

Capitali di rischio per imprese ad alto valore ambientale e sociale

Exposure document. Aperto a commenti fino al 30/6/12

Milano, 19 giugno 2012

A cura di Matteo Bartolomeo (bartolomeo@makeacube.com, bartolomeo@avanzi.org)

Telefono 02305160, 3338750972 Twitter: @matbartolomeo Skype: matteobartolomeo

Sommario

Background e obiettivi.....	2
Perché ci occupiamo di start up e di “sociale e ambientale”	3
Le caratteristiche delle start up ad alto valore ambientale e sociale	4
Cosa fanno	4
Come lo fanno	4
Da dove nascono	5
I fallimenti del mercato dei capitali di rischio.....	6
Le idee emerse	8
Lato dell’offerta di capitali.....	8
Intermediazione.....	8
Lato della domanda di capitali.....	9
Le proposte: 6 ambiti d’intervento prioritari.....	10

Background e obiettivi

L'elaborazione del presente documento, aperto a modifiche, è avvenuta in più tappe:

- preparazione di un background document, a cura di Make a Cube³;
- raccolta di suggerimenti, proposte e modifiche, attraverso un workshop organizzato a Milano (5 giugno 2012) cui hanno partecipato circa 40 esperti¹;
- revisione del testo e definizione critica delle proposte, a cura di Make a Cube³;
- lancio sul web e raccolta di ulteriori suggerimenti (entro il 30 giugno).

L'intero processo nasce dalla collaborazione tra Make a Cube³, il Forum per la Finanza Sostenibile e Avanzi, nell'ambito della *Settimana dell'SRI*, un ricco programma di incontri e dibattiti sul tema del *Sustainable and Responsible Investing* (www.settimanasri.it).

Questo documento è stato elaborato tenendo conto delle considerazioni di tutti quanti hanno voluto arricchire la riflessione (e cui va il sentito ringraziamento di Make a Cube³). Ciò non significa che le proposte di seguito formulate siano condivise *in toto* da ciascuno di essi né dalle organizzazioni cui fanno riferimento.

Il lavoro ha l'**obiettivo** di identificare problemi e proposte relativi al finanziamento, con capitale di rischio, per start up ad alto valore ambientale e sociale. Le proposte sono indirizzate a operatori e policy maker.

Il progetto è inoltre un contributo alla riflessione che, in diversi consessi, coinvolge **policy maker, innovatori, mondo della finanza**. Tra queste sicuramente sono da segnalare:

- in Italia la **Task Force attivata dal ministro Corrado Passera** è al lavoro per attivare provvedimenti legislativi e iniziative per creare condizioni favorevoli alla nascita e lo sviluppo di start up innovative. Il lavoro della Task Force prevede anche un capitolo sulle "start up sociali" e, complessivamente, dedica molta attenzione al tema del finanziamento delle start up innovative;
- a livello europeo, la **Social Business Initiative** ha coinvolto diversi attori della filiera del social business e ha identificato alcune priorità d'azione. Il documento Financing Social Innovation contiene utili spunti di riflessione;
- a livello europeo, sempre per iniziativa della Commissione Europea, attraverso l'agenzia **EACI** (European Agency for Competitiveness and Innovation) ha lanciato da qualche anno il programma eco-innovation e l'iniziativa **Financing eco-innovation**.

¹ Erano presenti: Sofia Abbati, Fondo Italiano Investimenti; Emil Abirascid, StartupBusiness; Davide Agazzi, Avanzi; Enrica Baccini, Fondazione Fiera di Milano; Luciano Balbo, OltreVenture; Matteo Bartolomeo, Avanzi; Vittorio Biondi, Assolombarda; Daniela Bollino, Key2People; Marco Colnaghi, Make a Change; Luca Colombo, GVCC Altis; Davide Dal Maso, Avanzi e Forum per la Finanza Sostenibile; Luca De Venezia, Milano Metropoli; Giorgio Fiocchi, Hub Milano; Renato Galliano, Comune di Milano; Davide Invernizzi, Fondazione Cariplo; Elena Jachia, Fondazione Cariplo; Valentina La Terza, Comune di Milano; Carlo Locatelli, Make a Change; Daniele Lodola, ActionAid Italia; Lorenzo Marrè, Compagnia di San Paolo; Marco Mantovani, libero professionista; Tomaso Marzotto Caotorta, IBAN; Fabrizio Mazzuccato, Farad International; Carolina Pacchi, Avanzi; Fabio Pagnoncelli, Camera di Commercio di Milano; Fabio Palladino, SlowFood; Bruno Pastore, Amrop; Giovanni Petrini, Avanzi; Roberto Randazzo, R&P Legal; Andrea Rapaccini, MBS Consulting; Marco Ratti, Banca Prossima; Fabio Terragni, Alchemia; Nicoletta Tranquillo, Unipol; Enrico Treichler, MAN.SE.F. Onlus ; Michele Vianello, VEGA; Domenico Zaccone, DPZ & Partners; Davide Zanon, Avanzi; Riccarda Zezza, Piano C.

Perché ci occupiamo di start up e di “sociale e ambientale”

Per la **definizione di start up** ad alto valore ambientale e sociale (di seguito start up AS), si può fare riferimento alla formulazione della **Commissione Europea [COM (2011) 682, Social Business Initiative]**, che include imprese:

- per le quali l'obiettivo sociale o socio-culturale di interesse comune è la ragione d'essere dell'azione commerciale, che spesso si traduce in un livello elevato di innovazione sociale,
- i cui utili sono principalmente reinvestiti nella realizzazione di tale obiettivo sociale,
- e di cui le modalità di organizzazione o il sistema di proprietà riflettono la missione, in quanto si basano su principi democratici o partecipativi o mirano alla giustizia sociale.

Alla definizione della Commissione Europea occorre aggiungere la dimensione “start up” che possiamo declinare in “imprese nate da non più di 48 mesi”.

Questo tipo di imprese è **meritevole di attenzione particolare** per tre ragioni:

- le start up (in tutti i settori di attività) rappresentano un **motore di crescita e di innovazione** fondamentale per lo sviluppo. Secondo alcuni dati della Kauffman Foundation, ogni anno negli USA le start up creano 3 mln di posti di lavoro, contro la perdita di 1 mln di posti in imprese tradizionali (periodo di riferimento della ricerca 1977-2005). Altri studi dimostrano quanto le innovazioni più radicali emergano proprio dalle start up;
- le start up AS producono **elevati benefici ambientali e sociali e riducono le esternalità negative**, attraverso la produzione di beni e servizi destinati a categorie svantaggiate e in risposta a problemi emergenti della collettività e degli ecosistemi. Tipicamente occupano uno spazio di mezzo, tra economia di mercato e produzione diretta da parte del settore pubblico, che oggi appare minacciato dalla riduzione del budget della pubblica amministrazione e dal perdurare della situazione di crisi;
- rispondono ad un diffuso **bisogno di “senso”** che si è acuito dopo le crisi finanziarie degli ultimi anni. I modelli d'impresa basati unicamente sulla ricerca del valore per gli azionisti hanno sfibrato il tessuto relazionale nelle imprese intese come comunità di persone e hanno incrinato la coesione sociale. È sempre più sentita la necessità di ritrovare nel lavoro una componente di socialità che gratifichi aspirazioni anche non economiche delle persone e delle comunità.

Per le start up AS l'ecosistema mostra diverse **fragilità**, sulle quali è necessario intervenire se si vogliono pienamente cogliere le opportunità, e quindi i benefici, che proprio da queste imprese si possono ripercuotere sulla società nel suo complesso.

Queste fragilità si riferiscono ad esempio:

- alla natura early stage delle scommesse imprenditoriali (tasso di mortalità elevato, stage pre-seed, lunga fase di avvio, ...);
- ai mercati immaturi nei quali queste imprese operano;
- alle capacità e alle ambizioni degli start upper, al tasso di innovazione gestionale e digitalizzazione limitato e alla bassa scalabilità (fragilità di cui si occupano incubatori e acceleratori);
- alla frammentazione dei soggetti economici e sociali che promuovono modelli di produzione e stili di vita e di consumo sostenibili
- ai fallimenti del mercato dei capitali, le cui cause, come presentato più avanti, sono molteplici e possono essere identificate a tre livelli (offerta, intermediari e domanda).

Le caratteristiche delle start up ad alto valore ambientale e sociale

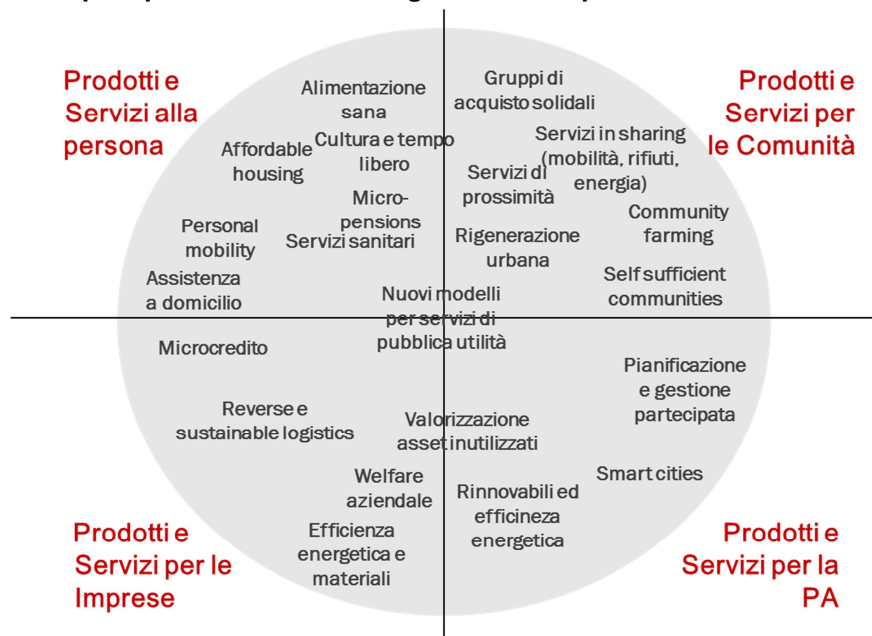
Cosa fanno

Le start up ad alto valore ambientale e sociale producono beni e servizi in diversi ambiti e non sono quindi raggruppabili in un settore. Cercando di mettere a fuoco l'ambito d'azione, abbiamo identificato quattro gruppi di prodotti e servizi:

- alla persona;
- alle comunità;
- alla pubblica amministrazione;
- alle imprese.

Lo schema che segue propone alcuni esempi.

Esempi di prodotti e servizi erogati da start up AS



Come lo fanno

Le forme giuridiche delle start up ad alto valore ambientale e sociale sono le più diverse e, come suggerito anche nell'ambito della Social Business Initiative, possono avere le caratteristiche sia dell'impresa profit che di quella non profit.

Per questo tipo di imprese sta inoltre emergendo la necessità di un **superamento della tradizionale dicotomia profit-no profit**, attraverso la definizione di un nuovo modello che, in

alcuni paesi (USA e UK in primis), è stato sancito nella forma delle Community Interest Company, delle Low profit, delle Benefit Corporation, etc...

Un'impresa ad alto valore ambientale e sociale *Low profit* potrebbe essere **caratterizzata da**:

- la possibilità di realizzare degli utili;
- limitazioni alla distribuzione degli utili;
- un cap alla remunerazione del capitale;
- un cap alla remunerazione del management;
- un rapporto massimo tra remunerazione dei manager e remunerazione delle persone ai più bassi livelli gerarchici;
- obbligatorietà di una rendicontazione di missione e di una valutazione periodica degli impatti ambientali e sociali;
-

(Questi ed altri elementi sono stati inseriti nello statuto di Make a Cube³).

Da dove nascono

Un terzo elemento del DNA delle start up AS riguarda il percorso di generazione. A questo riguardo possiamo immaginare tre grandi tipologie di percorsi:

- **start up classica**, sviluppata da nuovi imprenditori o da *serial entrepreneurs* secondo un percorso di sviluppo classico, che prevede anche un elevato tasso di mortalità delle iniziative;
- **rescue company**, nascono nel tentativo di evitare la dispersione di asset materiali e immateriali in situazioni di crisi, sia nella PA che nel settore privato. Tipicamente il percorso per la nascita di una rescue company si attiva per la perdita improvvisa di posti di lavoro legata alla chiusura dell'attività, delocalizzazioni, razionalizzazioni, ...
- **spin off, reti, consorzi, joint venture**. Le start up AS possono inoltre nascere come aggregazione di imprese esistenti, motivata dallo sviluppo di nuovi prodotti e servizi, dalla necessità di condividere servizi non-core e costi fissi, dallo sviluppo di nuovi mercati e attività commerciali. Per il tessuto imprenditoriale italiano, caratterizzato da micro e piccole imprese, queste forme di aggregazione si dimostrano risposte flessibili, rapide ed efficaci ai problemi della globalizzazione e competizione sui mercati.

I fallimenti del mercato dei capitali di rischio

Il mercato dei capitali (di rischio) per le start up AS è caratterizzato da una pluralità di attori, che, specie nel Regno Unito, hanno contribuito a creare un terreno fertile per lo sviluppo delle start up AS.

La figura che segue illustra alcuni dei protagonisti, su tre livelli:

- offerta di capitali
- intermediazione
- domanda di capitali

Molte delle proposte nella parte finale di questo documento evocano l'intervento del legislatore, delle autorità di controllo, degli enti territoriali che possono contribuire fortemente a uno sviluppo veloce e duraturo di queste imprese.

Gli attori del mercato dei capitali per le start up AS



I problemi che generano il fallimento del mercato sono riconducibili agli stessi tre livelli

Lato dell'**offerta di capitali**:

- profilo rischio/rendimento poco compatibile con quello di operatori consolidati nella fase di early stage;
- scarsa liquidità degli investimenti e strategie di exit incerte;
- ridotta dimensione media delle imprese oggetto di investimento. Incidenza elevata dei costi di transazione sulle singole operazioni. Carenza di veicoli che possano generare efficienza attraverso economie di scopo;
- prassi e conoscenza dei settori, dei mercati e delle caratteristiche delle imprese investibili;
- scarsa credibilità degli operatori del lato della domanda, bassa qualità dei progetti imprenditoriali, numero limitato di casi di successo;
- scarsa ricompensa per gli alti benefici ambientali e sociali (esternalità positive), che pure rappresentano elementi fondamentali della redditività di queste imprese
- asset class nuova, che, per alcuni investitori istituzionali, richiede complessi iter decisionali. Mancanza di un'offerta coerente per il segmento HNWI, che potrebbe essere una fonte di finanziamento interessante;

- confusione concettuale con l'attività filantropica pura (e invece vicinanza con il venture philanthropy);
- mancanza di metriche affidabili per la valutazione degli aspetti extrafinanziari.

Intermediazione:

- sostenibilità economica dell'attività di intermediazione (bassi volumi di raccolta e impieghi, competenze finanziarie ed extra-finanziarie, etc...);
- skill degli intermediari classici, impreparati a indirizzare asset verso progetti di social business efficaci e a svolgere attività di accompagnamento manageriale
- complessa valutazione dei benefici;
- basso valore delle operazioni e costi di transazione elevati (specie nel caso di investimento in start up classiche);
- difficoltà a proteggere i rischi relativi all'investimento (per mancanza di brevetti, di sistemi di difesa degli IPR);
- difficoltà nell'exit;
- necessità di operare con equity e quasi equity.

Lato della domanda di capitali:

- scarsa consapevolezza imprenditoriale e conoscenza manageriale per trasformare un'idea in un'impresa;
- forte senso proprietario degli imprenditori e quindi scarsa propensione a dare ascolto a soci\investitori\manager\consulenti;
- basse ambizioni degli imprenditori\start upper;
- bassa scalabilità per molti progetti (o incidenza elevata dei costi variabili), anche in relazione all'uso limitato di tecnologie digital;
- limitata "sintonia" con operatori della finanza tradizionale (per cultura, oltre a forti asimmetrie informative) e scarsa conoscenza del corporate finance;
- tendenza a considerare solo contributi a fondo perduto, su progetti o su attività istituzionali;
- difficoltà a intercettare investimenti seed di piccolissime dimensioni (30-100k), privati e pubblici;
- riluttanza a considerare lo strumento dell'impresa commerciale come il più adatto al raggiungimento di fini sociali: difficile integrare cultura non profit, fortemente legata all'impegno individuale valoriale con una gestione economica efficace e efficiente;
- scarsa trasparenza del settore imprese AS per scarsa attenzione\cultura su comunicazione, rendicontazione, misurazione;
- fallimento della legge 118 rispetto alle reali dinamiche attuali (es. esclusione del social housing);
- assenza di una forma giuridica di impresa sociale che integri valori socio-ambientali con accesso ai capitali di rischio: ad oggi le imprese sociali non sono una asset class d'investimento;
- alcuni fattori relativi ai campi di attività (ambientale, sociale e cultura) o all'output (prodotto o servizio) rendono il settore molto volatile e quindi il profilo dell'investimento è estremamente variabile;
- mancanza di luoghi\occasioni di incontro\confronto tra start upper AS, imprenditori e capitali;
- limiti alla disseminazione di buone pratiche e business case di successo sulla relazione social business-capitali di rischio;
- difficoltà di accesso ai bandi pubblici (locali, nazionali e internazionali) per costi informativi elevati.

Le idee emerse

Lato dell'offerta di capitali

- **Fondo di Fondi EU + Fondo di Fondi nazionale** per risorse in matching – anche attraverso la forma del fondo rotativo;
- creazione di un **veicolo di investimento riservato a investitori istituzionali** con un profilo conservativo (fondi pensione) che consenta una distribuzione del rischio tra una pluralità di soggetti e una sua diversificazione attraverso una gestione professionale di portafoglio;
- sensibilizzazione nei confronti delle **Fondazioni di origine bancaria** per sollecitare l'investimento in questa nuova asset class, anche attraverso iniziative di pool investing;
- **riduzione del carico fiscale su capital gain** nell'ambito di un limite accettabile di rendimento del capitale, anche motivato dai benefici ambientali e sociali diretti
- sistema di premialità diretta e indiretta per alti benefici ambientali e sociali (ad esempio credito d'imposta);
- creazione di una **Borsa Sociale** o di una piattaforma di scambio internazionale, che faciliti l'**uscita dell'investitore iniziale**;
- individuazione di un collegamento tra i benefici sociali ed ambientali generati dalle imprese ed i **risparmi per la pubblica amministrazione**, in modo da utilizzare le risorse pubbliche "liberate" per fondi di garanzia o strumenti simili che riducano il rischio dell'investitore.

Intermediazione

- istituzione, sotto il profilo normativo, di **Mini SGR per social venture capital**. Le Mini SGR avrebbero attività di *compliance* semplificate e quindi costi ridotti, tanto da diventare appetibili anche per chi volesse sviluppare fondi di social venture capital con dimensioni di 20-30 mln di €;
- in aggiunta al punto precedente, operatori pubblici o a capitale pubblico potrebbero creare delle **società di servizio per fondi di social venture capital** che eroghino gratuitamente alcune attività di back office a favore di SGR;
- inquadramento normativo e facilitazione per attività di **crowdfunding** a favore di start up AS;
- **istituzione di un fondo di garanzia** a copertura di parte dei rischi degli intermediari di social venture capital. In termini di scelta pubblica, il fondo sarebbe motivato dalla quantità e qualità degli impatti ambientali e sociali prodotti dalle start up AS;
- **sostegno diretto a incubatori e acceleratori di start up AS**, attraverso copertura di quota costi parametrata a numero di imprese e a risultati conseguiti (per facilitare l'ingresso in incubazione di imprenditori innovativi ma senza risorse);
- sostegno a incubazione pre-seed con **sistema di voucher di incubazione e accelerazione**. In molte regioni italiane il sistema dei voucher esiste ed è strumento utile e snello per sostenere alcune fasi cruciali di sviluppo delle start up. Per le start up AS, in virtù dei fallimenti di mercato e delle esternalità positive prodotte, i voucher potrebbero essere erogati a copertura del 75% dei costi sostenuti (e non al 50% come normalmente avviene);

- attivazione di una **Borsa Sociale**, mercato non regolamentato di capitali responsabili. Un mercato di questo tipo potrebbe risultare utile per **favorire l'exit** dopo un primo round di investimento (da parte di social venture capitalists e di incubatori/acceleratori).

Altre raccomandazioni citate riguardano:

- la possibilità di **alleggerire il capitale minimo delle SPA di partecipazioni** (ex.106 TU bancario). Questo faciliterebbe l'ingresso di nuovi player e la loro attività di raccolta.
- la promozione di fiere come hub per favorire l'incontro tra start up AS (e in generale start up) e partner industriali.

Lato della domanda di capitali

- **annullamento del carico fiscale per gli utili non distribuiti** e messi a riserva non disponibile per i soci;
- aumentare l'offerta, e la possibilità di intercettare gli operatori, di strumenti finanziari a disposizione della start up AS, sia di *equity* che *quasi equity*;
- aumentare la conoscenza di buone pratiche di finanziamento (piattaforma web di buone pratiche, business model e schemi di finanziamento);
- **linee guida semplici per la valutazione e rendicontazione** dei benefici ambientali e sociali (per renderle accessibili alle imprese AS);
- **modifica decreto 118 o legge ad hoc** che stabilisca una chiara disciplina dell'impresa sociale intesa come impresa **low profit** (riferimento a modelli esteri come la B Corp in USA), in modo da favorire l'attrazione di capitali di rischio;
- contributi per finanziare il **capacity building** per le imprese sociali, soprattutto da parte di incubatori e manager esperti che sappiano dialogare con gli investitori.

Altre raccomandazioni citate riguardano più in generale il sostegno delle imprese ad alto valore ambientale e sociale:

- semplificare l'accesso e la partecipazione ai bandi locali, nazionali e internazionali
- associazione di imprese sociali all'interno di Confindustria per discutere modelli esistenti per diffondere l'approccio business all'interno del terzo settore
- creare occasioni di incontro (temporanee o stabili) fra reti esistenti di intermediazione culturale (costruzione di un ecosistema)
- incrementare le iniziative private e istituzionali (e promuovere la convergenza fra quelle esistenti) a sostegno alle start up AS
- studio per valutare il contributo attuale e potenziale del settore alla crescita economica del paese.

Le proposte: 6 ambiti d'intervento prioritari

Le proposte sono rivolte principalmente a policy maker, al Legislatore e al Regolatore (Parlamento, Ministeri, Regioni, Authority, etc...). In alcuni casi, le proposte potrebbero essere raccolte dagli operatori stessi che, attraverso iniziative e schemi di self-regulation, potrebbero consolidare pratiche di settore qualificanti e qualificate.

- 1. Convogliare maggiori risorse.** Fondazioni bancarie, grandi imprese, banche e High net worth individuals potrebbero investire in social business. Le barriere, ad oggi, riguardano sia elementi soft (scarsa riconoscibilità delle start up AS, scarse capacità imprenditoriali degli start upper, ...), che elementi hard (profilo rischio rendimento, scalabilità, costi di transazione, ...). Per indirizzare queste risorse verso il social business, potrebbero essere attivate diverse strategie. Gli elementi citati di seguito sicuramente possono creare un ecosistema favorevole; in maniera più diretta, è possibile intervenire attraverso:
 - la creazione di **fondi di fondi** e di altri strumenti, come i fondi di garanzia, che mitighino il rischio per singoli investitori;
 - il **recupero di risorse pubbliche** risparmiate grazie allo sviluppo di social business (per minori esternalità negative o maggiori esternalità positive). Il sistema inglese dei **social impact bond** è una possibile applicazione di questo principio;
 - lo sviluppo del **crowdfunding**. Il crowdfunding potrebbe aiutare a finanziare imprese in una fase early stage. Per le start up AS, il crowdfunding potrebbe rappresentare un sistema intelligente, efficace ed efficiente per sostenere tutte quelle iniziative che producono esternalità positive a favore di un grande numero di soggetti. Proprio questi soggetti potrebbero mobilitarsi per favorire la nascita e lo sviluppo di imprese che operino sul territorio.
- 2. Alleggerire i costi di intermediazione e incubazione early stage.** È evidente che l'intermediazione in senso stretto e l'incubazione di start up early stage siano attività che difficilmente garantiscono una sostenibilità economica. L'intervento pubblico potrebbe permettere (attraverso semplificazione, attraverso il meccanismo di voucher e altri sistemi di copertura di costi fissi e variabili) l'erogazione di servizi di accompagnamento e di attrazione di capitali di rischio, operando prevalentemente sullo sviluppo delle capacità imprenditoriali;
- 3. Abbassare il peso fiscale.** In tutti gli ambiti (offerta, intermediazione e domanda) le questioni fiscali hanno un peso significativo. Date le minori esternalità negative o le maggiori esternalità positive, la riduzione del carico fiscale ha una ratio chiara e potrebbe operare prima di tutto per l'annullamento della tassazione su utili non distribuiti (per le start up AS e quindi limitato ai primi anni di vita) e, successivamente, per un abbassamento del carico fiscale sul capital gain;
- 4. Legittimare il social business,** anche nella forma della società commerciale "low profit", attraverso una revisione del decreto 118/05, che oggi pone vincoli (tra cui il divieto assoluto di distribuzione dei dividendi) che rendono poco attrattivo il modello dell'impresa sociale. Sul modello delle CIC nel Regno Unito o di altri modelli negli Stati Uniti, il Legislatore potrebbe definire un territorio di mezzo tra profit e non-profit, anche con l'obiettivo di catalizzare l'attenzione di investitori e intermediari;
- 5. Sviluppare e promuovere l'adozione di metriche** per la **valutazione (e la rendicontazione)** degli effetti del social business. Appare infatti difficoltoso e prematuro identificare e normare un sistema univoco di valutazione delle performance ambientali e

sociali delle start up AS (e più in generale, delle imprese ad alto valore ambientale e sociale). Tuttavia, il Regolatore potrebbe richiedere una valutazione degli impatti (agli asset owners, agli intermediari, ai social business) come condizione per l'erogazione di premialità. Successivamente, quando il mercato avrà sviluppato metriche adeguate, potrebbe richiedere l'adozione di un sistema univoco di valutazione;

6. **Facilitare l'exit.** Anche per gli investitori sensibili e pazienti, l'ostacolo dell'uscita e della scarsa liquidità dell'investimento è considerato rilevante. L'esistenza di un mercato secondario efficiente è una condizione che appare quindi necessaria. Gli operatori potrebbero quindi promuovere strumenti d'investimento di maggiore taglia (che intervengano per un secondo round di investimento) oppure lo sviluppo di piattaforme come la **Borsa Sociale**, un vero e proprio Stock Exchange che favorisca l'IPO di social business e la successiva negoziazione dei titoli.