

INTERVISTA A GIANLUIGI GUGLIOTTA (ASSOSIM)

«Il mercato finanziario ha bisogno di ricerche senza conflitti d'interesse»

di Marco Muffato

Nel corso di una sua recente partecipazione a **Investire Now**, la trasmissione in video-streaming di **Economy Group**, il segretario generale di **Assosim Gianluigi Gugliotta** ha posto al centro del suo intervento un tema trascurato, quello di favorire la crescita di una ricerca e analisi finanziaria indipendente che abbia nel mirino quel mondo sempre più in cerca di valorizzazione, quello delle piccole e medie imprese.

Gugliotta, quali sono le prerogative di Assosim, a chi si rivolge e quali interessi tutela?

Assosim quest'anno compie 30 anni, perché le Sim furono istituite nel 1991 con la legge 1.1.91 appunto, subentrando nell'attività che fino ad allora era svolta dagli agenti di cambio cioè il trading in borsa. Altra svolta nel 1996, quando l'attuale presidente del Consiglio **Mario Draghi** allora direttore generale del Ministero del Tesoro (oggi Ministero dell'Economia, ndr), ispirò il decreto che prese il suo nome (anche denominato Decreto Eurosim, ndr) che recepiva gli orientamenti della Corte di Giustizia Europea aprendo i mercati finanziari italiani anche alle banche che venivano autorizzate a operare in borsa e agli operatori esteri. Dal '96 quindi Assosim associa oltre alle Sim anche le banche di investimento e le succursali italiane dei principali broker esteri. Come associazione rappresentiamo gli interessi di questi operatori che avevano inizialmente come attività unica il trading di borsa e che nel tempo si era andata estendendo a tutte le attività di investimento (consulenza, alla gestione, al collocamento) oltre alle attività di ricerca e analisi finanziaria.

Una curiosità a proposito di ricerca e analisi finanziaria. Che differenza c'è tra la vostra associazione e l'Aiaf? È corretto affermare che quest'ultima si rivolge per esempio all'analista finanziario persona fisica, mentre voi rappresentate gli intermediari? Per fare un paragone con il sistema dei consulenti finanziari, tra le vostre associazioni c'è la stessa differenza che passa tra Assoreti e Anasf?

Il paragone è calzante, noi siamo di fatto l'associazione dei datori di lavoro degli analisti finanziari. Oggi sono sei gli intermediari che svolgono l'attività di analisi finanziaria in Italia.

Quanti sono i vostri associati?

Una ottantina. Non sembrano tanti ma rappresentano quasi il 100% del trading di origine italiana svolto sui mercati gestiti da Borsa Italiana: il numero degli operatori si è ridotto a seguito di operazioni di merger & acquisition.



«Mai come oggi serve una analisi finanziaria del tutto indipendente per aiutare i gestori a fare con più profitto il loro lavoro, nell'interesse degli investitori»

Nella foto Gianluigi Gugliotta, segretario generale di Assosim

Numero di operatori a parte, rimanete comunque una realtà molto importante, parliamo di volumi enormi legati alla vostra attività...

Sicuramente sono volumi enormi e non solo legati al trading che è una delle attività svolte. Tali volumi sono poi cresciuti molto anche durante questo periodo di pandemia ed è cresciuta molto l'operatività on-line da parte della clientela di alcuni degli operatori specializzati in questa branca del mercato.

Possiamo definirlo un rinascimento per il vostro settore...

Diciamo che il 2020 in termini di fatturato l'operatività di trading è andata bene e che sta proseguendo questo trend molto positivo anche nel 2021.

Perché oggi il tema della ricerca finanziaria è centrale per gli operatori?

Soprattutto per la tutela del risparmio perché la ricerca finanziaria è strumentale al principale obiettivo della normativa e delle attività di vigilanza che è quella di tutelare il risparmio e la parità informativa superando quelle asimmetrie informative esistenti sul mercato. Asimmetrie che riguardano da un lato i piccoli investitori che ovviamente hanno difficoltà ad avere accesso alle informazioni loro necessarie per assumere decisioni di investimento consapevoli. E che dall'altro riguardano anche gli operatori informati, ivi compresi i gestori non solo italiani ma anche esteri che per operare consapevolmente hanno bisogno di conoscere i fondamentali delle società quotate nei mercati e appunto si rivolgono agli analisti finanziari della società di brokeraggio che unitamente all'attività di training forniscono analisi periodiche e ricerche finanziarie, e tutta una serie di servizi che si vanno ad affiancare alla singola ricerca finanziaria che periodicamente viene pubblicata in relazione agli emittenti: l'analisi fondamentale, l'analisi di bilancio affiancate da tutta una serie di informazioni relative al settore nel quale l'emittente opera, al contesto giuridico, le politiche adottate dalle autorità di governo per gestire la pandemia che sono informazioni fondamentali. Che costituiscono informazioni molto importanti per gli investitori esteri. Sia l'analisi che la ricerca finanziaria va chiarito non si limitano alle mere raccomandazioni compra, vendi o mantieni, ma rappresentano un servizio molto complesso.

Gli asset manager hanno bisogno di analisi indipendente oppure disponendo di una attività di ricerca al proprio interno ne possono fare a meno?

Gli uffici di analisi interni alle Sgr forniscono un supporto fondamentale all'attività di cherry picking, volta a identificare i singoli titoli sui quali investire. Consideri che un analista finanziario al massimo può seguire 10-12 emittenti in un anno e che un investitore istituzionale investe in decine di centinaia se non migliaia di titoli, conseguentemente non potrà mai avere al proprio interno un numero di analisti sufficiente per essere aggiornato su tutti i titoli nei quali investe in Italia, Europa, America e Asia. Quindi è necessario acquistare ricerca dai quei soggetti specializzati nelle industrie locali.

La Mifid andrebbe ripensata in materia di ricerca?

Quello che lamentiamo, in relazione alle novità introdotte dalla Mifid, quindi da gennaio del 2018, è stata l'introduzione del divieto di "bundling" e quindi l'impossibilità per il broker di fatturare il costo relativo all'attività di trading da lui svolto insieme al costo relativo alla attività di ricerca finanziaria fornita. La decisione ha prodotto degli effetti indesiderati, primo tra tutti quello di ridurre numero e ampiezza della ricerca in particolare sulle piccole e medie imprese coperte dai broker locali. La Mifid non è così riuscita a raggiungere uno dei suoi obiettivi e cioè ampliare l'offerta di ricerca sulle piccole e medie imprese.

Quali sono le vostre proposte, come andrebbe riformata la Mifid?

I broker nazionali che svolgono attività di ricerca si contano sulle dita di una mano. L'attività che svolgono però va nell'interesse di tutto il mercato: broker stessi, emittenti quotati, investitori, perché maggiori informazioni sugli emittenti vuol dire maggiore liquidità su questi titoli, minore volatilità e minori costi di funding per gli emittenti, quindi maggiore capacità di investire e di creare sviluppo, di generare Pil e occupazione. Tuttavia riteniamo che l'insufficiente livello di ricerca sulle Pmi non sia un problema di offerta ma di domanda ed è questa che va incentivata. Come? Attualmente invece i regolamenti di Borsa Italiana prevedono che per gli emittenti quotati sul segmento Star e sull'Mtf Aim l'emittente assoldi un corporate broker con il compito di produrre almeno due ricerche sui titoli in occasione della pubblicazione delle informative periodiche. In questo modo si creano indubbiamente casi di conflitti di interesse perché una ricerca pagata dall'emittente ovviamente non è indipendente. Quindi per evitare i conflitti di interesse potrebbe essere introdotto un obbligo di doppio corporate broker per ogni pmi: nel momento in cui i broker che producono ricerca su uno stesso emittente sono almeno due, entrano in competizione tra di loro: per esempio uno potrebbe rivelare al mercato informazioni che l'altro sta sottacendo...

«La ricerca finanziaria è strumentale all'obiettivo della normativa di tutelare il risparmio e di attuare la parità informativa»

Basterebbe il doppio corporate broker?

Il problema sarebbe parzialmente superato, andrebbe anche affiancato un incentivo alla produzione di vera ricerca indipendente condotta dai broker. Come? Introducendo un incentivo fiscale, un credito d'imposta che defiscalizzi completamente il costo per i broker che producono ricerca indipendente su società di piccole dimensioni, escluse dagli indici Ftse Mib e Ftse Mid.

Dunque il gestore va incentivato a comprare ricerche indipendenti?

Indubbiamente il gestore va incentivato, se attualmente il gestore non compra ricerca sulle Pmi è perché queste hanno strutturalmente poca liquidità sul mercato quindi l'investitore chiede un premio per il rischio in liquidità che probabilmente è troppo alto. Invece iniziando a produrre ricerca su questi emittenti si incrementa la liquidità e l'appetibilità di questi titoli, nonché la propensione del gestore a investire spezzando così un circolo vizioso.

Senza considerare che il 2001 è l'anno dei private asset a tutti i livelli, si sono moltiplicati gli operatori nei fondi di private equity, di venture capital private debt, l'analisi serve eccome...

L'analisi serve a questi operatori sia in fase di cherry picking, per individuare le aziende dove investire sia soprattutto nella fase di exit, dove per disinvestire la via migliore è quella della quotazione in borsa. Attraverso un incentivo fiscale verrebbero ridotti i costi della ammissione a quotazione e questi strumenti diventerebbero ancora più appetibili.