

RELAZIONE DEL PRESIDENTE ANNO 2020

1. L'attività di *lobbying* e i principali risultati ottenuti

Nel corso del 2019 e del primo trimestre 2020, Assosim ha svolto un'intensa attività di *lobbying* a favore delle associate, assumendo come indirizzo il corretto bilanciamento tra i principi di semplificazione, efficienza e attenzione ai profili di tutela degli investitori.

Tra le questioni che hanno più impegnato l'Associazione, degna di particolare nota è sicuramente l'implementazione della piattaforma di *primary market* gestita da Elite Sim. Per tutto il 2019 e ancora in questi mesi del 2020, intenso è stato il lavoro svolto dall'Associazione e da Elite Sim per aprire l'iniziativa a tutti gli attori e ruoli necessari al buon esito delle operazioni di raccolta di capitali *private*: dal *buy side* agli intermediari e agli emittenti. In effetti, all'inizio dello scorso anno, l'Associazione si era fortemente opposta alla proposta della Consob -da attuarsi mediante modifica del Regolamento Mercati- di consentire alle società di gestione di mercati regolamentati di assumere partecipazioni in intermediari abilitati al servizio di ricezione e trasmissione ordini (RTO). In sede di consultazione, Assosim aveva sollevato significative criticità soprattutto sotto il profilo *antitrust*, in considerazione dell'attività tipica del gestore del mercato regolamentato e della sua posizione di sostanziale monopolio nel relativo mercato di riferimento. L'attuazione della proposta avrebbe infatti consentito l'ingresso del gestore in un mercato contiguo a quello in cui lo stesso è, nei fatti, operatore dominante, così ponendolo in una posizione di notevole vantaggio competitivo rispetto agli intermediari. Anche in considerazione delle obiezioni sollevate da Assosim, la Consob ha alla fine assunto, nel settembre dello scorso anno, un orientamento di maggiore equilibrio rispetto a quello inizialmente proposto, consentendo al gestore di mercati regolamentati di assumere partecipazioni in società autorizzate al servizio di RTO, ma la cui attività consista nella mera gestione di piattaforme per l'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari (escludendo, pertanto, la fase di conclusione dei contratti). Partendo dal dato regolamentare, l'Associazione, nell'ambito della consueta attività di confronto con l'industria, ha quindi condotto un'intensa interlocuzione con Elite Sim nell'ottica di collaborare alla definizione di un modello operativo efficiente e di soddisfazione per tutti gli attori di riferimento, ivi compresi gli intermediari tradizionalmente attivi sul mercato primario e gli emittenti di minori dimensioni (PMI) i cui strumenti finanziari non sono ammessi a negoziazioni sui mercati regolamentati.

Sempre per quanto riguarda le esigenze di *funding* delle PMI, particolarmente efficace è stata, sul finire del 2019, l'azione di Assosim per individuare una soluzione di compromesso in relazione alle molteplici istanze volte a consentire ai PIR di recuperare quel ruolo di principale strumento per veicolare il risparmio degli italiani verso questa tipologia di emittenti, che avevano perso a causa delle modifiche introdotte alla relativa disciplina ad opera della legge di bilancio 2019. È in effetti da ricondurre ad Assosim la proposta infine accolta dal legislatore di prevedere un tetto minimo agli investimenti in strumenti finanziari emessi da imprese non incluse negli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap di Borsa Italiana, in luogo degli obblighi di investimento in strumenti non quotati illiquidi introdotti con la richiamata legge di bilancio. In questa stessa prospettiva, l'Associazione considera oggi molto positivamente la proposta di Assogestioni di prevedere uno specifico veicolo per gli investimenti in PMI non quotate, che si affiancherebbe, senza sostituirlo, a quello dei PIR tradizionali. Tali PIR specializzati in PMI potrebbero tra l'altro costituire anche una valida alternativa agli ELTIF, la cui funzione e obiettivi verrebbero inglobati nell'ambito della disciplina

PIR attraverso un adeguato ampliamento dei limiti all'investimento, dell'oggetto di investimento e dei vincoli alla concentrazione.

Ancora con riferimento all'economia reale, decisivo è stato il contributo fornito da Assosim in sede di approvazione della legge di Bilancio 2020 per scongiurare l'introduzione di un'imposta percentuale sul valore nozionale dei contratti differenziali (in luogo di quella in misura fissa attualmente prevista). L'approvazione di una tale misura avrebbe avuto riflessi pesantemente negativi sulle aziende che utilizzano i contratti differenziali a copertura dei loro rischi imprenditoriali, quali i rischi di tasso, di cambio e di variazione dei prezzi delle materie prime, con conseguenti impatti negativi su crescita economica e occupazione.

Non agevole è stato inoltre riuscire a far inserire nella Legge di bilancio 2020 una previsione per esentare espressamente i servizi finanziari dall'ambito di applicazione dell'imposta sui servizi digitali. Tale esenzione è infatti il risultato dei tanti sforzi compiuti da Assosim, a livello nazionale e comunitario, fin da quando si è iniziato a discutere dell'imposta. L'intervento associativo ha assunto inoltre particolare rilevanza nel contesto politico-legislativo, data la tendenza a costruire il consenso sull'opportunità di accrescere il livello di tassazione sul sistema finanziario.

Recentemente, con l'insorgere dell'emergenza sanitaria COVID 19, rilevante è stato il contributo fornito dall'Associazione anche in relazione alla decisione infine adottata dal Governo di consentire agli intermediari di continuare a svolgere presso i loro uffici quelle attività (tra cui talune tipologie di *trading* e il supporto alla liquidità dei mercati) che richiedono infrastrutture tecnologiche generalmente non disponibili con i medesimi livelli di servizio presso le abitazioni dei dipendenti. Al riguardo, le preoccupazioni delle Autorità competenti circa la piena funzionalità e attivazione dei piani di *contingency*, necessari ad assicurare, nel contesto COVID, un'operatività senza soluzione di continuità e pienamente aderente alle prescrizioni regolamentari, sono state superate anche grazie all'interlocuzione con l'Associazione, rendendo quindi possibile considerare i servizi finanziari attività essenziali e, pertanto, non soggette ai blocchi operativi imposti ad altre attività.

Per concludere in relazione alle attività svolte a livello nazionale giova menzionare che stanno proseguendo gli scambi con il Ministero della Giustizia per l'aggiornamento delle Linee Guida associative sui modelli ex D.Lgs 231/01, nonché il dialogo con Banca d'Italia, Consob e Monte Titoli su tematiche di *post-trading*.

Le attività di *lobbying* dell'Associazione hanno inoltre riguardato il tema dell'armonizzazione e del *level playing field* in tutti gli ambiti del quadro regolamentare UE.

In quest'ottica Assosim ha accolto con favore i recenti interventi in ambito PRIIPs a livello nazionale ed europeo. Con riferimento al livello domestico, si segnala la recente novella legislativa del TUF con cui il Legislatore ha abrogato l'obbligo di preventiva notifica del KID alla Consob. Sin dall'entrata in vigore della disciplina, infatti, l'Associazione aveva segnalato come l'Italia fosse tra i pochissimi paesi ad aver disposto un tale obbligo, foriero di aggravii operativi e comportante nella sostanza una situazione di *unlevel playing field* per gli intermediari operanti in Italia. A livello UE, invece, in attesa di una sostanziale revisione del *framework* regolamentare (volta a risolvere le incertezze del perimetro applicativo della disciplina), sul finire dell'anno scorso le *European Supervisory Authorities* (ESAs) hanno recepito le istanze presentate da Assosim circa le caratteristiche dei *bond* che dovrebbero essere esclusi dal perimetro della disciplina (ad es. titoli a tasso variabile, titoli *puttable*, titoli *callable* in assenza di ulteriori clausole che comportino la variabilità del valore di rimborso, etc.) al fine di eliminare le *unintended consequences* sul mercato

obbligazionario, soprattutto *corporate*, prodotte dal regime in discorso (*inter alia*, la contrazione della liquidità). Le ESAs hanno quindi promosso presso la Commissione europea una tale lettura che, pur non assumendo valore di interpretazione autentica della normativa, comunque costituisce un utile riferimento per orientare l'attività di vigilanza delle Autorità nazionali dei Paesi membri.

Sempre in ambito europeo, il principale risultato ottenuto dall'Associazione in questi ultimi mesi può essere comunque ritenuto, per il momento, l'attenzione dedicata dalla Commissione europea al tema della ricerca finanziaria nell'ambito del processo di revisione della MiFID/R. Nel relativo documento di consultazione pubblicato lo scorso mese di marzo, la Commissione europea rileva infatti la necessità di trovare soluzione alle problematiche generate sulle PMI dal c.d. divieto di *bundling*. Queste stesse problematiche erano state fin da subito portate da Assosim, con il sostegno della sola associazione omologa francese (*Association Française des Marchés Financiers – AMAFI*), all'attenzione delle autorità di vigilanza di vari paesi UE e delle istituzioni europee. A supporto delle sue tesi, nel 2019 Assosim ha tra l'altro condotto uno studio quantitativo, in procinto di essere aggiornato, sull'impatto della MiFID II sulla produzione di ricerca finanziaria sulle società ammesse a negoziazione sui mercati di Borsa Italiana a un anno dall'entrata in vigore. Da tale studio era appunto emersa la riduzione della copertura sulle PMI e un rischio prospettico per la sostenibilità economica dell'attività di analisi condotta dai *broker* locali. Alle medesime conclusioni era poi pervenuta anche la società di consulenza Oxera, nell'ambito di uno studio qualitativo alla stessa commissione da Assosim.

Per quanto riguarda invece la disciplina del *Market Abuse* e, in particolare, il tema delle prassi di mercato ammesse, come noto nel 2019 la Consob ha disposto la cessazione delle prassi 2 e 3 relative, rispettivamente, alla costituzione di un magazzino titoli e al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate, mentre a inizio di questo mese ha pubblicato la nuova versione della prassi 1, relativa ai contratti di liquidità, modificata a seguito dell'entrata in vigore della MAR. In effetti, Assosim si era fermamente opposta, sostenendone l'utilità, all'abrogazione delle prassi 2 e 3. Essa stessa, peraltro, aveva a suo tempo promosso quest'ultima, contribuendo a disegnarla, così come aveva fatto peraltro anche per la prassi 1. A parziale accoglimento delle istanze di Assosim, nel luglio 2019 la Consob ha comunque pubblicato in consultazione una proposta di linee guida sostanzialmente volte a consentire agli emittenti di procedere al riacquisto di azioni proprie (per finalità anche ulteriori rispetto a quelle di costituire un magazzino titoli) in un contesto di mercato integro, contenendo pertanto il rischio di violare la disciplina degli abusi di mercato. Contestualmente, sempre nel luglio 2019, la Consob ha altresì pubblicato in consultazione un'ipotesi di revisione delle raccomandazioni dalla stessa dettate nel 2009 al fine di contenere gli stessi rischi in relazione a operazioni di riacquisto di prestiti obbligazionari.

Sempre in materia di abusi di mercato, un risultato certamente da attribuire ad Assosim è stata l'inclusione, nel documento di consultazione pubblicato dall'ESMA nell'ambito del processo di revisione del MAR, della proposta di eliminare l'obbligo per gli emittenti di registrare nelle loro *insider list* i dati identificativi dei dipendenti dei consulenti di cui si avvalgono, potenzialmente in possesso di informazioni privilegiate. Differenze nell'interpretazione di tale disposizione da parte delle autorità nazionali di vigilanza hanno difatti generato rilevanti problematiche nell'ambito di collocamenti transfrontalieri.

Agli inizi di aprile 2020 Assosim è stata anche tra le associazioni co-firmatarie della richiesta indirizzata alla Commissione Europea per il rinvio fino al 3 settembre 2021 del termine per l'implementazione della *Shareholder Rights Directive II*. Sul tema l'Associazione, da ormai oltre

un anno, è impegnata costantemente sui tavoli di lavoro interassociativi e dialoga con la Consob al fine di identificare i punti di attenzione su profili tecnico/normativi in via preventiva rispetto all'avvio delle fasi di consultazione per le modifiche al Regolamento Emittenti e/o al Provvedimento unico sul Post Trading. Nelle proposte avanzate, l'Associazione ha cercato di promuovere l'utilizzo di *standard* tecnici condivisi a livello europeo e l'adozione di soluzioni regolamentari che favoriscano anche gli adempimenti *cross border*.

Da ultimo, giova menzionare il quotidiano impegno dello staff di Assosim per supportare le associate su profili regolamentari, tecnico-operativi e legali, mediante un'intensa attività di consulenza telefonica e la pubblicazione di Comunicazioni, Circolari e *alert* normativi, come risulta dalla tabella seguente.

Attività dell'Associazione (dati quantitativi)	Anno 2019
Quesiti ricevuti	254
-di cui 60% su tematiche regolamentari (MiFID/R, BRRD, Vigilanza Prudenziaria, PRIIPs, Brexit, AML, CSDR, EMIR, SFTR, IDD, Short Selling, MAD/R, BMR, ESG, Emittenti)	
-di cui 29% su tematiche legali (Contrattualistica, Governance, MiFID, GDPR, 231/01, AML, MAD/R, Fondo Indennizzo Risparmatori, SHRD, Diritto Societario, ACF, BMR, Brexit)	
-di cui 11% su tematiche fiscali (IVA, FATCA, Redditi di capitale e diversi, FTT, Web Tax, Common Reporting Standard, Imposta di bollo, Brexit)	
Documenti associativi	117
-di cui 19 Circolari	
-di cui 67 Comunicazioni	
-di cui 31 risposte a consultazioni/position paper	
Riunioni con gli Associati	73
-di cui 33 incontri dei Comitati Permanenti	
-di cui 40 riunioni del Post Trade Participants Committee (PTPC)/Tavolo EMIR e CSDR	
Riunioni del Comitato Direttivo/Esecutivo	11
Incontri di rappresentanza con Autorità, infrastrutture di mercato e altre associazioni (italiane/europee)	69
Formazione: Eventi, Corsi, Seminari, Workshop	32
-di cui 8 corsi e seminari (incluso ICSA AGM)	
-di cui 24 workshop	
Numero totale di partecipanti	1.260
-di cui 303 partecipanti all'ICSA AGM	
Numero medio partecipanti	40

2. Il framework regolamentare: considerazioni e prospettive

Nel corso degli ultimi due anni, gli intermediari si sono trovati ad affrontare rilevanti sfide di *compliance* con importanti set regolamentari quali MiFID II/MiFIR, PRIIPs e MAR.

Come noto, tali apparati normativi sono accomunati dall'obiettivo di accrescere la trasparenza, il livello di protezione degli investitori e di tutelare l'integrità dei mercati finanziari. Sulla base dell'esperienza applicativa sin qui maturata, non si può tuttavia non rilevare come, nel concreto, dette finalità siano state perseguite con notevoli oneri per il sistema finanziario. Ciò a causa della estrema complessità e non sufficiente chiarezza delle regole poste a presidio degli obiettivi, a cui è conseguita un'implementazione parimenti complessa e costosa, spesso foriera di *unintended negative consequences*.

Si pensi, tra i tanti possibili esempi, alla disciplina dei mercati di cui all'impianto MiFID II/MiFIR, fondata, per larga parte, sulla raccolta, elaborazione e pubblicazione di informazioni sugli strumenti finanziari e sull'attività di negoziazione svolta nell'Unione Europea. L'impianto così disegnato ha dovuto fare i conti, nell'implementazione, con un'enorme mole di dati che, malgrado gli sforzi dell'ESMA, sono ancora affetti da errori e lacune. Inoltre, i *database* dell'ESMA non costituiscono una *golden source* per l'industria e, pertanto, gli intermediari non sono esenti dai possibili rischi legali connessi all'ancora non soddisfacente qualità degli stessi. D'altro canto, detti dati sono necessari agli intermediari per adempiere i numerosi obblighi derivanti dal *framework* MiFID II/MiFIR (*inter alia*, trasparenza, *transaction reporting*, internalizzazione sistematica).

Ulteriori profili di attenzione derivano dal completamento della Brexit. La perdita della principale piazza finanziaria europea richiederà infatti una revisione delle soglie di rilevanza/classi, individuate a suo tempo avendo a riferimento un insieme ben più ampio di strumenti finanziari e di scambi. Tale revisione andrebbe effettuata in accordo a un principio generale di semplificazione che auspichiamo rappresenterà il principale *driver* della MiFID II/MiFIR *review*.

Sempre con riferimento ai *market data*, i relativi costi stanno incidendo in maniera sempre più significativa sui conti degli intermediari, la cui domanda di dati è robusta e inelastica al prezzo degli stessi. Ciò è dovuto sia al crescente sviluppo dell'*algotrading* e dei sistemi DEA che necessitano di *real time non-display data*, sia ai più volte menzionati obblighi normativi (quali, ad esempio, la *best execution*) che richiedono, parimenti, la disponibilità di dati di mercato. Al riguardo, l'Associazione sta collaborando con altre associazioni UE e globali per sensibilizzare le istituzioni circa la necessità di approntare correttivi alla posizione di sostanziale "monopolio" delle sedi di negoziazione in relazione ai dati generati dal *trading* svolto sulle medesime sedi. Sul punto, l'introduzione di un *Consolidated Tape Provider* potrebbe essere il primo *step* per riequilibrare l'assetto non concorrenziale del settore dei *market data*.

Se il versante mercati della disciplina MiFID II/MiFIR ha sperimentato le criticità sopra brevemente accennate, anche l'esperienza applicativa del versante *investor protection* non è certo scevra da problematiche. In particolare, la MiFID II ha rafforzato la tutela degli investitori, senza tuttavia operare alcun distinguo in base al *need of protection* degli stessi. In tal modo, ha appesantito, in termini di costi e procedure, l'attività svolta nei confronti degli *wholesale clients*. Questo aspetto è particolarmente sentito nell'applicazione delle regole in materia di costi&oneri, laddove l'operatività nei confronti di clienti professionali di diritto/controparti qualificate è stata per l'appunto gravata dall'obbligo di *disclosure* di informazioni di assai scarsa utilità per gli stessi e con modalità ritagliate sui clienti al dettaglio. L'Associazione ha sin da subito evidenziato la necessità di un approccio orientato alla semplificazione e all'applicazione proporzionale delle regole - promuovendolo sia a livello UE (lavori con altre associazioni e fasi di consultazione) sia a livello domestico (nell'interlocuzione con le Autorità italiane)- e ora accoglie con favore quello che sembra essere un principio di *revirement* sul tema operato dalla Commissione UE nell'ambito della consultazione relativa alla *review* dell'apparato MiFID II/MiFIR.

Semplificazione e applicazione proporzionale delle regole dovrebbero guidare anche la revisione della normativa *product governance*. All'atto pratico, tale disciplina si è rivelata troppo estesa nel perimetro e assai complessa. Essa ha inoltre richiesto ai distributori di approntare un flusso informativo con i *manufacturer*, in numerose occasioni non realizzabile in assenza di accordi distributivi. Inoltre, con riferimento ai titoli obbligazionari *corporate*, in molti casi il *target market* individuato dal distributore ha replicato le *selling restriction* indicate dagli emittenti *corporate*

spesso al fine di evitare il costoso approntamento del KID. Ciò comporta che molti titoli *corporate* con *target market professional only* sono ora preclusi ai clienti al dettaglio. Questo fenomeno ha pregiudicato notevolmente la liquidità del mercato *retail* dei titoli obbligazionari ed ha introdotto barriere all'accesso alle emissioni effettuate dalle PMI per finanziare il proprio sviluppo. È risultato così disatteso l'obiettivo della CMU di ampliamento del ventaglio dei canali di *funding* delle PMI, peraltro già negativamente inciso dal nuovo regime della ricerca finanziaria.

Infatti, l'obbligo di *unbundling*, previsto dalla MiFID II, ha reso meno sostenibile la produzione di ricerca finanziaria per i *local broker*, che storicamente coprono le PMI domestiche. Al contrario, l'attività di ricerca dei *global broker* non è stata pregiudicata dal nuovo regime, avendo la stessa ad oggetto le società a maggiore capitalizzazione dei listini mondiali e beneficiando di consistenti economie di scala. Il risultato, in contrasto con la CMU e, ovviamente, *unintended*, è stato la riduzione della copertura delle PMI, come conferma uno studio condotto in proprio dall'Associazione nel 2019 e un altro dalla stessa commissionato alla società di consulenza Oxera. Sul tema della ricerca finanziaria Assosim continuerà a lavorare attivamente per trovare soluzioni alle criticità evidenziate, anche nell'ambito del costituendo tavolo di lavoro Consob di cui l'Associazione è stata promotrice.

Anche sul fronte della disciplina degli abusi di mercato, gli operatori si sono dovuti confrontare con un regime piuttosto pervasivo: la nozione di "informazione privilegiata" offerta dal *Market Abuse Regulation* e il regime imposto in caso di attivazione della procedura di ritardo dell'informativa al pubblico hanno di fatto reso più onerosa agli operatori l'attività di prevenzione del *market abuse*. In occasione dei lavori avviati da ESMA nella seconda metà del 2019 per la revisione della disciplina in discorso, Assosim ha espresso con ferma convinzione la necessità di riconciliare nella norma i differenti (ma non opposti) interessi degli emittenti a veder salvaguardata la confidenzialità di informazioni strategiche per il *business* e degli investitori a essere messi a conoscenza di informazioni idonee ad incidere sulle valutazioni degli strumenti finanziari interessati. Un giusto compromesso potrebbe essere raggiunto, a parere della scrivente, mediante l'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni inerenti solo alle operazioni già formalmente approvate dall'organo di gestione, mentre le c.d. "tappe intermedie" delle informazioni privilegiate verrebbero pubblicate solo laddove attinenti a circostanze che, fuori da ogni ragionevole dubbio, giungeranno a concretezza. L'Associazione auspica pertanto che la *review* in corso centri con rinnovato impegno gli obiettivi, già prefissati dal Regolamento nel 2014, di riduzione della complessità normativa, di abbattimento dei costi di adeguamento alla stessa e di adozione di un quadro regolamentare più uniforme al fine di eliminare le distorsioni della concorrenza.

Infine, giova evidenziare che l'Associazione sta promuovendo la rimozione, nell'ambito dell'adeguata verifica a fini antiriciclaggio, dell'obbligo di *disclosure* dei dati identificativi degli investitori finali da parte dell'intermediario che (operando in nome proprio e per conto terzi) assume la qualifica di cliente della controparte istituzionale. Tale obbligo informativo, introdotto con il Provvedimento di Banca d'Italia del 31 luglio scorso e che non sembra trovare fondamento nelle fonti primarie nazionali e UE, sta ostacolando l'operatività degli intermediari italiani soprattutto con le controparti estere. Sul punto Assosim si sta interfacciando sia con le Autorità italiane preposte sia con associazioni di categoria e Autorità estere per addivenire quanto prima ad una soluzione armonizzata del problema.

Milano, 22 aprile 2020