il *Taxonomy Regulation*, recante criteri per individuare le c.d. "attività ecosostenibili". Il processo di adeguamento alle normative suddette continuerà a vedere impegnati l'Associazione e gli intermediari anche nei prossimi mesi, anche a fronte delle modifiche volte a integrare i fattori ESG nel *framework* MiFID II, che entreranno in vigore nel prossimo mese di agosto.

*Sustainable  
finance*

Nel corso del 2021 Assosim ha seguito attivamente anche i lavori sul pacchetto di riforme AML lanciato dalla Commissione Europea e che prevede (i) un regolamento che istituisce una nuova autorità dell'UE in materia di AML/CFT; (ii) un regolamento in tema di adeguata verifica della clientela e titolarità effettiva, (iii) una sesta direttiva in materia di AML/CFT, e (iv) la revisione del regolamento (UE) 2015/847 sui trasferimenti di fondi ai fini del tracciamento dei trasferimenti di cripto-attività. In tale contesto è da inquadrare, tra l'altro, la proposta presentata da Assosim nell'ambito della Task Force del MEF affinché - nelle more dell'entrata in vigore delle disposizioni del regolamento UE, direttamente applicabile in tutti gli Stati membri - gli obblighi informativi attualmente previsti dal regime nazionale ai fini dell'adeguata verifica siano uniformati a quelli vigenti negli altri paesi europei, per limitare lo svantaggio competitivo cui sono soggetti gli intermediari italiani rispetto ai *competitor* esteri.

AML

In materia di *privacy*, l'Associazione ha affrontato il tema della corretta allocazione della figura del *Data Protection Officer*, ricostruendo il quadro delle scelte di allocazione più diffusamente adottate, e ha avviato un confronto specifico con gli associati che hanno optato per l'internalizzazione della figura, al fine di sensibilizzare gli stessi su eventuali conflitti di interesse rispetto ad altri ruoli ricoperti in azienda dal soggetto prescelto e suggerire eventuali presidi da porre in essere.

Privacy

Nei mesi a venire l'Associazione continuerà a seguire il filone *FinTech* e, in particolare, gli sviluppi dell'iniziativa innovativa di *sandbox* regolamentare, che consentirà agli operatori *FinTech* di testare soluzioni innovative, potendo beneficiare di un regime semplificato transitorio e in costante dialogo con le autorità di vigilanza. Come noto, anche a livello regolamentare UE il *framework* è in evoluzione e Assosim continuerà a monitorarlo, promuovendo gli interessi degli intermediari associati, in ottica di *level playing field* e in accordo al principio di neutralità tecnologica.

FinTech

Milano, 29 aprile 2022