

L'AIAF e il suo ruolo nella Piazza Finanziaria italiana¹

Obiettivo e finalità del documento

Cosa può fare AIAF (e in che modo) al fine di creare una coscienza comune delle situazioni e delle peculiarità del mercato finanziario affermandosi come elemento indispensabile a disposizione della pubblica opinione?

AIAF, come Associazione, tramite i suoi organi statutari si pone come voce pubblica istituzionale riguardo agli eventi, alle notizie ed ai documenti che interessano il mercato finanziario. Le analisi e gli studi elaborati dai suoi iscritti, secondo metodiche scientifiche, danno infatti compiuta e pertinente interpretazione di essi.

Il contesto del mercato ed i riferimenti ai lavori precedenti dell'AIAF

Il gruppo di lavoro ha esaminato il contesto del mercato sia sotto il profilo dell'offerta e della domanda di titoli e capitali che sotto il profilo dell'offerta e della domanda dell'analisi finanziaria. Dalle interviste effettuate² è risultato che il vero problema del mercato finanziario italiano non è tanto l'offerta ma la debolezza strutturale della domanda sia degli uni che dell'altra.

Mentre risultano ben individuati come attori della filiera le imprese, i gestori di portafogli e gli investitori finali (sia istituzionali che *retail*), risulta molto meno considerata la figura dell'analista finanziario che, invece, con i suoi studi e le sue analisi (sulla documentazione contabile, la strategia, la *governance* societaria, etc.) aiuta a definire i termini ed i rischi dell'investimento oltre che a fungere da diffusore dell'informativa societaria.

Al fine di approfondire la conoscenza del problema sono stati organizzati incontri con i diversi attori (istituzionali) del mercato finanziario (fondi di investimento, società di ricerca, aziende quotate, Borsa) e, alla luce dei feedback ricevuti è stato deciso di concentrare l'analisi sulla domanda di ricerca. In generale si è infatti rilevata una insufficiente disponibilità di informativa a disposizione degli investitori principalmente sulle piccole e medie imprese (Small&Mid Cap) quotate che, a differenza delle *blue chip* sono generalmente meno seguite da parte degli analisti stessi. Poco è stato fatto in questi anni per supportare la ricerca finanziaria specialistica a loro dedicata (sviluppata in termini di vera e propria ricerca scientifica in campo economico-finanziario) con la conseguenza che molte PMI sono prive quasi del tutto di ricerche e di analisi finanziarie.

Se è vero che un'economia avanzata non può prescindere dalla presenza di un mercato di capitali efficiente, dinamico e competitivo, in grado di offrire valide alternative al finanziamento delle imprese e sull'impiego del risparmio dei cittadini, l'importanza dell'attività di ricerca e il ruolo cruciale degli analisti nei mercati di capitali non può e non devono essere sottovalutati. L'attrattività di un mercato è infatti

¹ Il gruppo di lavoro è composto da: Alberto Borgia, Gabriele Cappellini, Simone Chelini, Ettore Fumagalli, Pietro Gasparri, Mario Rosario Maglione e Antonio Tognoli.

² Le interviste sono state effettuate con: Simone Bini Smaghi, Gregorio De Felice, Luca Peyrano e Alessandro Profumo.

funzione del suo grado di efficienza, della liquidità degli strumenti quotati, della trasparenza e del livello di informativa societaria, tutti elementi a cui gli analisti contribuiscono attivamente. Tale necessità diventa anche più pressante nel quadro di uno scenario economico avverso (condizioni più stringenti per l'accesso al credito bancario da parte delle imprese), di un graduale ed irreversibile processo di disintermediazione creditizia e di un livello straordinariamente basso dei tassi di interesse (vedi allegato n° 1 - Documento AIAF del 17 Marzo 2009 su "**Crisi finanziaria, le proposte di AIAF**").

E' il risultato delle analisi che deve far parte di un patrimonio di conoscenze e competenze a disposizione del pubblico nella sua più vasta accezione; a questo fine **la formazione degli Analisti** assume un ruolo centrale nella attività dell'Associazione stessa essendo oggetto della massima cura da parte degli Amministratori dell'Associazione che si impegnano a farla conoscere **attraverso tutti gli strumenti di divulgazione disponibili ed a sponsorizzarla anche economicamente attraverso pubblici concorsi per borse di studio** per consentire ai più meritevoli partecipanti di godere di un giusto incentivo economico.

Da ultimo il gruppo di lavoro ha constatato che nel nostro Paese si sono perse la cultura e le competenze specifiche **sottostanti l'erogazione dei prestiti bancari, ovvero le capacità di valutare accanto ai bilanci, la strategia, i piani e la sostenibilità del business facendo piuttosto affidamento sulla presenza di garanzie collaterali.**

* * *

I diversi provvedimenti legislativi e regolamentari tesi a favorire e facilitare l'accesso ai listini di nuovo capitale emesso da medie e piccole imprese non hanno sortito i risultati sperati, infatti, il non esaltante incremento della massa di azioni quotate rilevato in questi ultimi decenni proviene in larga parte dalla privatizzazione delle grandi imprese energetiche e delle aziende municipalizzate, nonché da imprese creditizie.

Tra le diverse cause della endemica ridotta propensione dell'imprenditoria manifatturiera italiana ad allargare la base azionaria per finanziare gli investimenti necessari alla crescita delle aziende si possono elencare:

- la scarsa propensione dell'imprenditore privato a fornire a terzi (azionisti e investitori) informazioni e motivazioni in merito alle decisioni adottate e alle politiche di investimento passate e future;
- la ritrosia a dover adempiere a più stringenti regole di mercato e dover subire il controllo delle relative autorità;
- il sempre più rilevante numero di adempimenti che una società con azionariato diffuso o quotata deve curare e il costo delle risorse che necessariamente devono essere dedicate a tali adempimenti;
- l'elevato livello di requisiti e la complessità delle strutture interne di cui si deve dotare, secondo la *best practice* di *corporate governance*, una società che raccoglie fondi sul mercato mobiliare;
- la relativamente più agevole possibilità per taluni, almeno fino agli anni precedenti l'attuale periodo di crisi finanziaria, di ottenere finanziamenti attraverso il sistema bancario (mentre ora è ugualmente difficile reperire capitali sia di rischio che di debito).

Si deve anche rilevare che l'attenzione nei confronti delle imprese da parte degli operatori di mercato (degli investitori, dei gestori del risparmio, delle società di gestione del mercato e delle autorità di vigilanza) si è spostato negli ultimi anni dall'analisi dei "fondamentali" indicatori di capacità reddituale, solidità patrimoniale e integrità finanziaria all'esame dei parametri di "*corporate governance*" esposti dalla società *target*.

Se rilevante è, per una decisione di investimento, la valutazione della struttura e del funzionamento degli organi aziendali preposti al governo societario in confronto con le migliori prassi internazionali, altrettanto rilevante in certi casi, se non di più, la valutazione scaturente dall'analisi finanziaria condotta in base alle situazioni contabili consuntivate ed alle previsionali.

In particolare, minore la dimensione della società quotata o potenzialmente quotabile oggetto di esame, maggiore la rilevanza di una valutazione effettuata sui fondamentali, piuttosto che sulla corretta applicazione delle regole di governo societario raccomandate dall'autodisciplina, regole che sono invece indispensabili per una società ad azionariato aperto e diffuso di medio/grandi dimensioni.

Perseguire lo sviluppo del mercato mobiliare italiano passa quindi in prima istanza dallo snellimento dei requisiti richiesti alle PMI per l'ammissione alle negoziazioni presso un mercato regolamentato o non.

Inoltre, le misure che definiscono ridotti requisiti di ammissione per il mercato italiano di crescita delle PMI (AIM), andrebbero e riproposte con una certa gradualità anche per uno specifico segmento del mercato gestito da Borsa Italiana, in modo da costituire un ambiente adatto ad un quasi automatico passaggio al più ampio mercato regolamentato.

Per contro, ma sempre al fine di perseguire gli stessi obiettivi di liquidità, occorrerebbe anche valutare attentamente altri provvedimenti utili ad accrescere l'attuale esigua liquidità sul mercato di crescita dei titoli di PMI dove pare che la limitata quota di flottante, ora definita con intento agevolativo, può costituire invece un freno alla liquidità dei titoli stessi.

Inoltre, l'attenzione degli investitori su tali imprese andrebbe attirata mediante l'analisi dei loro fondamentali pubblicate con una frequenza definita per regolamento (ad es. semestrale) quale requisito indispensabile per garantire la costante diffusione delle informazioni al mercato, con oneri incentivati e solo parzialmente a loro carico.

A questo proposito la recente approvazione anche nel nostro Paese dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) rappresenta un indubbio ed importante passo nella giusta direzione ma a cui si dovranno necessariamente accompagnare ulteriori misure volte a garantire un'adeguata copertura da parte degli analisti sui titoli quotati ed in particolar modo su quelli delle PMI anche alla luce della prossima entrata in vigore della MiFID che potrebbe addirittura peggiorare le cose. A tale proposito AIAF ha sviluppato una proposta alternativa che viene riportata come allegato al presente documento (vedi allegato n° 2 - **Strumenti per valorizzare le equity delle PMI**).

Altri importanti aspetti emersi nel corso degli incontri avuti con gli operatori interpellati sono l'aumento della liquidità depositata dalle imprese nel sistema bancario soprattutto nel corso degli ultimi anni (liquidità che quindi non viene veicolata in investimenti operativi e/o finanziari) e la "perdita" della cultura del "fido" da parte delle banche commerciali, citata da alcuni come una delle principali cause delle crisi bancarie recenti e dell'attuale restrizione creditizia verso imprese e privati. Stiamo assistendo ad un'enorme operazione di ricapitalizzazione del sistema creditizio nazionale in larga parte attribuibile ad affidamenti spesso concessi in passato senza un'attenta analisi prospettica circa le reali capacità dei debitori di poterli ripagare.

AIAF è ritenuta una controparte autorevole nel mercato finanziario italiano. Grazie ai suoi Corsi specifici e/o di preparazione al rilascio dei prestigiosi Diplomi Internazionali (CEFA, CIA, ESG, etc.) AIAF, nel corso del tempo, ha contribuito all'avviamento professionale e alla formazione di decine di analisti. La realizzazione del glossario tecnico denominato "AIAF Definition Guide" (condiviso dai responsabili dei principali uffici studi italiani ed adottato a livello Europeo dall'EFFAS), contenente la definizione dei principali termini e dei

parametri/indici di natura economica, patrimoniale e finanziaria di maggior uso, ha permesso all'Associazione di ritagliarsi anche il ruolo di autorevole "standard setter". Questo suo ruolo al "servizio del mercato" deve essere rafforzato e reso più visibile.

Temi di attenzione riguardo il mercato azionario Italiano: poche società, concentrazione dei volumi e delle ricerche degli analisti (vedi allegato n° 3 – *Quaderno AIAF n. 162: Il ruolo degli Analisti Finanziari nella copertura delle PMI quotate*).

- In Italia, il mercato dei capitali, ha negli ultimi anni acuito il suo ruolo marginale.
- Il numero delle società quotate è passato da 154 nel 1975 a poco più di 330 quarant'anni dopo (di cui però ben 78 sono quotate nell'AIM). Tale numero è notevolmente inferiore rispetto a quello di altri Paesi europei.
- La Borsa ha fallito nella sua funzione principale di attrarre il risparmio e di convogliarlo nell'economia reale al supporto della crescita delle imprese e come forma di destinazione del risparmio.
- La capitalizzazione del mercato rispetto al PIL è poco sopra il 30% rispetto a valori ben superiore dei principali mercati europei.
- Le PMI rappresentano la base del nostro tessuto produttivo ma sono scarsamente rappresentate in Borsa. Solo una minima parte di esse sono quotate con una % di flottante scarsa.
- E' stato stimato che meno del 10% del risparmio degli italiani viene investito direttamente o indirettamente in azioni o in obbligazioni di società italiane. La quota maggiore è investita in titoli di Stato o in titoli esteri (per il tramite i fondi di investimento ed i fondi pensione). Allo stesso tempo Assicurazioni, Fondi di Investimento, Fondi Pensione investono una quota modesta dei propri *asset* sul mercato finanziario italiano contribuendo molto meno che in altri Paesi al suo sviluppo.
- Un listino rappresentato da un numero modesto di titoli, poco seguiti dagli Analisti finanziari, e nel quale la quasi totalità degli scambi si concentra sui 40 titoli del FTSEMIB fa sì che i gestori abbiano obiettivamente poche scelte a disposizione su cui investire. E' da segnalare il paradosso che questi titoli sono in gran parte rappresentativi di società finanziarie mentre è noto che l'economia del Paese si basa principalmente sul settore manifatturiero.
- Oltre il 90% dei volumi e quindi dei flussi commissionali sono concentrati su titoli del FTSE MIB e il 65% sui primi 10 titoli.
- Le società del FTSE MIB rappresentano però appena il 13% circa del numero dei titoli quotati.
- Un altro 5% dei volumi si riferiscono a società del FTSE/*Mid Caps*.³
- Le restanti società quotate (circa 150) attraggono volumi per appena il 2%-3%.⁴
- L'AIM sembra mostrare una maggiore dinamicità rispetto al mercato principale in termini di nuove quotazioni ma gli scambi permangono nel complesso limitati e molti titoli soffrono di scarsa liquidità.

³ Ancora improponibile il paragone tra le *Mid Cap* Italiane e quelle UK in termini di capitalizzazione.

⁴ Il cambio generazionale che si verificherà nei prossimi anni nelle PMI potrebbe spingere molte di queste società ad affacciarsi sul mercato al fine di rendere il passaggio meno traumatico e più efficace.

- La “piattaforma Elite”, nata come incubatore di società destinate alla quotazione, che raccoglie ormai oltre 400 società, si sta trasformando in opportunità per la fornitura di servizi e consulenza da parte di Borsa Italiana.
- L’unico segmento di mercato che sembra funzionare bene è lo Star (grazie ai requisiti minimi richiesti in tema di flottante, *governance*, ricerca finanziaria, ecc.) che rappresenta la vetrina ideale per le *Mid Cap* italiane più dinamiche e con un profilo internazionale, ma purtroppo solo una settantina di società ne fanno parte. Di fatto i flussi degli investitori istituzionali specializzati in *Mid&Small Caps* si concentrano su tali titoli causando a volte un effetto scarsità.⁵
- Il mercato è in mano ai grandi operatori che detengono l’80% del flottante quotato (vedi anche fenomeno del “*naked short selling*” che di fatto non può essere loro proibito).
- Uso ed abuso dei derivati, con loro focalizzazione più sulla speculazione che sulla copertura.
- Evidente conflitto di interessi delle agenzie di rating internazionali possedute da intermediari.
- Scarsa efficacia delle ormai sovrapposte autorità regolatorie europee e nazionali.⁶

Milano, marzo 2017

Allegati n. 3:

1. Documento AIAF del 17 Marzo 2009 su “*Crisi finanziaria, le proposte di AIAF*”
2. *Strumenti per valorizzare le equity delle PMI*
3. *Quaderno AIAF n. 162: Il ruolo degli Analisti Finanziari nella copertura delle PMI quotate*

⁵ A tale proposito c’è da domandarsi se sia possibile un passaggio “forzoso” di alcune realtà quotate all’AIM al mercato STAR per allargare le opportunità di investimento del Retailer - PIR.

⁶ Si rileva anche la scarsa efficacia della profilatura MIFID.