

Il ruolo dei Fondi di investimento alternativi nel finanziamento dell'economia reale

Alternative Investment Funds: new tools to finance the real economy

Patrizia Celia, Borsa Italiana | Massimo Giorgini, Borsa Italiana e Università di Torino

Keywords

Fondi di investimento alternativi, fondi chiusi, finanziamento, reti private

Jel codes

G23, G28

I Fondi di investimento alternativi (Fia) di tipo chiuso fanno esperienza di un momento storico di particolare dinamismo, grazie alla possibilità di concentrarsi su strategie di medio e lungo termine, implementate con investimenti in asset class di economia reale. Investimenti non tradizionali, per cui l'investimento indiretto per il tramite di Fia facilita l'accesso e la diversificazione del portafoglio e l'ottimizzazione del profilo di rischio-rendimento. L'industria sembra concordare sulla convergenza di azioni e strumenti a supporto dell'ampliamento della base di investitori sottoscrittori di Fia. Con una rafforzata collaborazione tra produzione e distribuzione, migliorerebbero i presidi a tutela degli investitori e la trasparenza informativa del Fia.

The closed-end Alternative Investment Funds (Aif) are experiencing a positive momentum thanks to the possibility offered by such financial instruments to focus on medium to long term strategies, implemented by the means of investments in asset classes of real economy. The industry seems to agree on the convergence of actions and tools supporting the expansion of the investor base of Aifs underwriters. A strengthened collaboration between product manufacturing and distribution would make synergic the definition of investment vehicles with their commercialization, improving investors protection and disclosure of the Aif.

1. Introduzione

La direttiva 2011/61/UE¹, conosciuta come Alternative Investment Fund Managers Directive e recepita in Italia nel 2015, sottopone a disciplina uniforme tutti i gestori di Fondi di investimento alternativi (Gefia) che non ricadono nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/Ce. Vengono così ricondotti all'interno del perimetro della Aifmd i fondi e veicoli societari, quotati o non quotati, con caratteristiche alle volte molto diverse tra loro per struttura interna, strategia di investimento, mercati di riferimento e che storicamente gravitavano fuori dalla gestione collettiva del risparmio Ucits: hedge funds o fondi speculativi aperti e chiusi, fondi chiusi di private equity e venture capital, fondi chiusi di private debt, fondi immobiliari, fondi infrastrutturali e altri veicoli di investimento.

All'interno della famiglia dei Fondi di investimento alternativi (Fia), il sottogruppo relativo ai Fondi chiusi sta vivendo un momento di particolare dinamismo, grazie alla possibilità di concentrarsi su strategie di medio e lungo termine, implementate tipicamente per il tramite di investimenti in asset class di economia reale, e nello specifico in Pmi, start-up, progetti di corporate venture capital, asset infrastrutturali, e di energia rinnovabile, real estate e così via. Investimenti tipicamente non tradizionali e di difficile accesso diretto per alcune categorie di investitori, per cui l'investimento indiretto per il tramite di Fondi di investimento alternativi facilita non solo l'accesso ma soprattutto la diversificazione del portafoglio e l'ottimizzazione del profilo di rischio-rendimento.

A dimostrazione della sentita esigenza dell'Unione europea e, nello specifico, dell'Italia di veicolare sempre più risorse

¹ Directive 2011/61/Eu of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/Ec and 2009/65/Ec and Regulations (Ec) No 1060/2009 and (Eu) No 1095/2010 Text with Eea relevance.

verso strumenti di finanziamento di lungo termine, particolare attenzione viene riposta sui Fia chiusi di tipo Eltif – Fondi europei di investimento a lungo termine (European Long-Term Investment Funds). Fondi disciplinati da una specifica normativa comunitaria armonizzata che beneficino del cosiddetto passaporto comunitario anche in termini di commercializzazione agli investitori retail (diversamente limitato esclusivamente agli investitori professionali). Al fine di concentrare gli investimenti in economia reale, la normativa sugli Eltif individua puntualmente il target di investimento vincolando il 70% del patrimonio del fondo all'investimento in azioni, obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari emessi da società private o quotate con capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro. Considerata la naturale capacità dei Fia chiusi, siano essi di tipo Eltif o meno, di veicolare le risorse di investitori domestici e internazionali verso strumenti di finanziamento capaci di influenzare la crescita sostenibile del nostro Paese, il dibattito si sta ora spostando sulle modalità di ampliamento della base di investitori sottoscrittori e sulla eventuale necessità di prevedere incentivi fiscali dedicati alla sottoscrizione di tali strumenti. In tale contesto si inseriscono le considerazioni sulla possibile quotazione dei Fia chiusi e sui possibili incentivi fiscali alla sottoscrizione di tali strumenti da parte di investitori professionali e retail per strategie di investimento compatibili con il loro profilo di rischio.

2. La quotazione dei Fia chiusi

Consapevole del potenziale contributo dei Fia al finanziamento della crescita del Paese, Borsa Italiana ha avviato un progetto di riorganizzazione e sviluppo del Miv, il Mercato regolamentato dedicato ai veicoli di investimento di tipo chiuso e a capitale permanente. L'obiettivo è quello di sviluppare una piazza finanziaria dedicata al supporto del processo di fund-raising sia in fase di costituzione del veicolo tramite Ipo, sia in fase successiva tramite aumenti di capitale ricorrenti, ottimizzando inoltre i tempi tecnici di eventuali disinvestimenti anticipati senza impattare la valorizzazione delle quote per gli altri investitori di lungo termine.

A seguito dell'implementazione in Italia della direttiva Aifm e in un'ottica di razionalizzazione e valorizzazione dei Fia, Borsa Italiana ha aggiornato l'impianto regolamentare del mercato Miv, dapprima nel 2015 per allineare il mercato alle previsioni normative e più recentemente con le modifiche entrate in vigore il 3 giugno 2019². Così facendo, è stata inizialmente semplificata la procedura e la documentazione da predisporre per la quotazione e si è successivamente intervenuti sull'ampliamento delle tipologie di strumenti quotabili, sugli obblighi di disclosure degli emittenti e sulla modalità di negoziazione degli strumenti quotati sul segmento professionale.

Sebbene a giugno 2019 si registrino sui mercati di Borsa Italiana 42 veicoli di investimento quotati su più mercati (Mta, Miv e Aim Italia), di cui solamente uno arrivato in quotazione sul Miv dopo l'implementazione della direttiva Aifm, a seguito delle ultime modifiche di assetto di mercato il Miv si propone come il mercato di riferimento per la quotazione dei fondi chiusi e i permanent capital vehicles (figura 1).

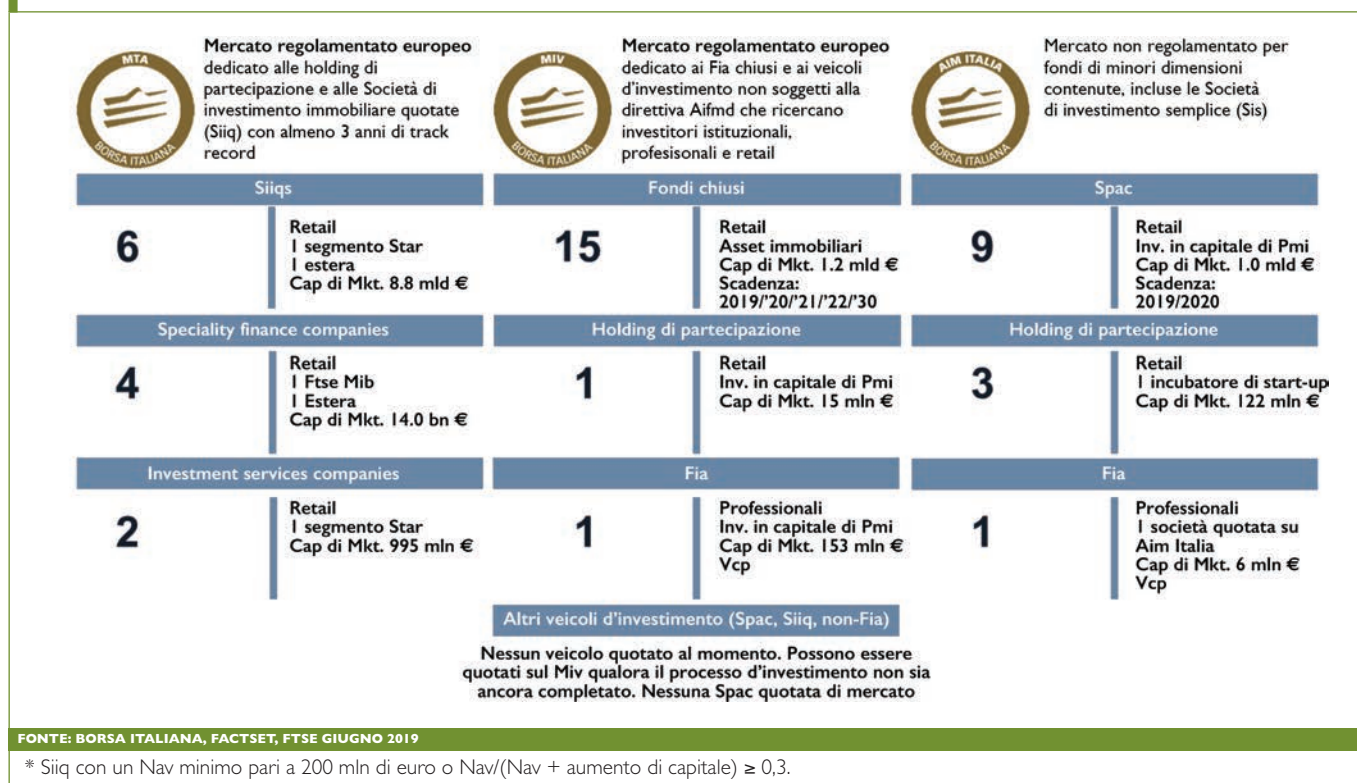
Il Miv si compone di due diversi segmenti di mercato in cui è possibile negoziare strumenti destinati agli investitori retail e strumenti destinati ai soli investitori professionali. Il modello di mercato è stato definito al fine di poter ospitare diverse tipologie di veicoli, sia italiani che esteri.

Nello specifico, possono essere ammesse alla quotazione sul Miv le quote e le azioni di Fia chiusi, inclusi gli Eltif, gli Euveca e gli Eusef, nonché le quote o azioni di Fia aperti riservati. Possono inoltre essere ammessi alla negoziazione sul mercato Miv le Special Purpose Acquisition Companies (Spac), le società diverse dai Fia, con una strategia di investimento non ancora completata, quali ad esempio le Siiq e le Holding Companies che non hanno ancora investito il capitale raccolto.

Ai fini dell'ammissione a quotazione di un Fia sul mercato Miv sono richiesti innanzitutto l'autorizzazione all'esercizio dell'attività riservata ai sensi della direttiva Aifm e il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo. Tali autorizzazioni devono essere rilasciate da Banca d'Italia e Consob in caso di veicolo italiano o da altra Autorità com-

² Avviso di Borsa n. 12185 del 31 Maggio 2019; Avviso di Borsa n. 10800 del 15 Maggio 2019; Modifiche Regolamento dei Mercati e alle relative Istruzioni - in vigore dal 3 giugno 2019. Conferma entrata in vigore: Revisione della disciplina dei fondi alternativi da quotare nei mercati Miv e Etfplus.

Figura 1

Veicoli di investimento quotati sui mercati gestiti da Borsa Italiana

petente con successivo passaporto in Italia in caso di veicolo estero comunitario. Tra gli altri requisiti di ammissione si ricordano: ammontare raccolto almeno pari a 25 milioni di euro, sottoscritto da un numero minimo di investitori tale da garantire un adeguato livello di flottante e l'esplicita previsione della quotazione su un mercato regolamentato all'interno del contenuto del regolamento (o dello statuto) del Fia.

Tenendo conto della possibile costituzione a ridosso della quotazione del veicolo, è richiesto infine un solo bilancio certificato il cui periodo di riferimento può essere anche inferiore all'anno solare.

Al fine di supportare l'ammissione di Fia anche in una fase successiva al periodo di raccolta, non è obbligatoria la figura di una banca di investimento sponsor, mentre l'operatore specialista è obbligatorio solamente per i Fia autorizzati alla commercializzazione presso gli investitori retail.

La quotazione di veicoli di investimento diversi dai Fia sul

segmento professionale del Miv prevede invece requisiti di ammissione più stringenti, tra cui ad esempio una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro, un livello minimo di flottante almeno pari al 35%, la nomina di una banca sponsor nel caso in cui l'emittente non abbia già altri strumenti quotati sui mercati di Borsa Italiana, una chiara e dettagliata strategia di investimento coerente con le previsioni regolamentari del mercato, un adeguato track record del team di promotori³.

Il progetto di Borsa Italiana di sviluppo di un mercato dedicato alla quotazione dei fondi chiusi fa seguito al trend internazionale di crescita del numero di questa tipologia di strumenti quotati. Sebbene il fenomeno sia ancora poco noto in Italia, la quotazione dei fondi chiusi è invece già ampiamente diffusa in altri paesi. A giugno 2019, sui mercati del London Stock Exchange si contano infatti oltre 450 fondi chiusi con una capitalizzazione di mercato aggregata superiore a 220 miliardi di dollari. Veicoli caratterizzati da una

³ Si faccia riferimento all'art. 2.2.34 e seguenti del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana per i requisiti di ammissione al mercato Miv delle quote o azioni di Fia.

Tavola 1

Requisiti di ammissione a quotazione sul mercato Miv			
	Segmento retail		Segmento professionale
	Fia	Fia riservati	Non-Fia
Bilanci certificati	Anche inferiore a un anno, purché assoggettati al giudizio di un revisore legale		
Capitalizzazione	x (ma ammontare del capitale raccolto 25 mln di euro)	x (ma ammontare del capitale raccolto 25 mln di euro)	40 mln di euro
Flottante	Adeguito per assicurare un regolare funzionamento del mercato	Adeguito per assicurare un regolare funzionamento del mercato	35%
Sponsor	x	x	Obbligatorio (se la società non ha altri strumenti già ammessi alla quotazione da Borsa Italiana)
Specialista	Obbligatorio	x	x
Politica d'investimento	Come da regolamento	Come da regolamento	<ul style="list-style-type: none"> • La società non deve investire in quote di Fia per più del 20% delle proprie attività • Una precisa e dettagliata strategia di investimento
Statuto	Il regolamento del fondo o lo statuto della Sicav o della Sicaf deve prevedere la quotazione in un mercato regolamentato	Il regolamento del fondo o lo statuto della Sicav o della Sicaf deve prevedere la quotazione in un mercato regolamentato	<ul style="list-style-type: none"> • Deve prevedere l'investimento in via prevalente in una società o attività in base alla propria strategia politica di investimento • Deve prevedere una durata della società non superiore a 36 mesi per fare uno o più investimenti significativi (che rappresentino più del 50% dell'attivo)
Prospetto informativo	Approvazione dell'Autorità competente italiana o dello Stato membro Eu (e poi passportato in Italia)		
Altro	Autorizzazione Aifm	Autorizzazione Aifm	<ul style="list-style-type: none"> • Track record del management di almeno 3 anni • Politica dei conflitti d'interesse • Amministratori indipendenti • Autonomia gestionale

grande varietà di strategie di investimento, che includono da fondi esclusivamente dedicati all'economia domestica (start-up, Pmi, strategie generaliste con specializzazione settoriale o tecnologica, che investono in strumenti di capitale di rischio e/o di debito) a fondi con diversificazione geografica; da fondi con strategie più tradizionali a fondi con strategie più innovative. Secondo alcune elaborazioni del London Stock Exchange su dati Nomisma si contano circa 80 diversi sottosettori con esposizione su diverse asset class e geografie. Il progetto di sviluppo del mercato Miv ha visto il coinvolgimento dell'intera industria: il nuovo assetto di mercato è stato infatti definito a seguito di un intenso confronto con

i potenziali promotori di nuovi veicoli di investimento, con le diverse tipologie di possibili sottoscrittori, gli intermediari e gli advisor finanziari e legali.

Come ci si aspettava, l'apertura del mercato a nuove forme di veicoli e la nuova modalità di negoziazione hanno generato interesse da parte di diversi promotori: secondo le stime di Borsa Italiana, sono oltre 50 i potenziali promotori di Fia entrati in contatto con la società di gestione del mercato per valutare i requisiti di ammissione e le tecnicità della nuova modalità di negoziazione. Di questi, almeno 20 stanno concretamente dando seguito alle richieste di informazioni.

Figura 2

Diversificazione dei fondi di investimento

Global	Asia Pacific	Sector Specialist	Property
Global - Equity	Japan - General	Asset Leasing	Property - Equities
Global - Defensive	Japan - Smaller Company	Environmental/Alt. Energy	Property - UK Commercial
Global - Equity Income	Asia Pacific - Ex Japan	Financials	Property - UK Long Leases
Global - Smaller Company	Asia Pacific - Inc Japan	Life Sciences / Biotech	Property Specialist - Residential
Global - Other	Asia Pacific - Income	Metals / Mining	Property Specialist - Student
	Asia Pacific - Smaller Company	Music Royalty	Property Specialist - Retail
	Asia Pacific - China	Oil & Gas	Property Specialist - Healthcare
	Asia Pacific - India Equity	Reinsurance	Property Specialist - Other
	Asia Pacific - India Infrastructure	Soft Commodities / Timber	Property - Europe Regional
	Asia Pacific - Vietnam	Technology	Property - Germany
	Asia Pacific - Other Countries	Utilities	Property - Emg. Europe Regional
			Property - Emg. Europe Other
			Property - Russia
			Property - Ukraine
			Property - HK/China
			Property - Vietnam
			Property - Global
			Property - Africa / Middle East
North America	Emerging Markets	Private Equity	
US - General	Emerging - Global	Private Equity - Direct	
US - Smaller Company	Emerging - Special Situations	Private Equity - Fund of Funds	
Canada - Income	Emerging Europe - Regional	Private Equity - IP Royalty	
	Emerging Europe - Russia	Private Equity - VC / Pre-IPO	
	Emerging Europe - Other Single	Private Equity - Asia	
	Latin America - Regional	Private Equity - China	
	Latin America - Brazil	Private Equity - India	
	Africa/M. East - Regional	Private Equity - Russia / Emg Eur	
	Other Emerging - Single Country		
Debt	Hedge Funds	Europe	
Diversified	Single Manager - £	Europe - General	
Asset Backed / Secured Loans	Single Manager - Euro	Europe - Smaller Company	
CLOs	Single Manager - US\$		
Direct Lending	Fund of Funds - Illiquid Assets	Infrastructure	
Infrastructure Debt	Single Manager - £	Infrastructure - PPP / Core	
Distressed Debt		Infrastructure - Renewables	
Real Estate Debt			
Pharma Debt - Royalties			
Cash Funds			
UK			
UK - All Companies			
UK - Equity Income			
UK - Equity & Bond Income			
UK - High Income (Smaller Cos)			
UK - Mid Cap			
UK - Smaller Company			
UK - Smaller Cos Specialist			
UK - All Companies			

SETTORE
SOTTO-SETTORE

FONTE: LONDON STOCK EXCHANGE, FTSE MAGGIO 2019

Le caratteristiche dei promotori interessati confermano la scelta strategica di posizionamento del mercato, con la sua neutralità rispetto alle strategie di investimento e alle forme di costituzione dei veicoli. Sono infatti attesi in quotazione sia fondi di Venture Capital, che fondi di Private Equity e Private Debt, sia veicoli societari che fondi negoziali, sia fondi con durata predeterminata sia permanent capital vehicles, sia Fondi di investimento alternativi riservati, sia fondi armonizzati alla commercializzazione agli investitori retail quali gli Eltif. Il mercato, infine, ben si presta per perseguire strategie di investimento in asset infrastrutturali, real estate e persino strategie ancor più innovative.

Attraverso la quotazione, i fondi chiusi avranno la possibilità di accedere a una più ampia e diversificata platea di investitori: la domanda potrebbe nascere non solo da asset manager tradizionali operanti sul mercato italiano, ma prevalentemente da reti di Private Banking e Wealth Management, Family Office e Asset Owners di matrice istituzionale. I risultati del collocamento delle azioni Nb Aurora

nel maggio 2018 confermano infatti la composizione eterogenea della base di investitori sottoscrittori al momento dell'Ipo, con una significativa partecipazione da parte delle reti di wealth management e private banking (circa il 47% della raccolta totale).

Diventa ora fondamentale il contributo degli intermediari italiani: il collocamento in Ipo di questi strumenti non può essere gestito in maniera tradizionale, così come non possono essere convenzionali l'orizzonte di investimento (tipicamente a medio e lungo termine) e la modalità di negoziazione, orientata più alla gestione dell'esigenza di liquidazione anticipata da parte dei sottoscrittori iniziali piuttosto che alla valorizzazione delle quote o delle azioni.

Una rafforzata collaborazione tra gli specialisti di prodotto e gli specialisti di Equity Capital Markets, Equity Research e Equity Sales renderebbe sinergiche le fasi di definizione della struttura dei veicoli e commercializzazione, migliorerebbe i presidi a tutela degli investitori e la trasparenza informativa dal collocamento alla fase di maturità del Fia.

Diventa inoltre sempre più strategico il propedeutico lavoro di identificazione della clientela target, che non può più limitarsi solamente ad alcune categorie di investitori istituzionali ma deve sempre più avere l'obiettivo di intercettare nuove masse gestite a oggi ancora non sistematicamente indirizzate verso queste tipologie di strumenti finanziari.

3. Il ruolo delle reti Private nella distribuzione dei Fia

In Italia, l'industria del Private Banking e del Wealth Management potrebbe rappresentare un nuovo canale per il finanziamento dell'economia reale attraverso un informato e strutturato sviluppo dell'incontro tra domanda e offerta. L'Associazione Italiana Private Banking (Aipb) ha recentemente evidenziato⁴ come la clientela private sarebbe disponibile a immobilizzare una quota del patrimonio (fino al 20%) per un lungo periodo (fino a 10 anni), in cambio di maggiori rendimenti o di incentivi fiscali. Un'altra recente indagine di Aipb-Ipsos⁵ ha confermato tale indirizzo, evidenziando come il 52% dei clienti private intervistati sia disponibile a investire parte del patrimonio per 10 anni.

Dal punto di vista dell'investitore finale, l'ampliamento del bacino di offerta di strumenti in economia reale e asset class alternative potrebbe favorire opportunità di investimento caratterizzate da rendimenti potenzialmente maggiori rispetto alla media di mercato. Al tempo stesso, l'offerta di tali strumenti potrebbe parimenti favorire la riduzione del funding gap delle principali asset class della nostra economia reale.

È verosimile ipotizzare che nei prossimi anni gli investimenti in economia reale troveranno maggior spazio nei portafogli degli investitori, anche High Net Worth Individuals, grazie a questi strumenti. Guardando alla sola industria italiana del Private Banking e del Wealth Management in Italia, il potenziale è sicuramente elevato. Al 30 settembre 2019 lo stock di ricchezza finanziaria gestita dal Private Banking valorizzava 869 miliardi di euro⁶, di cui circa 539 investiti in titoli, fondi e gestioni patrimoniali. Il servizio di consulenza finanziaria di livello Private rende tale ricchezza

potenzialmente adeguata per asset class e strategie di medio-lungo termine, e ascrivibile a una particolare categoria di investitori con minori esigenze di liquidabilità immediata degli asset. Investimenti in economia reale possono dunque consentire l'accesso a rendimenti che incorporano premi di illiquidità e minore correlazione con i mercati, generalmente apprezzata in contesti di mercato volatili in quanto fonte di limitazione e diversificazione del rischio idiosincratico. I dati dell'ultima *Analisi del mercato servito dal Private Banking* evidenziano infatti come il 60,5% degli asset gestiti dall'industria del Wealth Management faccia riferimento a profili Mifid di tipo aggressivo o dinamico. Una recente indagine di Aipb-Prometeia⁷ ha confermato come il peso degli investimenti in strumenti alternativi risulti ancora limitato (circa 4 miliardi di euro), ma con un potenziale di sviluppo significativo in virtù della crescente propensione agli investimenti alternativi e del fatto che le masse gestite dall'industria del Private Banking siano in aumento, oramai comparabili all'aggregato gestito da compagnie assicurative, fondi pensione e casse private.

Caratteristiche queste tipiche dei Fia che sarebbero confermate anche in caso di quotazione, grazie alla nuova modalità di negoziazione introdotta da Borsa Italiana. A decorrere dal 3 giugno 2019, infatti, le azioni e le quote di veicoli di investimento in negoziazione sul segmento professionale del Miv beneficiano di una modalità di negoziazione ancorata al Nav. L'obiettivo è quello di consentire la liquidabilità anticipata dello strumento, senza generare rumore nel mark-to-market di breve termine di uno strumento che ha l'obiettivo di generare rendimenti per i sottoscrittori su un orizzonte di investimento anche decennale.

4. Conclusioni

I Fondi di investimento alternativi (Fia) di tipo chiuso fanno esperienza di un momento storico di particolare dinamismo, grazie alla possibilità per questa tipologia di strumenti di concentrarsi su strategie di medio e lungo termine, implementate tipicamente per il tramite di investimenti in

⁴ Aipb, maggio 2019.

⁵ Aipb-Ipsos, dicembre 2019.

⁶ Analisi del mercato servito dal Private Banking in Italia (Aipb, dati al 30 settembre 2019 e al 31 dicembre 2018).

⁷ Aipb-Prometeia, dicembre 2019.

asset class di economia reale. Investimenti non tradizionali e di difficile accesso diretto per alcune categorie di investitori, per cui l'investimento indiretto per il tramite di Fia faciliterebbe non solo l'accesso ma soprattutto la diversificazione del portafoglio e l'ottimizzazione del profilo di rischio-rendimento.

La recente esperienza di quotazione di un permanent capital vehicle con strategia di private equity e l'interessante pipeline di altri veicoli di investimento, tra cui Fia con strategie di investimento in venture capital, growth capital e tecnologie emergenti, oltre che le ulteriori iniziative a favore di investimenti in private debt, infrastrutture, energie rinnovabili e altri settori tipici per il tessuto imprenditoriale del nostro Paese testimoniano il ruolo strategico che potrebbero assumere i Fondi di investimento alternativi quotati nel finanziamento dell'economia reale.

Il progetto di riorganizzazione e sviluppo del mercato Miv contribuisce alla genesi di nuove iniziative, all'incremento delle masse gestite da destinare a tali asset class, all'aumento della trasparenza degli strumenti e alla liquidabilità delle quote secondo una nuova modalità di negoziazione ancorata al Nav e meno correlata con l'andamento e la volatilità di breve termine dei mercati finanziari.

L'industria sembra concordare sulla necessaria convergenza di azioni e strumenti a supporto dell'ampliamento della base di investitori sottoscrittori di Fia quotati. Una rafforzata collaborazione tra produzione e distribuzione renderebbe sinergiche le fasi di definizione dei veicoli e commercializzazione, migliorerebbe i presidi a tutela degli investitori e la trasparenza informativa dal collocamento alla fase di maturità del Fia.

Risulterebbero di grande supporto allo sviluppo dei Fia la

creazione di competenze specialistiche presso i dipartimenti di Equity Capital Market, Equity Research e Equity Sales. Così come cruciale sarà la collaborazione tra i diversi player di mercato. In particolare, di fondamentale importanza sarà il coinvolgimento delle reti di private banking e wealth management capaci di intercettare Hnwi con sensibile interesse verso prodotti di investimento alternativi.

Dal dialogo con l'industria e dall'analisi del fenomeno a livello globale si è arrivati a un primo set di proposte innovative al nuovo assetto del mercato Miv, che ha trovato il favore di un ampio bacino di promotori. Fondamentale risulta ora il supporto di tutti gli stakeholder del mercato, sia primario che secondario, per il successo del nuovo modello di mercato.

Bibliografia

Aipb (2019), *Private banking e finanziamento all'economia reale: come favorire l'incontro tra domanda e offerta*.

- (2019), *Analisi del mercato servito dal Private Banking in Italia*.

- (2019), *L'industria del Private Banking in Italia: un'opportunità per i Private Markets*.

Aipb-Ipsos (2019), *L'industria del Private Banking in Italia: un'opportunità per i Private Markets*.

Aipb-Prometeia (2019), *Investimenti alternativi e Private Market: inquadramento internazionale e stato dell'arte nel Private Banking*.

Borsa Italiana, *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana Spa e relative Istruzioni e Guida ai Parametri*.

- (2019), Avviso di Borsa n. 12185: Modifiche Regolamento dei Mercati e alle relative Istruzioni, in vigore dal 3 giugno 2019. Conferma entrata in vigore: Revisione della disciplina dei fondi alternativi da quotare nei mercati Miv e Etfplus, 31 maggio.

- (2019), Avviso di Borsa n. 10800: Modifiche Regolamento dei Mercati e alle relative Istruzioni, in vigore dal 3 giugno 2019, Revisione della disciplina dei fondi alternativi da quotare nei mercati Miv e Etfplus, 15 maggio.