

ASSOSIM

Commissione Finanze e Tesoro  
Senato della Repubblica

Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario  
e finanziario italiano e la tutela del risparmio

Audizione del Segretario Generale di Assosim  
Avv. Gianluigi Gugliotta

Roma, 22 marzo 2016

# ASSOSIM

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

desidero esprimerVi il ringraziamento del mio Presidente e di tutti i membri del Comitato Direttivo di Assosim, oltre che il mio personale, per il Vostro invito a partecipare a questa indagine conoscitiva. Quanto mai opportuna ci appare, in particolare, l'analisi avviata dalla VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato sulla capacità del sempre più complesso impianto di vigilanza risultante dalle modifiche normative attuate a seguito delle varie crisi che si sono succedute dal 2008 a oggi (finanziaria, economia reale e debito sovrano) a tutelare adeguatamente il risparmio, anche alla luce delle iniziative anticipate dalla Commissione Europea nell'ambito della c.d. Capital Market Union (CMU).

A tal ultimo specifico riguardo, mi preme anzitutto premettere che pienamente condivisibile, per un'associazione che rappresenta gli interessi degli operatori di mercato, è certamente l'obiettivo ultimo della CMU: rafforzare l'economia reale agevolando l'accesso a fonti di finanziamento alternative al canale bancario anche per imprese di dimensioni più contenute, consentendo al tempo stesso maggiori opportunità di diversificazione dell'impiego del risparmio per le famiglie.

È peraltro la stessa Commissione Europea ad ammonire, nell'Action Plan pubblicato nel settembre scorso, che saranno i paesi con i mercati di capitali più sviluppati ad avvantaggiarsi della maggiore possibilità di circolazione transfrontaliera del risparmio e delle connesse maggiori opportunità di impiego dello stesso che deriveranno dall'attuazione delle iniziative connesse alla CMU.

È imperativo pertanto chiedersi in primo luogo se l'Italia possa essere annoverata tra i paesi con un mercato dei capitali sviluppato e, quindi, se potrà effettivamente avvantaggiarsi della CMU nonché, ove così non fosse, quali iniziative sia necessario assumere per arrivare preparati a un tale appuntamento.

Quali sono gli indicatori sulla base dei quali valutare l'efficienza di un mercato?

Come sappiamo, il ruolo del mercato e, quindi, degli intermediari che vi operano, è quello di favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta del risparmio, agevolando la migliore allocazione del risparmio. Ne consegue che un mercato è tanto più efficiente quanto più riesce a garantire la migliore allocazione del risparmio delle famiglie e contenere i costi di finanziamento per l'economia reale. Vari sono peraltro gli strumenti e i canali a disposizione degli operatori in surplus (le famiglie) per ricercare le migliori opportunità di investimento dei loro risparmi. Semplificando al massimo, abbiamo, da un lato, il canale bancario, al quale le famiglie affidano i loro risparmi nella forma di depositi, utilizzati dalle banche per affidare, a loro volta, gli operatori in deficit, assumendosene i relativi rischi (di liquidità e di controparte). Dall'altro lato, abbiamo il mercato dei capitali (o, anche, mercato mobiliare), nell'ambito del quale, invece, gli operatori in surplus possono affidare gli operatori in deficit direttamente o avvalendosi dei servizi messi loro a disposizione da operatori specializzati (imprese e banche di investimento). Nell'uno come nell'altro caso, nella lingua italiana siamo soliti far ricorso al concetto di affidamento: affidare vuol dire lasciare con fiducia qualcosa (o qualcuno) a qualcun altro. L'operatore in surplus non affiderebbe il proprio risparmio all'operatore in deficit se non avesse fiducia (confidasse) nella capacità di questo di restituirgli, nei termini contrattuali convenuti, il risparmio affidatogli.

Compito dell'ordinamento di settore è, pertanto, quello di preservare tale fiducia e, ove eventualmente venuta meno, ricostituirla, nel presupposto che un'agevole ed efficiente circolazione

# ASSOSIM

del risparmio costituisce presupposto imprescindibile per la crescita e il benessere di una collettività.<sup>1</sup>

Ancora a metà degli anni ottanta del secolo scorso, si tendeva a distinguere la tutela del depositante, da un lato, da quella dell'investitore, dall'altro. Il risparmio affidato alle banche veniva qualificato "risparmio inconsapevole" e tutelato per lo più tramite strumenti di tutela c.d. eteronoma, garantendo la stabilità dell'intermediario bancario ovvero la capacità della banca di far fronte, nei tempi stabiliti, agli impegni (restitutori) assunti.<sup>2</sup> Il risparmio affidato invece direttamente (ovvero per il tramite di soggetti abilitati a prestare servizi di investimento) ai prenditori finali (emittenti strumenti finanziari) veniva qualificato "risparmio consapevole" e, in base al principio di derivazione romanistica del "*caveat emptor*", tutelato essenzialmente mediante strumenti di autotutela; agli emittenti e agli intermediari venivano a tal fine imposti obblighi di trasparenza astrattamente volti a consentire all'investitore di assumere decisioni di investimento che si volevano consapevoli e razionali e, quindi, di autotutelarsi nei confronti dei vari prenditori di risparmio.

Nell'attuale regime, le norme di trasparenza trovano applicazione anche all'attività creditizia, mentre forme di tutela eteronoma hanno progressivamente fatto ingresso anche nell'ambito dei servizi di investimento, fino a rappresentare, oggi come oggi, il principale strumento di vigilanza anche in questo settore. Ed infatti, l'intermediario non è più considerato dall'ordinamento quale soggetto che si interpone, nella vendita di uno strumento finanziario, tra il relativo emittente (o detentore) e l'investitore; questo, piuttosto, fornendo un servizio all'investitore, è chiamato a operare con diligenza, professionalità e correttezza, nel migliore interesse del cliente, e, di conseguenza, risponde degli eventuali danni cagionatigli in caso di violazione di tali obblighi.

Quanto sopra premesso, Assosim condivide la scelta della VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato di incentrare sulla tutela del risparmio il focus dell'indagine conoscitiva in atto: riteniamo infatti che la tutela del risparmio sia in grado di superare la dicotomia rappresentata dalla contrapposizione degli obiettivi di vigilanza che storicamente hanno visto contrapposta, da un lato, la vigilanza prudenziale di competenza della Banca Centrale e, dall'altro lato, quella rivolta alla tutela dell'investitore attribuita alla Consob. Questa contrapposizione degli obiettivi di vigilanza (a maggior ragione ove incarnata in autorità distinte) ha di fatto posto, in passato, le autorità di vigilanza di fronte alla grave scelta di quale obiettivo dovesse prevalere laddove, appunto, la trasparenza fosse stata in grado di pregiudicare la stabilità di un intermediario finanziario, soprattutto ove questi fosse stato un intermediario creditizio e se da un suo dissesto sarebbero potute derivare conseguenze sistemiche.

Tali difficoltà si sono ulteriormente complicate con l'istituzione del Meccanismo Unico di Vigilanza (MUV) e, soprattutto, con l'introduzione del bail-in. Il divieto, a quest'ultimo

---

<sup>1</sup> La perdita di fiducia genera, infatti, la c.d. corsa dei risparmiatori/depositanti agli "sportelli", nella speranza di rientrare in possesso dei capitali affidati agli operatori in deficit. Letteralmente l'espressione si riferisce agli sportelli delle banche, ma analogo fenomeno si registra anche nei confronti di prenditori diversi. Si assiste a una "corsa" in quanto non tutti i risparmiatori/depositanti potranno esser soddisfatti: in molti casi potranno esser prontamente o per intero soddisfatti solo quelli che si presenteranno per primi agli sportelli. I risparmi affidati dagli operatori in surplus a quelli in deficit, infatti, saranno stati nel frattempo per lo più utilizzati per acquistare beni strumentali alla loro attività imprenditoriale o, se affidati a intermediari creditizi, per elargire credito a famiglie e imprenditori.

<sup>2</sup> A tal fine, semplificando al massimo, la relativa disciplina prevede che l'intermediario bancario rispetti specifici requisiti patrimoniali e di liquidità volti, i primi, a garantire che l'intermediario disponga di mezzi propri pari al rischio di insolvenza dei soggetti da esso affidati. I secondi, quelli di liquidità, sono invece volti a far fronte all'esigenza dell'intermediario bancario di adempiere alle ordinarie richieste di "prelievo" della clientela e altre esigenze di liquidità di breve periodo (di tempo in tempo la banca dovrà quindi detenere, all'attivo, liquidità e strumenti finanziari prontamente liquidabili pari almeno al prevedibile importo di tali richieste e per far fronte alle proprie spese di funzionamento).

# ASSOSIM

conseguente, di socializzazione degli oneri connessi a operazioni di salvataggio bancario -cui le autorità facevano fronte, in passato, incentivando l'intervento della componente sana del sistema bancario (e, quindi, ponendo in capo a questa il relativo onere) o (soprattutto all'estero) ponendo un tale onere a carico del contribuente- ha di fatto responsabilizzato il depositante. Al depositante, infatti, è oggi demandato il non agevole onere di valutare la solvibilità dell'intermediario a cui affida il suo "risparmio inconsapevole", non solo in rapporto alla sottoscrizione di obbligazioni bancarie (subordinate o ordinarie che siano), ma anche con riguardo alla limitazione a €100.000 della garanzia riconosciutagli tramite il fondo interbancario di tutela dei depositi. Paradossalmente, in caso di dissesto finanziario della banca depositaria, nell'attuale sistema al depositante (per le somme depositate eccedenti gli €100.000) sono riconosciuti gli strumenti di autotutela propri degli investitori sui mercati dei capitali, con la non trascurabile differenza connessa all'obbligo di segregazione delle disponibilità della clientela, peculiare dell'ordinamento mobiliare, che tutela l'investitore da pretese di terzi creditori dell'impresa di investimento insolvente.

Riteniamo pertanto che in questo momento si proponga prepotentemente un problema di salvaguardia della fiducia del risparmiatore nei confronti del sistema finanziario. Emblematico l'andamento dei corsi di mercato dei titoli di tutto il sistema bancario (italiano ed europeo) a seguito delle operazioni di ristrutturazione bancaria operate del Governo italiano sul finire dello scorso anno. Una campagna di disinformazione in relazione al regime del bail-in, cavalcata in mala fede dai detrattori del sistema bancario, ha rischiato di porre in ginocchio il sistema finanziario italiano e, con esso, la nostra economia reale. Riteniamo indispensabile, a tal riguardo, che il Governo stesso attivi urgentemente una capillare **campagna di educazione finanziaria** volta a far comprendere ai risparmiatori l'estensione di un loro eventuale coinvolgimento in caso di dissesto finanziario di un intermediario.

Sarebbe poi opportuno, ovviamente, intraprendere con la massima urgenza una **valutazione di impatto complessivo** di tutto il sistema di vigilanza al fine di verificare la coerenza tra gli obiettivi perseguiti dai singoli provvedimenti normativi adottati o in corso di adozione sulla scorta di un incessante iperattivismo normativo dei vari organismi internazionali competenti in materia. È sempre più diffusa, infatti, la convinzione che anche per il sistema bancario, non diversamente da quanto si va contestando al Patto di Stabilità dell'Unione Europea, un'esasperata attenzione per gli indicatori di bilancio stia minando alle fondamenta la crescita economica e, con essa, il benessere delle famiglie.

Tornando al tema della CMU, dobbiamo ora chiederci se le ulteriori liberalizzazioni prospettate nell'ambito della stessa dalla Commissione Europea siano in grado di preservare nel tempo il potere di acquisto e il benessere delle famiglie italiane. Ed infatti, laddove, come ammonisce la Commissione Europea, il mercato dei capitali italiano sia da ritenersi meno efficiente di quello degli altri paesi, assisteremmo a un (ulteriore) deflusso del risparmio italiano verso i mercati esteri. In una tale prospettiva, dobbiamo poi chiederci se, ove allocato in mercati esteri e, presumibilmente, per il tramite di intermediari esteri, il sistema di vigilanza oggi esistente sia in grado di garantire al risparmio delle famiglie italiane un livello di trasparenza equivalente a quello garantitogli in Patria.

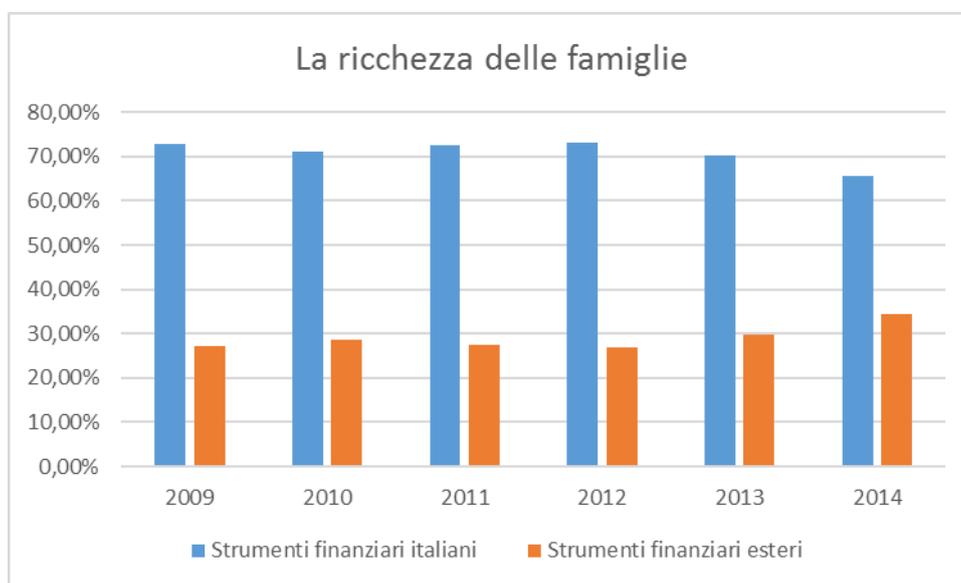
A causa delle ridotte dimensioni del mercato dei capitali italiano in rapporto all'elevata propensione al risparmio delle famiglie, già oggi una quota consistente del risparmio italiano deve trovare impiego all'estero. Rielaborando le analisi periodicamente condotte dalla Banca d'Italia e dalla Consob (si vedano al riguardo i grafici 7 e 8 di cui al documento allegato), notiamo come le famiglie, soprattutto a seguito dell'introduzione in Italia dell'imposta sulle transazioni finanziarie<sup>3</sup>,

---

<sup>3</sup> L'imposta italiana, ben lungi dalla necessità di perseguire gli obiettivi indicati nella proposta di direttiva di cooperazione rafforzata della Commissione Europea (ie porre un limite alla speculazione finanziaria e chiamare il

# ASSOSIM

siano nel tempo andate a impiegare quote sempre più crescenti dei loro risparmi in attività estere e, pertanto, a finanziare l'economia reale estera.<sup>4</sup>



La causa di questa carenza di opportunità di investimento per il risparmio delle famiglie è da ricercare principalmente nella composizione stessa del tessuto imprenditoriale italiano, nel quale, come sappiamo, il 95% delle unità produttive è costituito da microimprese, ovverosia da imprese le cui dimensioni rendono proibitivi i costi di accesso al mercato dei capitali tramite emissioni azionarie e obbligazionarie.

Al di là della scarsa propensione degli imprenditori italiani a superare il c.d. modello di proprietà familiare, è un dato di fatto che il mercato finanziario italiano si caratterizzi altresì per una ridotta presenza, in assoluto e in rapporto ai mercati più sviluppati, di investitori istituzionali e, in particolare, di **fondi di venture capital e private equity**, soggetti, quest'ultimi, particolarmente importanti per la crescita dimensionale e l'internazionalizzazione delle piccole imprese. Oltre alla **leva fiscale**, tornerebbe sicuramente utile, al fine di incentivare lo sviluppo e l'operatività di fondi di venture capital e private equity, elaborare **principi contabili internazionali semplificati** cui le PMI potrebbero assoggettarsi per rendere confrontabili le informazioni di bilancio da loro fornite e ridurre, una volta raggiunte maggiori dimensioni, anche i costi connessi all'ingresso nel loro capitale di investitori istituzionali.

settore bancario a contribuire ai costi della crisi), è da porre in relazione e va interpretata 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, su base netta, il solo acquirente, non trovi applicazione all'attività di market making, ai trasferimenti infragruppo e ai trasferimenti di azioni di emittenti quotati che capitalizzano meno di 500 milioni di euro. Nonostante tali correttivi, 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.

<sup>4</sup> L'analisi è stata condotta aggregando tra loro i dati relativi agli impieghi in attività estere forniti dalla Banca d'Italia (grafico 7) e imputando alle due categorie i prodotti del risparmio gestito sulla base delle stime al riguardo fornite dalla Consob (grafico 8).

# ASSOSIM

L'adozione di tali standard risulterebbe altresì utile anche al fine di sviluppare un **mercato delle cartolarizzazioni** che rispondano a caratteristiche di semplicità, trasparenza e, ovviamente, standardizzazione. Oltre a fornire maggiori occasioni di diversificazione di impiego in Italia del risparmio delle famiglie italiane (e non), un efficiente mercato delle cartolarizzazioni potrebbe risultare utile a liberare i bilanci delle banche dai crediti deteriorati e in sofferenza, rendendo quindi ulteriore credito disponibile per le imprese di più piccola dimensione.

Bisognerebbe poi sviluppare **mercati secondari per agevolare lo smobilizzo** degli investimenti operati dai fondi di venture capital e private equity e, a seguire, dagli investitori istituzionali. In quest'ottica si inquadrano alcune riforme adottate nel 2014 in attuazione del progetto PiùBorsa<sup>5</sup> e altre considerate sempre in tale sede e ancora in fase di valutazione da parte degli organi competenti<sup>6</sup>, nonché le riduzioni dei costi di quotazione e mantenimento della quotazione nei mercati dedicati alle PMI (SME Growth Market) contemplati dalla MiFID2. Sempre in quest'ottica, la Commissione Europea sta procedendo a una **revisione della disciplina del prospetto**, non solo al fine di ridurre i costi di produzione, ma anche per rendere lo strumento maggiormente fruibile dagli investitori, diminuendo la quantità delle informazioni in questo contenute, e abbreviarne i tempi di approvazione da parte delle autorità, agevolando in tal modo il time to market.

Sempre nell'ottica di favorire lo smobilizzo degli investimenti posti in essere dai fondi nella fase di crescita dell'impresa, può essere inquadrato anche il programma di lavoro della Commissione Europea (sempre nell'ambito della CMU) volto a standardizzare i processi e la documentazione connessa ai **private placement** (anche sulla scorta del lavoro al riguardo condotto dall'ICMA). Con lo stesso obiettivo dovrebbe essere riconsiderato, a nostro giudizio, tutto il **regime di responsabilità degli intermediari** nell'ambito del private placement e, più in generale, in relazione alle informazioni fornite da emittenti terzi nella documentazione di offerta di titoli di cui curino il collocamento. Si tratta, al riguardo, di individuare una soluzione in grado di garantire un adeguato compromesso tra le più che legittime esigenze di tutela dell'investitore, da un lato, e l'esigenza di contenere i costi di finanziamento per l'economia reale, dall'altro. Quello della responsabilità dell'intermediario è in effetti un tema molto delicato che andrebbe affrontato, quantomeno in un'ottica di **certezza giuridica**, anche in relazione al ruolo da questi svolto (i) quale sostituto di imposta, (ii) nell'ambito dell'attività di contrasto e prevenzione del riciclaggio e del finanziamento al terrorismo e (iii) quale garante del corretto funzionamento dei mercati in relazione alle violazioni del divieto di operare allo scoperto sui mercati regolamentati posto dall'ordinamento in capo al cliente/committente.

Tali interventi tornerebbero ovviamente utili anche al fine di contenere i costi del ricorso al mercato per le imprese di più grandi dimensioni, eventualmente già quotate su un mercato regolamentato. Strumentali a un tale obiettivo sarebbero poi tutta una serie di altri interventi quali, ad esempio, un regime normativo volto a incentivare la ricerca finanziaria e la presenza sul mercato di market makers, nonché un regime armonizzato di tassazione delle rendite finanziarie.

È nota la correlazione esistente tra il numero di **ricerche finanziarie** pubblicate e la liquidità degli strumenti finanziari oggetto delle stesse, nonché tra la liquidità degli stessi strumenti finanziari e il costo del funding per l'impresa che li emette. In tale ottica si pongono le richieste avanzate in

---

<sup>5</sup> Abrogazione del divieto all'emissione di azioni a voto plurimo, riduzione dell'ammontare minimo necessario per costituire un SpA, facoltà per le società chiuse di utilizzare IAS/IFRS per la redazione del bilancio di esercizio, rafforzamento del meccanismo dell'ACE

<sup>6</sup> Detassazione integrale del capital gain e dividendi per gli investitori istituzionali nella fase post-quotazione, costituzione di un fondo di fondi deputato a fornire seed-capital a fondi dedicati all'investimento in PMI nella fase di apertura al mercato e post quotazione.

# ASSOSIM

varie sedi da Assosim per incentivare la produzione di ricerche soprattutto sugli strumenti finanziari non inclusi negli indici di mercato. Allo stato, infatti, la ricerca finanziaria sulle PMI (intendendo per tali le società quotate i cui titoli non fanno parte di un indice di mercato) non è economicamente sostenibile. Come dimostra infatti la seguente tabella, le commissioni di negoziazione sugli strumenti finanziari da queste emessi rappresentano una quota infinitesimale del totale delle commissioni generate dal mercato e, in particolare, delle transazioni commissionate dai gestori, individuali e collettivi, che costituiscono i principali (se non gli unici) consumatori di ricerca finanziaria. Peraltro, la ricerca finanziaria sui titoli ricompresi invece nel FTSE-MIB, quella cioè più remunerativa, è di pressoché esclusiva pertinenza delle case di investimento stabilite del Regno Unito, alle quali i grandi investitori istituzionali internazionali si rivolgono per eseguire le transazioni a valere sui portafogli da loro gestiti. Ai pochi intermediari italiani che ancora producono ricerca non è dato pertanto sussidiare la ricerca sui titoli minori a fronte delle più lucrose ricerche sugli strumenti finanziari ricompresi nell'indice e sull'attività di esecuzione delle relative transazioni. L'introduzione di specifici incentivi fiscali, quali ad esempio un credito di imposta sui costi della ricerca in PMI, contribuirebbe, ad avviso di Assosim, a ridurre i costi di funding per le PMI quotate e, per questa via, rappresenterebbe uno stimolo alla crescita economica del paese.



Strumentale al fine di contenere i costi di funding per l'economia reale è altresì, come accennato, la presenza sul mercato di **market maker** che, garantendo la liquidità sui titoli oggetto della loro attività, riducono il premio a rischio richiesto sugli stessi dagli investitori. Le penalizzanti normative prudenziali da ultimo introdotte hanno peraltro reso eccessivamente onerosa tale attività, in ragione dei rilevanti assorbimenti di capitale a questa connessi. Anche a tal riguardo si pone quindi la necessità di contemperare gli obiettivi di micro stabilità perseguiti dalla normativa prudenziale con le esigenze di crescita dell'economia, la quale sola, garantendo la sostenibilità delle esposizioni debitorie dell'economia reale, può assicurare nel medio-lungo periodo la stabilità del sistema finanziario e, con esso, garantire il risparmio delle famiglie. Giova inoltre sottolineare, sempre a tal riguardo, quanto pesi, soprattutto per l'industria finanziaria italiana, l'assenza di una

# ASSOSIM

nozione armonizzata di attività di market making, dalla quale derivano distorsioni alla competizione nella stessa UE, all'interno della quale, tra l'altro, alcuni paesi membri si sono potuti rifiutare di recepire le indicazioni a tal specifico riguardo adottate in sede ESMA.<sup>7</sup>

Vorremmo da ultimo soffermarci sull'opportunità di portare a compimento il dibattito in relazione alla necessità di istituire un **meccanismo unico di vigilanza anche per il mercato dei capitali**. Risulta ormai evidente come il **Single Rule Book** che si sta a mano a mano costruendo non sia di per sé sufficiente a garantire un uniforme livello di tutela dell'investitore nell'ambito del sempre più integrato mercato unico europeo. Quello di cui sempre più si avverte il bisogno sono **prassi uniche di vigilanza** che solo un'autorità unica a livello UE può ovviamente garantire. Come insegna, ad esempio, l'appena richiamato esempio relativo alla nozione di market maker, l'attività di armonizzazione condotta a livello 3 dall'ESMA continua infatti a rilevarsi del tutto insufficiente.

Una tale circostanza è a nostro avviso di fondamentale rilevanza ai fini di questa indagine conoscitiva, non tanto perché pregiudica la capacità degli intermediari italiani di competere ad armi pari sul mercato unico, ma in quanto, come accennato, con l'attuazione della CMU quote sempre maggiori di risparmio italiano potranno trovare impiego all'estero ove il mercato dei capitali italiano non sarà in grado di offrire adeguate opportunità di investimento in Italia. In tale prospettiva è appunto necessario chiedersi se la vigilanza al riguardo esercitata dalle autorità degli altri paesi UE e, in particolare, da quelle dei paesi dotate di mercati finanziari efficienti, sia appunto in grado di offrire al nostro risparmio un livello di tutela equivalente a quello garantito dalle autorità italiane. Gli stessi limiti del mercato finanziario italiano e, in primo luogo, lo scarso sviluppo di investitori istituzionali, ha necessariamente portato la Consob a sviluppare una cultura di vigilanza incentrata sulla tutela dell'investitore retail, che ovviamente ha avuto minor ragion d'essere in ordinamenti dove, invece, le famiglie hanno una maggiore propensione a investire in prodotti del risparmio gestito. Affinché il nostro risparmio sia equivalentemente o, quantomeno, adeguatamente garantito all'estero è dunque necessario che sia condotto su tali mercati con l'ausilio di investitori istituzionali, tramite i quali, appunto, le strutture di vigilanza dei mercati di capitali che abbiamo definito efficienti si sono nel tempo attrezzate per proteggere gli investitori.

La promozione di importanti interventi di **educazione finanziaria**, come peraltro ben evidenziato ed empiricamente dimostrato in uno studio pubblicato proprio ieri dalla Consob, sarebbe molto utile al fine di realizzare un tale obiettivo. Per mezzo dell'educazione finanziaria, infatti, non solo il livello di competenze e conoscenze dell'investitore medio potrebbe essere innalzato, ma anche e soprattutto la consapevolezza dei risparmiatori circa i propri limiti cognitivi, che impediscono di assumere decisioni di investimento ottimali, potrebbe essere promossa, in modo da indurre l'investitore a ricorrere in maniera più diffusa ai consigli di esperti qualificati. In quest'ottica, particolarmente importante sarà il ruolo che potrà svolgere la **consulenza finanziaria**. Sicuramente positivo è a questo riguardo il lavoro condotto da questa Commissione, che ha portato all'istituzione dell'Albo unico dei consulenti finanziari e del relativo Organismo di vigilanza. Si tratta ora di compiere un salto di qualità per superare un concetto di consulenza confinato dall'ordinamento alla mera valutazione di adeguatezza dei prodotti finanziari raccomandati alla clientela e fare della stessa il momento centrale del processo di selezione degli investimenti, volto a individuare, tra i vari strumenti finanziari adeguati, quello in grado di soddisfare al meglio le aspettative del cliente in considerazione del suo profilo rischio/rendimento.

---

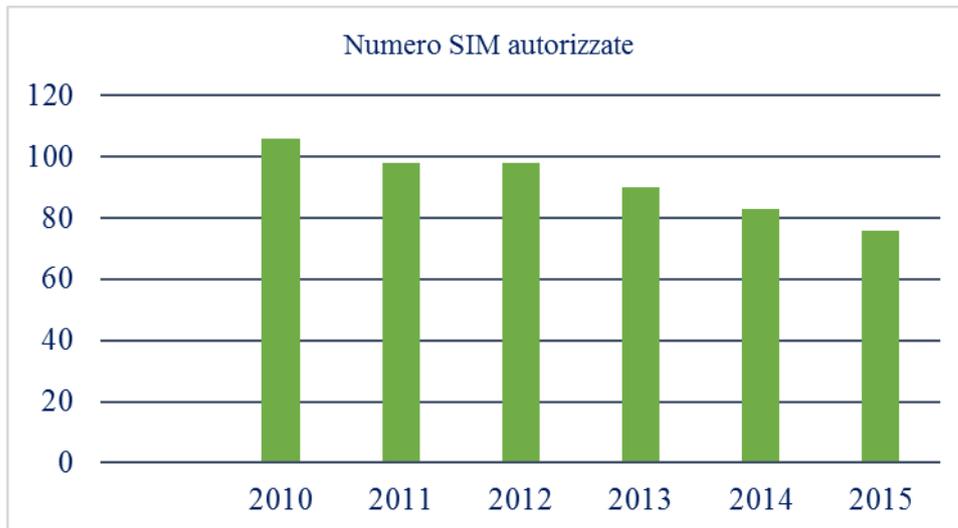
<sup>7</sup> Ciò sta comportando, tra l'altro, la sistematica disapplicazione della FTT per le transazioni eseguite con l'intervento di intermediari basati nel Regno Unito, ai quali viene di fatto consentito di fare a loro discrezione ricorso a tale nozione per beneficiare dell'esenzione al riguardo stabilita dalle disposizioni italiane.

# ASSOSIM

## ALLEGATO

### Il mercato italiano delle SIM

Grafico n. 1 (fonte Albo Consob)



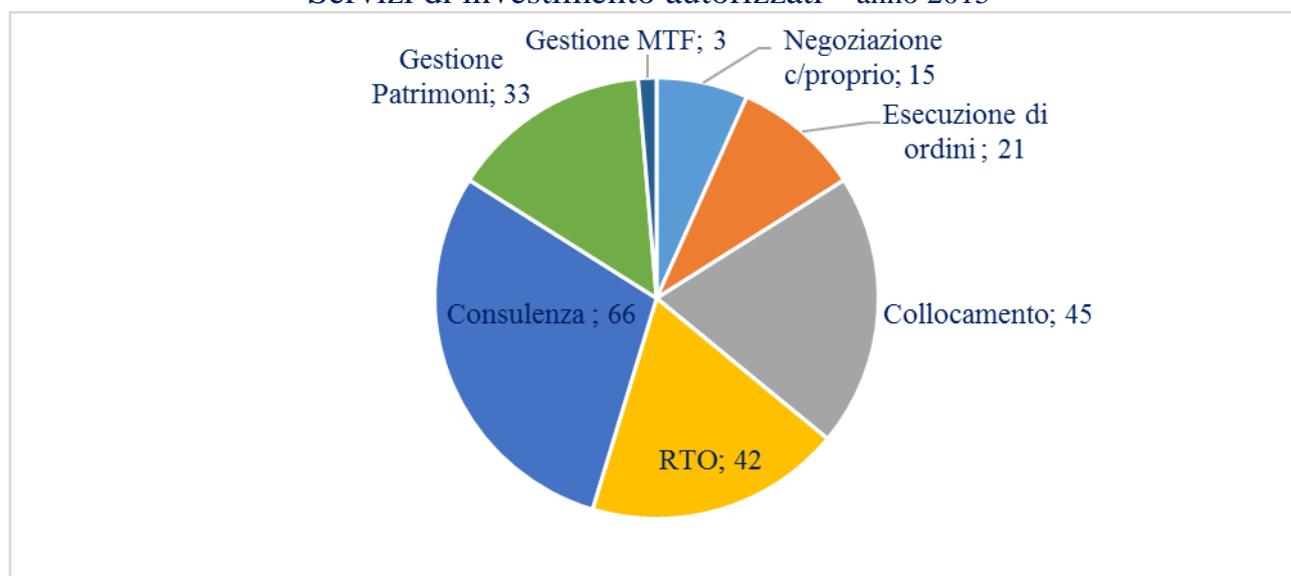
Nel periodo 2010-2015 il numero di SIM autorizzate è diminuito del 28%.

I fattori che hanno influito su tale andamento sono riconducibili, da un lato, all'*outlook* negativo e agli effetti della crisi economico-finanziaria, e, dall'altro, agli oneri di *compliance* crescenti, in un contesto in cui il "principio di proporzionalità" sancito dalle norme UE non ha trovato applicazione, se non in misura modesta. A tal riguardo, basti pensare ai costi di *governance* e all'assetto organizzativo imposti dalla regolamentazione sui profili di stabilità. A ciò si aggiunga la complessità dei processi di autorizzazione (in media solo n. 3 autorizzazioni per anno) e di acquisizione.

# ASSOSIM

Grafico n. 2 (fonte Albo Consob)

Servizi di investimento autorizzati – anno 2015<sup>8</sup>



Il grafico conferma che, nell'ambito dei servizi di investimento prestati dalle SIM, il peso relativo del servizio di negoziazione è diminuito nel tempo<sup>9</sup>, a vantaggio del collocamento e della gestione di portafoglio.

La negoziazione, infatti, si configura oggi come un servizio a basso margine unitario che, per essere redditizio, deve raggiungere soglie dimensionali significative. Inoltre, tale attività comporta oneri di *compliance* più alti rispetto agli altri servizi di investimento, dovuti al *framework* normativo applicabile (MiFID-EMIR-CRR). Da ultimo, la dimensione internazionale dei mercati finanziari fa sì che anche la negoziazione debba avere un orizzonte globale. Detti fattori favoriscono pertanto la prestazione del servizio in questione da parte di realtà di maggiori dimensioni e con profilo internazionale, molto spesso di natura bancaria, allo stesso tempo costituendo una barriera all'ingresso per nuovi operatori minori.

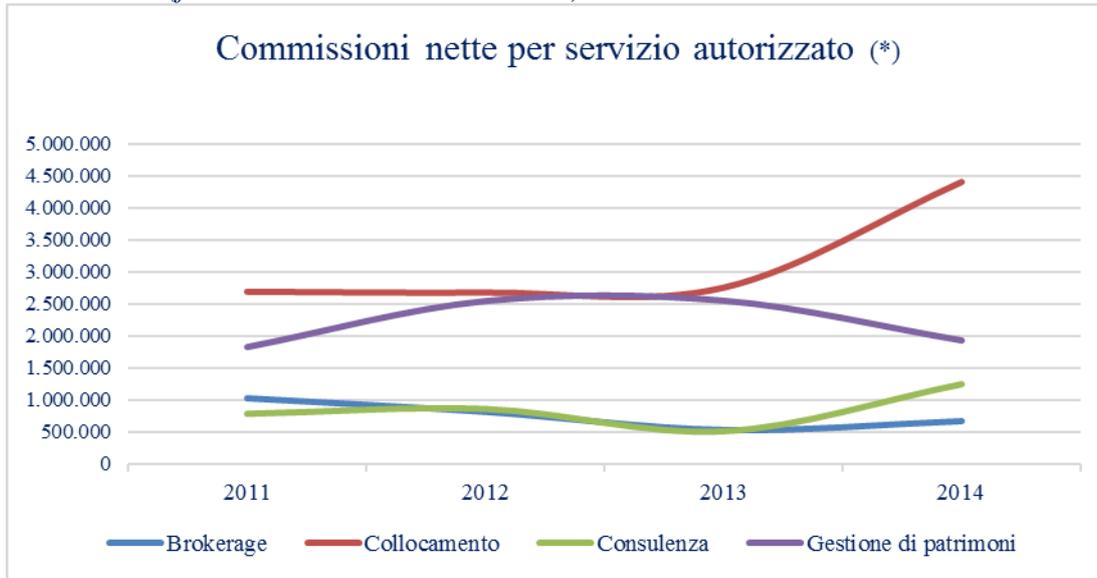
Ad ulteriore conferma di quanto sopra, si evidenzia che soltanto n. 3 SIM sul totale prestano tutti i servizi di investimento (diversi dalla gestione di MTF).

<sup>8</sup> Spesso i servizi di investimento sono prestati in abbinamento. A titolo di esempio, la negoziazione in contro proprio è sempre prestata congiuntamente con la negoziazione in conto terzi e, generalmente, anche con la ricezione e trasmissione ordini; la consulenza si abbina spesso alla negoziazione, alla ricezione e trasmissione ordini e al collocamento.

<sup>9</sup> L'attività tradizionalmente svolta dalle SIM è quella della negoziazione, posto che originariamente le banche non potevano accedere alle Borse e dovevano avvalersi appunto di una SIM.

# ASSOSIM

Grafico n. 3 (fonte De Martini & Partners<sup>10</sup>)



(\*) Il dato è stato ottenuto rapportando le commissioni nette annue ottenute dagli intermediari con offerta prevalente quella indicata (i.e. brokerage; collocamento; consulenza; gestione di patrimoni) al numero di servizi autorizzati (con base 2015).

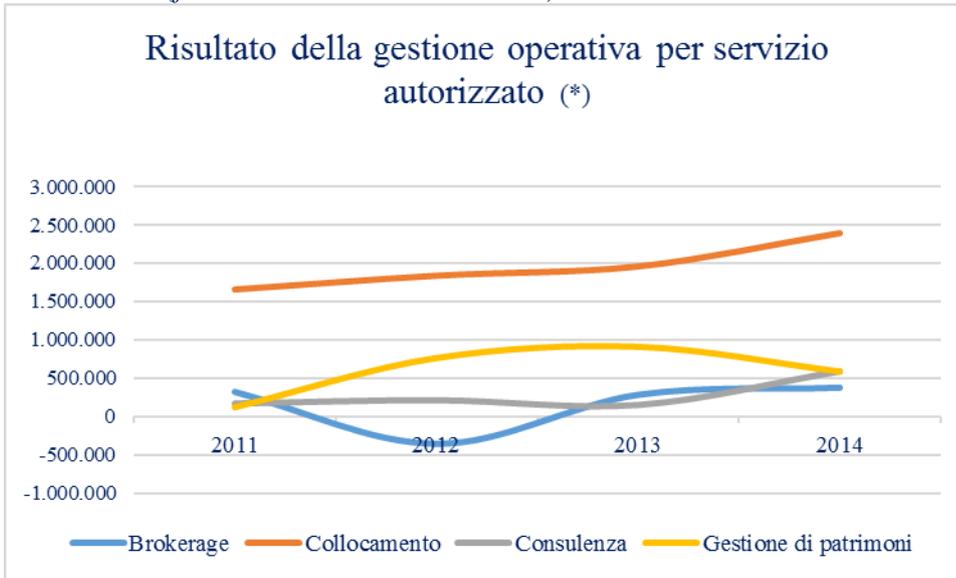
Il grafico evidenzia, per il servizio di collocamento, un incremento significativo delle commissioni nette nel 2013 (con una crescita orientata soprattutto verso l'investimento in OICR esteri<sup>11</sup>). Giova considerare altresì la moderata ripresa registrata, nel corso del 2013, dalle commissioni nette per il servizio di consulenza, la quale potrebbe in parte spiegarsi con l'evoluzione - sia pure molto graduale - delle modalità di prestazione del servizio. Dapprima, infatti, la consulenza era offerta in larghissima parte a titolo gratuito e in abbinamento ad altri servizi di investimento, mentre era prestata e remunerata autonomamente dagli altri servizi solo in pochi casi, che vedevano coinvolti principalmente clienti *private*. A partire dal 2013, invece, la consulenza ha acquisito carattere di autonomia e redditività propria in un sempre maggiore numero di casi, in conformità alle indicazioni dell'Autorità di vigilanza, nel tentativo di promuovere il passaggio dalla logica di vendita a quella di servizio nel migliore interesse dei clienti.

<sup>10</sup> Nel *data base* di De Martini & Partners (Simview.it) le SIM sono classificate in *cluster* per servizio prevalente (da un punto di vista reddituale).

<sup>11</sup> Cfr. Assoreti (relazione annuale 2013).

# ASSOSIM

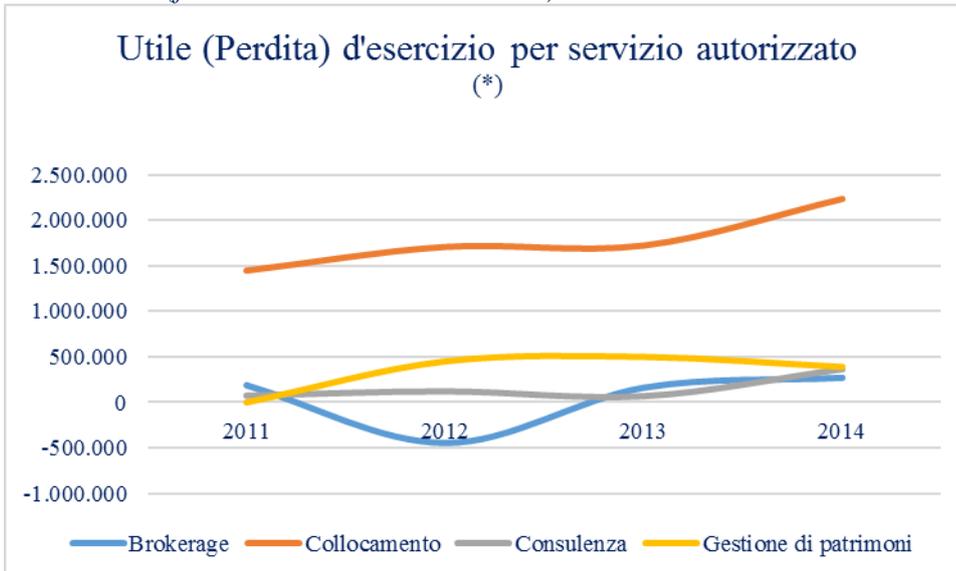
Grafico n. 4 (fonte De Martini & Partners)



(\*) Il dato è stato ottenuto rapportando le commissioni nette annue ottenute dagli intermediari con offerta prevalente quella indicata (i.e. brokerage; collocamento; consulenza; gestione di patrimoni) al numero di servizi autorizzati (con base 2015).

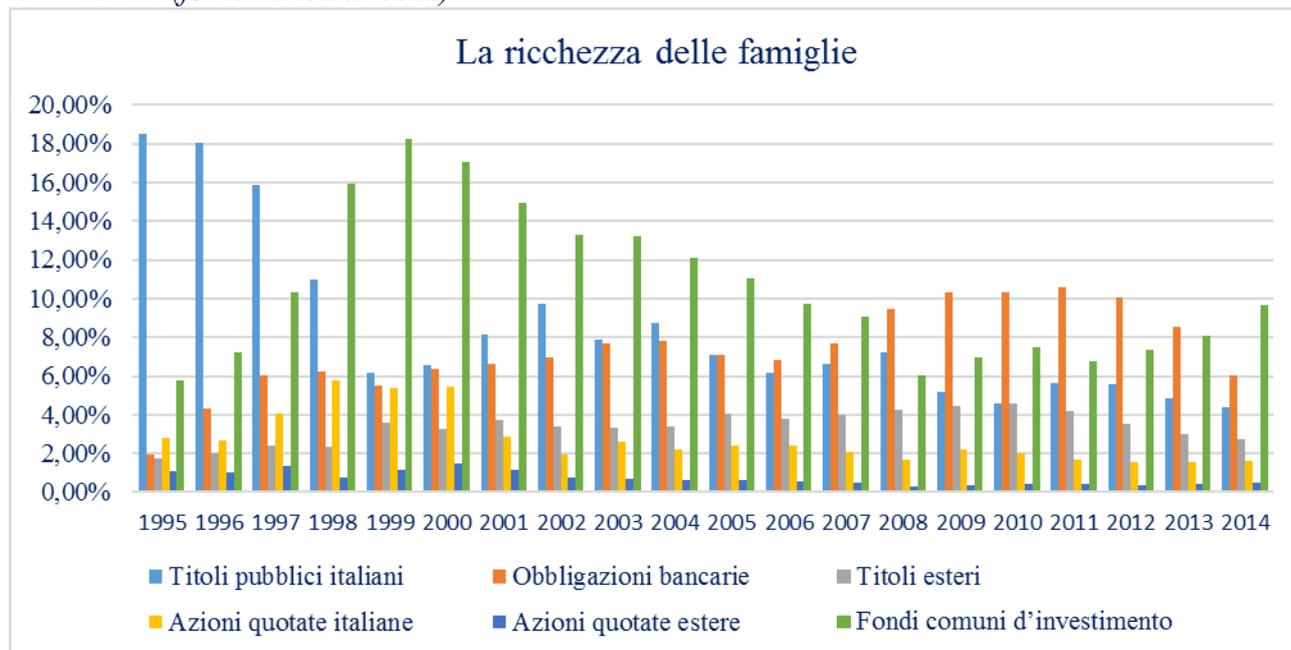
L'andamento del risultato della gestione operativa conferma le considerazioni sopra riportate in merito alla maggiore onerosità, per l'intermediario, del servizio di negoziazione rispetto agli altri servizi di investimento considerati. A tal riguardo, i costi fissi delle SIM aventi il *brokerage* come offerta prevalente hanno inciso in maniera significativa sul risultato operativo (in netta flessione nel periodo 2011- 2012, in presenza di commissioni nette anch'esse in declino). Gli aggiustamenti alla struttura dei costi hanno prodotto un miglioramento nel corso del 2013. Quanto sopra è ulteriormente confermato dall'andamento del risultato di esercizio.

Grafico n. 5 (fonte De Martini & Partners)



(\*) Il dato è stato ottenuto rapportando le commissioni nette annue ottenute dagli intermediari con offerta prevalente quella indicata (i.e. brokerage; collocamento; consulenza; gestione di patrimoni) al numero di servizi autorizzati (con base 2015).

Grafico n. 7 (fonte Banca d'Italia)



Nel corso degli anni considerati, si registra una modifica significativa della struttura del portafoglio delle famiglie italiane. Quest'ultimo, caratterizzato nella seconda metà degli anni '90 da una quota preponderante di titoli di Stato italiani, a fine 2014 si connota per una presenza significativa del risparmio gestito, seguito dalle obbligazioni bancarie e quindi dai titoli di Stato. Meno rilevante appare la quota di investimento diretto in titoli esteri e azioni quotate (italiane e estere). In particolare, il dato delle obbligazioni bancarie denota come gli obiettivi di patrimonializzazione delle banche abbiano influito sulle politiche distributive delle medesime, orientandole verso prodotti della casa a svantaggio di altre tipologie di investimento.

Per quanto concerne il risparmio gestito (fondi e gestioni individuali), le tipologie di investimento evidenziano una quota significativa di titoli esteri (azioni e obbligazioni).

Grafico n. 8 (fonte Consob)

