

VI COMMISSIONE PERMANENTE FINANZE

CAMERA DEI DEPUTATI

Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica

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

15 luglio 2020

Onorevole Presidente, Onorevoli Deputati,

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Premessa

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a. Complessità della normativa di riferimento

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

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

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

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

b. Applicazione e interpretazione dell'ordinamento

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

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

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

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

c. La revisione in atto della MiFID

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

e. Il costo dei dati di mercato

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

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

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

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

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

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

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

2. I margini di intervento fiscale a disposizione del legislatore

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

a. Credito di imposta per la ricerca finanziaria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

b. Esenzione IVA sulla ricerca finanziaria e consulenza

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

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

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

c. Imposta sulle transazioni finanziarie (Tobin tax)

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

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

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

d. Potenziamento dei PIR “alternativi”

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

ASSOSIM suggerisce ora di potenziare ulteriormente tale misura:

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

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

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

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

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

e. Potenziamento degli incentivi alla quotazione

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

f. Potenziamento dell'ACE

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

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

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

g. Prolungamento del periodo di riporto a nuovo delle minusvalenze

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cosa fare?

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

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

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

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

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

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

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

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