

L'Unione dei Mercati dei Capitali per lo sviluppo in Europa

Il contributo alla consultazione pubblica
sul Libro Verde della Commissione Europea

da parte di

Federazione Italiana Banche Assicurazioni e Finanza (FeBAF)

in rappresentanza anche delle sue associate
ABI, ANIA, ASSOGESTIONI, AIFI,
Assofiduciaria, Assoimmobiliare, Assoprevidenza e Assosim

e con la partecipazione di Cassa Depositi e Prestiti



ABI Associazione
Bancaria
Italiana

 **ANIA**
Associazione Nazionale
fra le Imprese Assicuratrici

 **ASSOGESTIONI**
associazione del risparmio gestito

AIFI

 **assofiduciaria**

 **ASSOIMMOBILIARE**
Associazione dell'Industria Immobiliare

 **assoprevidenza**

ASSOSIM[®]
Associazione Italiana Intermediari Mobiliari

Bruxelles, 13 maggio 2015

Sommario

Premessa.....	3
Executive Summary.....	4
L'Unione dei Mercati dei Capitali per lo sviluppo in Europa.....	6
Introduzione.....	6
<i>I meriti del programma</i>	6
<i>I punti critici da approfondire e correggere</i>	8
Parte analitica	11
1) Come rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni in Europa.....	11
<i>Introduzione</i>	11
<i>Gli ABS nel Quantitative Easing: analisi e proposte</i>	14
<i>Informazioni sulla Cartolarizzazione e sul Sottostante</i>	16
<i>La cartolarizzazione dei prestiti delle PMI: un ponte tra il finanziamento bancario e quello di mercato</i>	17
<i>Il ruolo delle assicurazioni</i>	18
2) Le risposte alle questioni poste dal Green Paper.....	20

Premessa

L'Unione dei Mercati dei Capitali (UMC) è il più ampio e ambizioso programma di riforma strutturale della nuova Commissione e del nuovo Parlamento Europeo nella Legislatura 2014-2019. Essa non soltanto spinge in avanti i processi di integrazione economico-finanziari ed istituzionali ma interagisce strettamente con i processi analoghi nel settore bancario (Unione Bancaria), nel Mercato Unico dei Servizi, nelle architetture istituzionali di regolamentazione e di supervisione dei mercati, nella governance economica delle politiche e degli interventi, tanto a livello strutturale che ciclico. Ma soprattutto la UMC rappresenta un presupposto fondamentale, anche in rapporto alla crisi degli ultimi anni e alle sue conseguenze, per rilanciare gli investimenti, la crescita economica e l'occupazione in condizioni di sostenibilità e di stabilità della finanza pubblica. Questo è il tema e l'obiettivo che si propone la Federazione Banche Assicurazioni e Finanza (FeBAF) con il presente paper e la sua parte analitica che contribuiscono alla consultazione pubblica avviata dalla Commissione Europea con il Libro Verde sull'Unione dei Mercati dei Capitali.

Lo facciamo per conto anche delle organizzazioni aderenti alla FeBAF che rappresentano le principali associazioni attive sui mercati del risparmio e della finanza in Italia: l'Associazione Bancaria (ABI), l'Associazione delle assicurazioni (ANIA), del risparmio gestito (ASSOGESTIONI), del Private Equity e Venture Capital (AIFI), dei servizi fiduciari (Assofiduciaria), dell'industria immobiliare (Assoimmobiliare), della previdenza e assistenza complementare (Assoprevidenza) e degli intermediari mobiliari (Assosim), e con la partecipazione di Cassa Depositi e Prestiti SpA.

Il nostro paper presenta una visione di sintesi ed è accompagnato da una nota sulle Cartolarizzazioni Standard e di Alta Qualità e da un documento più ampio con risposte puntuali alle domande formulate dalla Commissione su punti specifici del Libro Verde.

Auspichiamo quindi che da questa consultazione la Commissione possa trarre elementi utili e di interesse generale per la più efficace e rapida progettazione ed implementazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali, che riteniamo possano essere un presupposto fondamentale per il rilancio dei finanziamenti dell'economia reale e degli investimenti, la crescita economica e l'occupazione nei Paesi Europei.

Ci auguriamo pertanto di proseguire nel dialogo e nella cooperazione tra le Istituzioni e le nostre organizzazioni, a livello nazionale ed internazionale, disponibili ad ogni chiarimento e seguito. Per comodità, indichiamo il nostro indirizzo mail: info@febaf.it.

Bruxelles, 13 maggio 2015

La Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza nasce nel 2008 da ABI e da ANIA e, dopo l'ingresso nel 2011 di Assogestioni, e di Aifi nel 2013, punta a diventare la "Casa Comune del Risparmio e della Finanza". Nel luglio 2013 Assofiduciaria, Assoimmobiliare, Assoprevidenza e Assosim aderiscono alla Federazione come "Associati aggregati".

La nostra Mission:

- promuovere il ruolo dell'industria bancaria, assicurativa e finanziaria in sintonia con gli interessi generali del Paese;
- rappresentare nei confronti di Autorità politiche e monetarie, delle Associazioni di categoria e dell'opinione pubblica le posizioni delle Associazioni aderenti in tema di politiche economiche e sociali;
- diffondere la cultura della concorrenza, puntando sulla valorizzazione dell'attività bancaria, assicurativa e finanziaria in termini di trasparenza, al servizio di consumatori e risparmiatori;
- rappresentare gli interessi dell'industria finanziaria italiana presso le sedi istituzionali europee, attraverso l'ufficio di Bruxelles, mirando a consolidare il dialogo con le altre rappresentanze pubbliche e private nazionali per agire in Europa come parte di un unico sistema-Paese.

Al Gruppo di lavoro che ha redatto il presente documento, presieduto da Maurizio Sella e coordinato da Rainer Masera, hanno partecipato i rappresentanti delle organizzazioni associate in FeBAF, di imprese membri del Consiglio Direttivo, e il Chief Economist di CDP, Edoardo Reviglio.

Executive Summary

Un'Europa tornata ad essere protagonista degli scenari economici globali nei primi decenni del terzo millennio. Grazie alla rapida ed efficace declinazione di un unico progetto di integrazione istituzionale ed economica. Un progetto nato in risposta alla peggior crisi economica e finanziaria degli ultimi ottanta anni. Che ha visto i leader economici e politici continentali allungare lo sguardo, progettare negli anni un'architettura istituzionale più coesa, capace non solo di reagire alla "tempesta perfetta", ma anche di rilanciare una crescita sostenibile di lungo termine, fatta di investimenti e nuova e qualificata occupazione. I bambini nati oggi a Roma, Berlino, Madrid, Londra, Parigi e Riga rileggeranno così questi anni sui libri universitari del 2035? Anni legati cioè da un unico filo rosso che ha cucito riforme come Unione Bancaria, Istituzione delle Autorità di Supervisione dei Mercati (ESA), Piano Juncker e Libro Verde sull'Unione dei Mercati dei Capitali(UMC)? O li vedranno invece come tentativi slegati e incoerenti di uscire dalle secche di una recessione e di una crescita asfittica da parte di un'Europa incerta nei suoi equilibri e nei suoi programmi, angosciata dai suoi handicap strutturali e inconsapevoli dei suoi tanti, e notevoli, punti di forza?

Noi puntiamo alla prima delle due interpretazioni. E partecipiamo alla consultazione sul Libro Verde convinti che l'Unione dei Mercati dei Capitali possa rappresentare una grande occasione di rilancio dell'Europa, affiancata all'Unione Bancaria (che è stata la risposta organizzata alla crisi insieme all'istituzione delle ESA, le Autorità Europee di Supervisione) e al Piano Juncker.

Il Programma della Commissione per la creazione di una Unione dei Mercati dei Capitali (UMC) in Europa avviato con il Green Paper del 18 febbraio rappresenta il più importante progetto di integrazione europea della nuova Commissione e della nuova Legislatura del Parlamento Europeo. L'ambizione è grande, la UMC riguarda tutti i 28 Stati Membri della UE, si affianca e integra la Banking Union che interessa la Euro-area e si collega e sostiene gli obiettivi dello Juncker Plan sugli investimenti strategici. E' la chiave di volta quindi dell'intero programma di rilancio della crescita e di sviluppo sostenibile dell'Unione nei prossimi 5 anni. Sotto quest'ultimo profilo alcune tematiche dovrebbero essere meglio focalizzate e sincronizzate nel tempo, in particolare con riferimento al Piano Juncker, proprio per massimizzare l'impatto macroeconomico e microeconomico del programma di investimenti europeo, di rilancio della crescita e di sostegno alle riforme strutturali nella UE.

Il progetto della Commissione presenta taluni aspetti molto positivi, alcuni da approfondire, altri - infine - da migliorare.

In sintesi, quelli positivi sono da rinvenire nell'approccio, che è pragmatico e al tempo giustamente ambizioso. Il progetto indica alcune priorità concrete e immediate di riforma come - ad esempio - il rilancio delle cartolarizzazioni (su cui abbiamo una nota nella parte analitica), lo sviluppo del Private Placement e le modalità di utilizzo degli ELTIF (European Long-Term Investment Funds). E le indica aprendosi agli stakeholders. Auspichiamo che le posizioni dell'industria, su questi ed altri argomenti, siano prese in adeguata considerazione. Il nostro impegno è stato indirizzato alla definizione di una posizione comune di sintesi dei differenti operatori del settore finanziario che crediamo possano semplificare e focalizzare il lavoro della Commissione.

Tra i punti da approfondire meglio, attribuiamo particolare rilievo a modalità e tempi con i quali si possa arrivare al 2019 - data del kick off dell'Unione - con un quadro di regole davvero unico nei 28 Paesi. La sola armonizzazione intergovernativa non può bastare, né servirebbe un ennesimo livello regolatorio aggiuntivo calato dall'alto. Riteniamo preferibile, sul modello del "big bang" Usa e inglese, una qualche forma di armonizzazione dal basso di standardizzazione prodotta dal mercato, sulla falsariga dei processi di "deregolamentazione competitiva" che hanno avuto luogo in molti Paesi negli anni ottanta. Su queste "armonizzazioni dal basso" chiediamo alla Commissione di approfondire e di formulare proposte concrete. Se ad esempio si fissasse una data, es. il 1 gennaio 2019, a partire dalla quale tutti i risparmiatori, investitori, imprese finanziarie e operatori potessero utilizzare i regimi disponibili a loro scelta, per le normative regolamentari, fiscali, fallimentari, etc., si darebbe luogo ad una transizione ad orologeria, sostenuta dalla competizione dei diversi regimi, che spingerebbe ad una reale armonizzazione e semplificazione delle regole e dei meccanismi di sorveglianza. Da approfondire e chiarire meglio anche i rapporti con l'Unione Bancaria e lo Juncker Plan: si tratta di processi paralleli e complementari, i cui effetti positivi possono essere sistematizzati ed amplificati grazie ad uno stretto raccordo e coordinamento. A questo fine, ma per una più generale attuazione della UMC, andrebbe valutata l'ipotesi di una qualche Autorità unica di supervisione dei mercati dei capitali, chiamata ad affiancare le Istituzioni comunitarie nell'opera di costruzione ed implementazione. In prima ipotesi, tale ruolo potrebbe anche essere attribuito all'Esma.

Nel Libro Verde andrà anche approfondito il ruolo del settore pubblico per promuovere gli investimenti nella formazione professionale degli operatori e nell'educazione finanziaria, anche del grande pubblico. Riteniamo serva una strategia europea programmata - implementata e sostenuta da risorse pubbliche - di coinvolgimento e aggiornamento di cittadini e operatori economici.

Perplessità, infine, per il fatto che il Libro Verde non tiene in adeguata considerazione una serie di variabili che impattano sull'operatività degli operatori sui mercati finanziari ed in definitiva sulla stessa implementazione del Mercato Unico dei Capitali. Ci riferiamo, per esempio, al continuo inasprirsi dei vincoli di capitale e al moltiplicarsi ed accentuarsi dell'onerosità delle regole sulle banche e sugli altri intermediari finanziari, così come ad altri progetti europei di riforma in corso, come la Mifid2, la proposta di riforma strutturale del sistema bancario, la FTT (Financial Transaction Tax). Tutte riforme che sono da valutare con attenzione e che - se non calibrate rispetto all'Unione dei Mercati dei Capitali - rischierebbero nel migliore dei casi di vanificarne gli effetti e nel peggiore di aggravare la situazione attuale delle imprese, a cominciare dalle PMI che sono - nelle intenzioni del legislatore europeo - tra le beneficiarie finali dei progetti di riforma.

L'industria italiana dei servizi finanziari è impegnata a lavorare con la Commissione e le altre istituzioni, nazionali ed europee, per la miglior e rapida definizione dell'Unione dei Mercati dei Capitali. Da come essa si tradurrà in pratiche e atti concreti dei mercati, dipenderà una buona fetta dello sviluppo sostenibile europeo dei prossimi anni. Con significativi benefici per imprese, investitori e famiglie.

L'Unione dei Mercati dei Capitali per lo sviluppo in Europa

Introduzione

1. Parallelo rispetto all'Unione Bancaria in via di implementazione, il Programma della Commissione Juncker per la creazione di una Unione dei Mercati dei Capitali (UMC) in Europa, avviato con il Green Paper del 18 febbraio, rappresenta il più importante progetto di integrazione europea della nuova Commissione e della nuova Legislatura del Parlamento Europeo. L'ambizione del programma va messa in rapporto sia alla complessità e alle implicazioni ad ampio raggio del progetto, sia soprattutto ai benefici attesi in termini di opportunità di risparmio e di investimento, di modernizzazione della struttura industriale e finanziaria, di recupero di competitività e di attrattività dell'economia europea. La UMC riguarda tutti i 28 Stati Membri della UE, si affianca e integra la Banking Union (che interessa la Euro-area) e si collega e sostiene gli obiettivi dello Juncker Plan sugli investimenti strategici. E' la chiave di volta quindi dell'intero programma di rilancio della crescita e di sviluppo sostenibile dell'Unione nei prossimi 5 anni. Sotto quest'ultimo profilo, alcune delle tematiche della UMC dovrebbero essere meglio focalizzate e sincronizzate nel tempo, in particolare con riferimento al Piano Juncker, proprio per massimizzare l'impatto macroeconomico e microeconomico del programma di investimenti europeo, di rilancio della crescita e di sostegno alle riforme strutturali nella UE.

I meriti del programma

1. Il Green Paper adotta un approccio pragmatico che distingue **due gruppi di misure**: quelle già mature su cui si può, e si deve, procedere rapidamente, e quelle più complesse che richiedono tempi lunghi e un processo di maturazione ancora da completare. Tra queste ultime il Green Paper fa rientrare le misure di riforma del quadro legislativo e regolamentare, che dovrebbero investire le normative fiscali, fallimentari, di disciplina dei mercati dei capitali, dei fondi pensione, della corporate governance, della tutela dei consumatori, e di ogni altro aspetto che, se non attentamente configurato, servirebbe per creare ostacoli alle attività cross-border. Nel primo gruppo di misure vengono invece indicate le seguenti priorità:
 - a) La revisione della Direttiva sui Prospetti;
 - b) Il rilancio delle cartolarizzazioni di qualità e sostenibili - ABS;Sui punti a) e b) sono state avviate due procedure parallele di consultazione.
 - c) Le informazioni sul credito alle PMI, gli strumenti di credit scoring/credit rating, e i sistemi contabili armonizzati a livello europeo;
 - d) Lo sviluppo di un Mercato Integrato per il Private Placement;

e) Le modalità di utilizzo dei nuovi fondi ELTIF (European Long-term Investment Funds, creati con Regolamento ad hoc alla fine del 2014).

2. Un altro merito del Green Paper è quello di adottare un **approccio ambizioso, ampio e non reticente** su quanto l'obiettivo della UMC richiede. Vengono passati in rassegna i diversi fattori che incidono sulla frammentazione dei mercati e sugli ostacoli all'operatività delle attività cross border nella UE. Questi fattori vengono messi a confronto con quelli che spiegano invece la migliore performance dei mercati dei capitali negli USA, sottolineando le implicazioni positive che un'unione dei mercati dei capitali determina per gli investitori, i risparmiatori, le famiglie e le imprese. Se il mercato unico dei capitali in Europa non funziona evidentemente esistono "fallimenti del mercato" (asimmetrie informative, diverse pratiche e modelli di business, carenze di informazione e comunicazione, divari nei livelli di financial education dei cittadini e delle imprese). Ma esistono anche "fallimenti dello Stato", ostacoli cioè creati dalle istituzioni pubbliche, come ad esempio la sovrapposizione di norme e regolamenti nazionali contrastanti, i sistemi di sorveglianza diversi, le legislazioni contraddittorie in materia di fallimenti delle imprese industriali e non, la tassazione del risparmio, eccessiva e confliggente, ecc. E' su tutto questo ampio quadro di fattori che occorre intervenire per semplificare, uniformare, armonizzare, con un impegno congiunto delle istituzioni ai diversi livelli, ma anche degli operatori, dell'industria e dei cittadini. Anche i **principi** che dovrebbero guidare il processo di realizzazione della UMC sono ben definiti nel Green Paper. Anzitutto - si sottolinea - occorre partire dal mercato, per liberalizzarlo, mobilitarlo e sostenerlo, facendo leva per quanto possibile su meccanismi fondati sulla libera iniziativa degli operatori, sulla concorrenza e sull'innovazione, meccanismi quindi di mercato, che operano dal basso, piuttosto che norme prescrittive che piovono dall'alto. In secondo luogo il Libro Verde ribadisce la necessità di definire, ed implementare, un "single rulebook", un insieme unico cioè di regole per tutti gli operatori e per tutti gli ambiti del mercato. Un "unico libro di regole", che sia realmente single, unico. La sfida è particolarmente ambiziosa, perché, diversamente dalla Banking Union, la UMC va resa operativa su un mercato più ampio con diverse valute (28 Stati membri), e in una logica di apertura ai movimenti internazionali di capitali, con l'obiettivo di rendere l'Europa più attraente e competitiva nella raccolta e nell'impiego del risparmio e nel funzionamento dei mercati finanziari.
3. Infine è da valutare molto positivamente il fatto che le Istituzioni comunitarie si aprano su questo tema al confronto con gli operatori di mercato e con tutti gli stakeholders, grazie a questa consultazione pubblica. Senza la convinta e attiva partecipazione degli operatori, la UMC non potrebbe funzionare. Occorre però sottolineare che la consultazione non può limitarsi solo al Green Paper e al dialogo che esso promuove. Deve diventare una modalità permanente e sistematica, di governance della UMC, prevedendo meccanismi istituzionali di coinvolgimento e di confronto non soltanto nella fase di disegno e di implementazione del nuovo sistema, ma "a regime", con monitoraggi e revisioni periodiche. L'industria è da questo punto di vista non solo uno stakeholder tra i tanti, ma parte integrante del Mercato Unico e della sua operatività, e deve quindi trovare voce e spazio nella governance del Mercato Unico. Le associazioni di categoria, a cominciare da quelle del settore finanziario, possono e intendono svolgere un ruolo importante in proposito.

I punti critici da approfondire e correggere

1. Vediamo ora le criticità e i punti deboli del progetto. La principale ragione di insoddisfazione risiede nell'impostazione data alla questione degli adeguamenti istituzionali e normativi per eliminare gli ostacoli alla UMC. E' infatti riconosciuto da tutti, anche dal Green Paper, che va realizzato un imponente lavoro di drastica semplificazione, sburocratizzazione ed efficientamento del quadro normativo e regolamentare. È necessario avere poche regole, semplici, coerenti con quelle dei mercati internazionali. Norme davvero uniche, cioè uniformi e uniformemente applicate per tutti i 28 Paesi. Non è chiaro dal Libro Verde come si possa arrivare a questo risultato, ovvero con quali tempi e modalità. Non depone bene che questo lavoro ai sensi del Green Paper sia stato di fatto rinviato al medio-lungo periodo, e lasciato ai consueti meccanismi di consultazione, armonizzazione e revisione intergovernativa e inter-autorità di regolazione. Sinora questi meccanismi non hanno dato i risultati sperati. E questo non può sorprenderci, visto che le Autorità nazionali - è ragionevole presumere - difendono gelosamente le loro prerogative mentre qui si tratta di trasferirle e sottrarle al livello nazionale. Pensiamo al fatto che molte di queste tematiche e i relativi processi di armonizzazione sono in discussione da tempo (ad esempio i rapporti della Commissione Giovannini risalgono ormai al 2002-2003). Puntare solo su procedure intergovernative tra 28 Paesi e su tentativi di costruire un ennesimo, ulteriore livello regolatorio non appare convincente: un "ventinovesimo regime" potrebbe funzionare solo se questo venisse fortemente incentivato (o viceversa venissero penalizzati gli altri), e quindi spiazzasse e sostituisse gli altri 28 diversi regimi. L'esperienza ci dice che perseguire la strada della sola armonizzazione intergovernativa o inter-Autorità non garantisce risultati certi, efficaci e in tempi rapidi. Ricordiamo che gli USA e la Gran Bretagna, che oggi dispongono di mercati dei capitali particolarmente efficienti, vi sono pervenuti grazie a meccanismi di deregolamentazione competitiva, alimentati anche dall'azione giurisdizionale delle Corti. Sarebbe utile che la Commissione studiasse la possibilità di utilizzare meccanismi simili e formulasse proposte concrete in proposito.
2. Occorre disegnare infatti sistemi più efficaci e tempestivi di armonizzazione dal basso, con riconoscimento reciproco dei diversi regimi, o con garanzia della portabilità dei diritti e dei benefici (ad esempio, pensioni complementari). Occorre trasferire prerogative e competenze dai livelli nazionali e locali. Ma non necessariamente a beneficio del livello europeo, ma del mercato (sussidiarietà orizzontale). Occorre immaginare una sorta di "big bang", del tipo di quelle che negli USA e nella Gran Bretagna decenni orsono avevano portato a far nascere i mercati globali dei capitali e le esperienze di successo. Se si fissasse una data per il big bang, es. il 1° gennaio 2019, a partire dalla quale tutti i risparmiatori, investitori, imprese finanziarie e operatori potessero utilizzare i regimi disponibili a loro scelta, per le normative regolamentari, fiscali, fallimentari, etc., si darebbe luogo ad una transizione ad orologeria, sostenuta dalla competizione dei diversi regimi, che spingerebbe ad una reale armonizzazione e semplificazione delle regole e dei meccanismi di sorveglianza. L'efficienza e la stessa stabilità della UMC ne uscirebbe rafforzata. Il successo della City di Londra e di Wall Street è stato costruito con meccanismi di questo tipo. Rispetto a quelle esperienze,

peraltro, vi è un fattore “nuovo” che da un lato agevola i processi di semplificazione “dal basso” e dall’altro richiede semplificazione e unicità di regole: è l’impetuoso e continuo impatto delle tecnologie sulla costruzione dei mercati, che sempre di più appaiono “dematerializzati” rispetto a piazze finanziarie uniche. Tecnologie che sono da valorizzare ed applicare anche al tema del credit information citato nel Libro Verde. Efficienza, riduzione dei costi, esigenza di evitare duplicazioni (ne bis in idem) spingono anche ad unificare per Unione Bancaria e UMC le procedure relative a raccolta ed utilizzo dei dati sui crediti.

3. Merita un approfondimento il ruolo del settore pubblico nell’accelerare la transizione alla UMC. Interventi pubblici efficaci possono correggere e superare gli ostacoli alle attività cross-border e tutti i fallimenti del mercato, che spiegano lo stato attuale di frammentazione e inefficacia dei mercati dei capitali in Europa. Sistemi di garanzia pubblica e di incentivazione fiscale potrebbero essere opportuni o anche necessari e vanno ben coordinati a livello europeo per evitare distorsioni e ostacoli alla concorrenza. Occorre anche promuovere l’assistenza tecnica, la diffusione delle tecnologie e il ‘capacity building’, che sono parte essenziale della UMC e delle migliori pratiche.
4. Occorre inoltre un investimento consistente, sostenuto ed incentivato di **formazione professionale** degli operatori, di sviluppo del capitale umano, di **educazione finanziaria**, anche del grande pubblico, di miglioramento del capitale umano, di comunicazione e di informazione dell’opinione pubblica, di stimolo all’adeguamento tecnologico ed organizzativo. Anche in questo campo un approccio “trickle down” non è sufficiente. Occorre una strategia europea ben programmata, implementata e sostenuta da risorse pubbliche di coinvolgimento e aggiornamento di cittadini e operatori economici. Di particolare utilità sarebbe la costruzione e diffusione di un glossario-linguaggio unico della finanza, che già vede nell’inglese la lingua comune. La UMC non potrà realizzarsi senza la creazione di una cultura comune ed avanzata degli operatori e dei cittadini. Cultura del rischio, del risparmio e dell’investimento che deve diffondersi a partire dalla scuola e fino ai luoghi di lavoro e alle sedi della democrazia rappresentativa, con un impegno comune e solidale pubblico-privato e il sostegno delle istituzioni, a partire da quelle europee.
5. In questo contesto è opportuno il riferimento al mercato del Private Placement (PP), che presenta ancora un grado di sviluppo del tutto insufficiente e differenziato nei diversi Paesi europei. Lo sviluppo del PP rappresenta un banco di prova della capacità delle autorità, dei policy makers e dell’industria di sensibilizzare, stimolare e coinvolgere adeguatamente gli operatori e i potenziali investitori. Anche in questo campo il mercato da solo non può farcela. Chiediamo quindi alla Commissione di elaborare una strategia di interventi pubblici di sostegno, di diffusione delle best practices (come ad esempio le linee-guida dell’ICMA), di definizione di standard concettuali.
6. Occorre esprimere serie perplessità e preoccupazioni rispetto al continuo inasprirsi dei vincoli di capitale e al moltiplicarsi ed accentuarsi dell’onerosità delle regole sulle banche e sugli altri intermediari finanziari. Una regolazione non ben calibrata e incoerente con un governo sistemico e macroprudenziale efficace dei mercati, determinerebbe risvolti negativi sull’operatività degli stessi mercati, anche con riferimento allo shadow banking.

7. Il Libro Verde non sembra neanche tener conto del fatto che, con riferimento alle obbligazioni, c'è stata negli ultimi anni una rarefazione della liquidità sui mercati secondari. La crisi ha ridotto i volumi di scambio. Bisogna agevolare l'attività sul mercato secondario, in particolare in ambito bancario, portando agli investitori internazionali quelle conoscenze di cui hanno bisogno per monitorare gli investimenti effettuati e per disinvestire. Da un punto di vista normativo e prospettico, non sembra che né la Mifid2, né la proposta di riforma strutturale del sistema bancario vadano nella giusta direzione: restrizioni sul market making e separazione tra banca commerciale e di investimento rischierebbero di concentrare ancor di più il mercato su pochi soggetti a scapito della liquidità dei mercati secondari. Ne farebbero le spese soprattutto le piccole e medie imprese.
8. Anche l'omissione nel Green Paper del tema FTT (Financial Transaction Tax), su cui 11 Stati - Italia compresa - si sono impegnati nell'ottica della cooperazione rafforzata, è da valutare con attenzione. L'incidenza dell'imposta sul mercato secondario avrebbe dannosi effetti di cumulo anche sull'aumento del costo del capitale per le imprese emittenti, in contraddizione con gli obiettivi della UMC. Inconvenienti in buona parte neutralizzati dalla versione domestica della FTT operante in Italia dal 2013. Sarebbe pertanto da chiarire se l'omissione di questo tema nel Libro Verde sia da ritenere indicatore (positivo) della volontà della Commissione di considerare il progetto di nuova imposta non prioritario, ovvero (auspicabilmente) di accantonarlo del tutto.
9. Come già indicato, la UMC dovrebbe essere perseguita e realizzata in stretto raccordo e a sostegno sia della Banking Union sia dello Juncker Plan. Occorre, non solo in linea di principio ma nei fatti, evitare contrasti e trattamenti ingiustificatamente difforni fra i diversi soggetti attivi sui mercati, come banche, altri intermediari regolati prevalentemente con vincoli di capitale, e ogni altro operatore dei mercati finanziari. In uno sviluppo sostenibile della UMC, in un contesto di trasparenza e concorrenza, c'è posto e ruoli complementari da svolgere per tutti gli operatori, a beneficio dei risparmiatori e degli investitori, famiglie ed imprese, in primis le piccole imprese.
10. Al fine di arrivare ad un unico mercato europeo dei capitali, e consapevoli delle riforme "costituzionali" che potrebbero rivelarsi necessarie o opportune, insieme ad un unico libro di regole sarebbe importante dotarsi anche di una singola Autorità di Supervisione Europea, analogamente a quanto accade a livello di Unione Bancaria. In prima ipotesi, tale ruolo potrebbe anche essere affidato all'ESMA.

Parte analitica

1) Come rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni in Europa¹

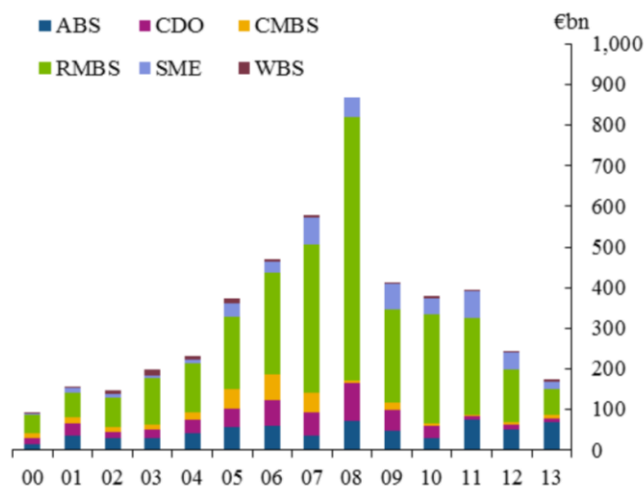
Introduzione

Il processo di cartolarizzazione dei prestiti è uno strumento di particolare importanza per il finanziamento dell'economia in Europa e rappresenta una delle priorità indicate dal Green Paper per pervenire all'Unione dei Mercati dei Capitali (UMC). Il rilancio del mercato degli ABS (Asset-backed securities) è probabilmente lo strumento più adeguato per il finanziamento della ripresa economica in Europa e delle PMI, in quanto le PMI rappresentano i 2/3 delle nuove opportunità di occupazione ed il 58% della crescita del valore aggiunto nell'Unione Europea. Ma si tratta di uno strumento e di un mercato di difficile attuazione per ciò che riguarda le PMI. Più facili sono invece le cartolarizzazioni dei mutui (mortgage-backed security, MBS). Ancora diverso è il caso della cartolarizzazione per i finanziamenti in *Project Financing* destinati alle infrastrutture, un passo essenziale per configurare il finanziamento delle infrastrutture come una nuova "asset class", ed una componente chiave del Piano Juncker sugli investimenti.

In questa fase della congiuntura economica, dopo che con la crisi, il nuovo quadro regolamentare sulle banche e le ristrutturazioni in corso si sono ridotte le capacità e i canali bancari tradizionali per la concessione di prestiti all'economia, e non sono sempre immediatamente perseguibili strade diverse di accesso diretto ai mercati finanziari, soprattutto per le imprese di minori dimensioni, la rivitalizzazione del mercato dei prestiti cartolarizzati può giocare un ruolo essenziale al fine di rafforzare la capacità delle banche di concedere nuovo credito. Ma si tratta di un obiettivo ambizioso, perché un mercato, come quello dei prestiti cartolarizzati, non si è mai realmente ripreso dopo la crisi finanziaria (cfr. grafico n. 1).

⁽¹⁾ Questo contributo si fonda in gran parte sulle riflessioni e considerazioni contenute nel lavoro di Franco Bassanini ed altri, *Quantitative Easing structured finance and support to the real economy. Proposals on ABS*, pubblicato in SSRN, Novembre 2014. Siamo grati a Rainer Masera e a Edoardo Reviglio per il loro contributo a questo capitolo.

Grafico n. 1 - mercato europeo delle cartolarizzazioni - suddivisione per tipologia
(fonte BCE/BoE)



I benefici di una rivitalizzazione di questo mercato sono evidenti. Le operazioni di cartolarizzazione dei prestiti, se opportunamente strutturate e regolamentate, possono rappresentare un ponte tra il finanziamento bancario e quello di mercato, e possono integrare altre fonti di finanziamento a lungo termine (*long-term wholesale funding*) per l'economia reale, in particolare per le PMI. Nel momento in cui una quota rilevante di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione vengono collocati sul mercato, si determina una fonte di finanziamento diversificata per le banche che, attraverso un trasferimento di parte del rischio di credito a istituzioni finanziarie non bancarie, dovrebbero poter liberare capitale in maniera sufficiente da generare nuovi prestiti all'economia reale.

Inoltre, particolarmente nel contesto macroeconomico attuale, le operazioni di cartolarizzazione sono in grado di garantire, attraverso il canale bancario, l'effettiva trasmissione della liquidità derivante dalla politica monetaria accomodante della Banca Centrale Europea (BCE) e possono, infine, fornire in maniera indiretta accesso al mercato a gruppi di prenditori finali che altrimenti ne sarebbero esclusi, come ad esempio le PMI.

Per riattivare l'utilizzo su larga scala di operazioni di cartolarizzazione, è necessario tuttavia evitare gli errori del passato. Ne discende l'opportunità di definire alcuni criteri guida in merito alla qualità dei prestiti sottostanti e di puntare a tecniche di cartolarizzazione semplici e trasparenti.

Tra le proposte per far ripartire al più presto le cartolarizzazioni concentrandosi, tra l'altro, sulla qualità dei prestiti sottostanti, si segnala per rilievo e rigore quella dell'Eurofi (settembre 2014) in cui si ipotizza di circoscrivere inizialmente le operazioni di cartolarizzazione a crediti che presentino una probabilità di default su 3 anni inferiore allo 0,4% (*Prime High Quality Securitisations* - PHQS). A sostegno della proposta e a titolo esemplificativo, si cita un'analisi della *Banque de France*, che emette giudizi di rating sui crediti delle PMI, secondo la quale i prestiti alle imprese in Francia con una tale probabilità di default su tre anni (< 0,4%) sono circa 40.000 per un totale pari a circa € 150 miliardi. Si tratterebbe quindi di un criterio più stringente di quello attualmente richiesto dalla BCE (probabilità di default su 1 anno ≤ 0,45%) per i prestiti considerati idonei come collaterale e dovrebbe pertanto contribuire a rassicurare gli investitori in merito alla sottoscrizione di ABS così strutturati.

La proposta - per quanto interessante e opportuna⁽²⁾ al fine di ridurre abbrivio alle operazioni di cartolarizzazione - costituirebbe tuttavia un vincolo molto stringente che non permetterebbe di determinare effetti significativi su buona parte dei Paesi dell'Eurozona.

Se questa definizione infatti dovesse rappresentare un *benchmark* e pertanto essere limitata ai c.d. PHQS, che perimetro avrebbero le operazioni di cartolarizzazione nei diversi Paesi europei, e, in particolare, in quello con rischio sovrano più alto? Inoltre, quale incentivo avrebbero le banche a trasferire (cartolarizzare) dal proprio portafoglio i prestiti di più elevata qualità per sostituirli con prestiti potenzialmente di qualità media inferiore soprattutto in termini di costo del capitale (ammontare di capitale regolamentare da detenere per i nuovi prestiti maggiore rispetto a quello liberato attraverso l'operazione di cartolarizzazione)?

Considerato che attraverso la cessione di *asset* nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione si dovrebbe ridurre il rischio e la conseguente ponderazione per le banche *originator*, gli ABS potrebbero rappresentare strumenti efficaci per fornire maggiore flessibilità alle banche al fine di migliorare i propri coefficienti patrimoniali con benefici estesi a tutto il sistema in termini di riduzione della leva finanziaria (*leverage*). A tale scopo, sarebbe necessaria però un'adeguata ricalibrazione della ponderazione del rischio per gli ABS prevista dall'attuale regolamentazione prudenziale quantomeno in un'ottica di maggiore coerenza⁽³⁾. In particolare, le diverse Autorità regolamentari potrebbero innanzitutto cercare di eliminare le asimmetrie di trattamento in termini di ponderazione del rischio tra ABS e gli stessi collateralizzati⁽⁴⁾.

Standard & Poor basandosi su ipotesi di *default* molto prudenti, stima che una *tranche* di prestiti cartolarizzati "tripla A" assorbirebbe capitale pari al doppio delle perdite attese⁽⁵⁾ (cfr. grafico n. 2).

C'è ampio consenso tra gli esperti (ma ora paradossalmente anche tra i regolatori) che con le regole attuali non vi è correlazione tra la misura di assorbimento di capitale e la rischiosità dei crediti cartolarizzati, ed è ragionevole attendersi delle novità in tal senso anche nella prospettiva di dare concretezza e margini di manovra al provvedimento della BCE del 4 settembre scorso e di dare seguito alle affermazioni dello stesso Presidente Draghi, da ultimo nella conferenza stampa di Napoli del 2 Ottobre.

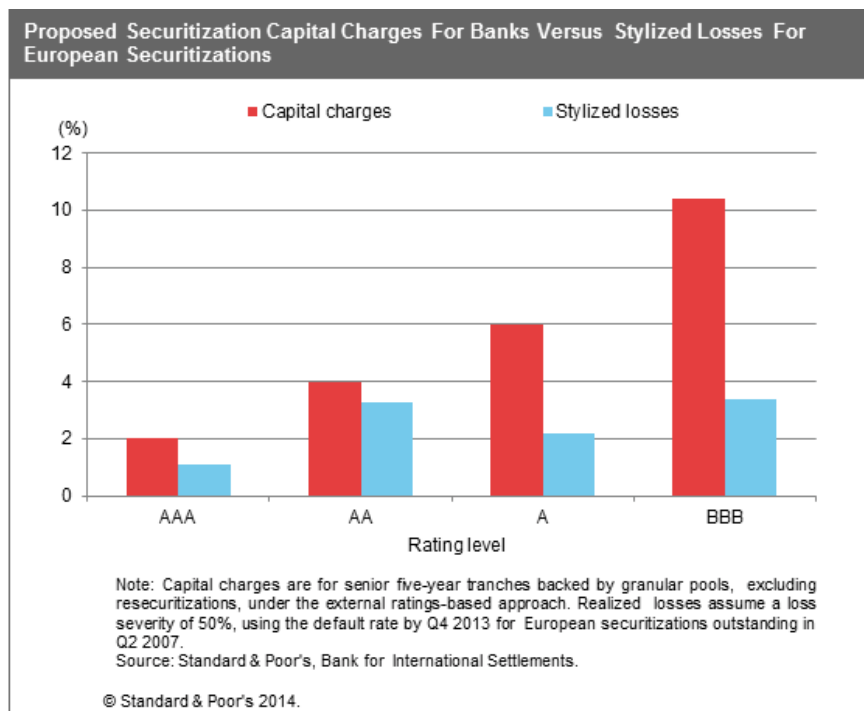
(2) La proposta prevede, tra l'altro, di andare oltre la tipica pratica dello "*skin in the game*" (sottoscrizione della *tranche junior*) da parte delle banche nella strutturazione di operazioni di cartolarizzazione e di imporre altresì una sottoscrizione verticale da parte della banca *originator* di una quota di tutte le *tranches* di ABS emesse.

(3) Nel novembre 2013, Yves Mersch, Membro del Consiglio della BCE, criticava apertamente la mancanza di coerenza della regolamentazione prudenziale nel trattamento riservato ai titoli ABS rispetto ai crediti sottostanti di pari rating, paragonandola a "*calibrating the price of flood insurance on the experience of New Orleans for a city like Madrid*".

(4) Secondo l'attuale *Standardised Approach*, il *risk weight* per *tranches senior* di ABS con rating "A" risulta pari al 6% e si confronta con un 4% per prestiti ad imprese con lo stesso rating. Le asimmetrie aumentano per titoli di qualità inferiore: ABS con rating BBB sono soggetti ad un *risk weight* del 10,4% rispetto all'8% previsto per i prestiti a imprese con lo stesso rating. Apparentemente, le differenze sono riconducibili principalmente alla mancanza di liquidità sul mercato degli ABS a seguito della crisi finanziaria nel 2008.

(5) Per calcolare le perdite "stilizzate", S&P ipotizza una "*loss severity*" del 50% e applica i tassi di *default* osservati nel quarto trimestre del 2013. Secondo la BCE, le forchette di *default* degli ABS in Europa dall'inizio della crisi finanziaria (2007/08), sono pari in media allo 0,6-1,5%. Inoltre, la Banca Centrale sostiene che i tassi di *default* sugli ABS con sottostante prestiti alle PMI in Europa sono di gran lunga inferiori a quelli delle cartolarizzazioni in genere, con *default* su circa lo 0,1% di tali strumenti.

Grafico n. 2- analisi dell'agenzia di *rating* Standard & Poor's



Gli ABS nel Quantitative Easing: analisi e proposte

Il 4 settembre 2014, la BCE ha annunciato un pacchetto di misure di politica monetaria non convenzionale (il *Quantitative Easing* o QE) che prevede, tra l'altro, l'acquisto di *Asset Backed Securities* (ABS) semplici e trasparenti ("*simple and transparent*") e di elevata qualità ("*high quality, mezzanine guaranteed*").

Nel comunicato la BCE rendeva noto che non avrebbero potuto essere "impacchettati" negli ABS crediti erogati all'esterno dei confini europei; e ciò al fine di evitare che i Paesi dell'Eurozona potessero mutualizzare sull'Eurosistema potenziali rischi provenienti da crediti erogati all'esterno dell'Europa⁽⁶⁾.

Da un successivo provvedimento⁽⁷⁾ relativo alla definizione dei collateral ammissibili in BCE, si può arguire che il livello di *high quality* per l'acquisto di ABS previsto dal QE sarebbe assimilabile ad un livello di *rating*⁽⁸⁾ pari o superiore a "singola A"⁽⁹⁾.

Non è stato invece specificato puntualmente cosa si intenda per *simple, transparent e mezzanine guaranteed*. In attesa delle istruzioni della BCE, per il momento gli operatori di mercato anche alla luce di alcune indicazioni informali della stessa BCE⁽¹⁰⁾ ritengono che:

- (6) Si rappresenta che in alcuni casi limite, come quello della Germania, tali crediti rappresentano quasi il 60% del totale.
- (7) Si fa riferimento alla decisione BCE n. 278/23 del 20/9/2014, § 4.3., lett. a).
- (8) Si fa riferimento alla sezione 6.3 dell'Appendice 1 alle Linee Guida della BCE 2011/14.
- (9) Il *rating* "singola A" equivale ad un *rating* pari almeno a "A3" da parte di Moody's, "A-" da parte di Fitch o Standard & Poor's ovvero "AL" da parte di DBRS.

- “*mezzanine guaranteed*” qualificherà una garanzia, verosimilmente anche pubblica, funzionale a riportare la struttura dell’ABS il più vicino possibile alla “singola A”;
- “*simple, transparent*” significherà l’impossibilità di strutture che effettuino doppi o tripli “impacchettamenti” dei crediti sottostanti gli ABS.

Come è ben noto, i vari Paesi membri dell’Eurozona presentano una rischiosità eterogenea evidenziata dallo *spread* sui titoli governativi. Facendo riferimento al *rating* si spazia dalla “singola B” della Grecia alla “tripla A” della Germania.

La garanzia governativa sulla *tranche mezzanine* produrrà, quindi, effetti differenziati nell’Eurozona in quanto nella migliore delle ipotesi potrà ridimensionare la maggiore rischiosità del portafoglio crediti sottostante adeguandola a quella del Paese membro garante. Si avranno pertanto potenzialmente *tranche mezzanine* al più con *rating* “singola B” nel caso della Grecia, “tripla B per l’Italia” e “tripla A” per la Germania.

Ciascun Paese deciderà la portata della garanzia identificando quanto rischio del portafoglio crediti intende assumersi (*risk appetite*) e cioè quale perdita massima potrà gravare sul bilancio dello Stato nel caso in cui il *default* del sottostante l’ABS andrà ad intaccare la *tranche mezzanine*.

In questa prospettiva uno Stato sovrano non potrà operare “a leva” e quindi dovrà calibrare la misura del suo intervento di garanzia in relazione al proprio indebitamento complessivo.

Tuttavia, nella misura in cui la strutturazione della *tranche junior* assicuri l’assorbimento della cosiddetta prima perdita (*first loss*) la garanzia prestata dallo Stato sovrano assumerebbe natura eventuale (*contingent*) e pertanto non dovrebbe gravare sul debito pubblico.

Il *risk appetite* risulterà pertanto influenzato dalla rischiosità del Paese membro. Ad esempio per un portafoglio crediti “doppia C” l’intervento della garanzia della Grecia comporterà un *risk appetite* massimo pari a 2 livelli (da “doppia C” a “singola B”) in quanto il Governo potrebbe optare per una limitazione della propria garanzia al livello “tripla C” ovvero ricondurre la rischiosità del portafoglio crediti al proprio *rating* sovrano, i.e. “singola B”. *Mutatis mutandis* per la Germania il *risk appetite* massimo risulterà pari a 7 livelli (da “doppia C” a “tripla A”) con più ampi ed evidenti margini di manovra operativi nella strutturazione degli ABS.

Il *risk appetite* del garante qualificherà l’entità della liquidità che si libera nel bilancio della banca a seguito dell’operazione di cartolarizzazione. L’efficacia di tale meccanismo trasmissivo è peraltro collegata alla revisione della disciplina prudenziale sul sistema finanziario europeo (come è stato posto in evidenza nel § 1).

Il *risk appetite*, il *rating* sovrano del garante e la qualità creditizia del portafoglio crediti qualificheranno l’ingegnerizzazione finanziaria dell’ABS e cioè la ripartizione dei rischi tra le varie *tranche*.

Per quanto precede e tenuto conto che la qualità creditizia del portafoglio crediti è tendenzialmente migliore nei Paesi con *rating* sovrano più elevato risulta evidente come questi ultimi saranno agevolati nella strutturazione di ABS di alta qualità.

⁽¹⁰⁾ Si fa riferimento al discorso di Mario Draghi del 22/9/2014 in cui questi riferiva che: “*As for the guaranteed mezzanine tranches, their intrinsic credit risk would be comparable to that of the guarantor, be it a national or supranational entity*”.

Una normalizzazione tra i vari Paesi dell'Eurozona potrebbe essere rinvenuta nel provvedimento BCE laddove si ipotizza la possibilità di una garanzia sovranazionale⁽¹¹⁾. È infatti evidente che l'affiancamento di una garanzia ad esempio della Banca Europea degli Investimenti (che ha *rating* "tripla A") a quella nazionale migliorerebbe sia il *rating* della *tranche mezzanine* che i margini di manovra del *risk appetite* del Paese garante.

Infine si rappresenta che non è ancora nota l'entità degli acquisti di ABS che la BCE intende porre in essere. Come avviene nei finanziamenti collateralizzati, è immaginabile che la partecipazione dei Paesi membri per le *tranche mezzanine guaranteed* al programma sarà limitato e discriminato con un qualche criterio di natura dimensionale verosimilmente collegato anche alla rischiosità del Paese membro.

Sarebbe pertanto semplicistico ipotizzare che con la garanzia governativa i Paesi con *rating* sovrano inferiore a "singola A" potranno strutturare ABS per quantità indefinite nella convinzione di poter vendere alla BCE le *tranche senior* e *mezzanine* e di non doversi mai rivolgere pertanto al mercato.

Ne discende l'esigenza per i Paesi membri con *rating* sovrano inferiore a "singola A" di valutare ipotesi alternative funzionali a massimizzare l'entità dei crediti oggetto di potenziale cartolarizzazione nell'assunto che tale operatività possa ridurre il *credit crunch* e ridurre così il potenziale *gap* tra Paesi dell'Eurozona con differente *rating* sovrano nell'utilizzo delle misure proposte dalla BCE.

Un ruolo fondamentale in questa materia può essere giocato dalla BCE. I vincoli regolamentari e operativi della BCE infatti contribuiscono a spiegare le difficoltà di utilizzo e lo scarso interesse delle stesse banche e delle compagnie di assicurazione ad alimentare il mercato degli ABS per le PMI.

Informazioni sulla Cartolarizzazione e sul Sottostante

In questo momento possono essere evidenziati due problemi principali nella rivitalizzazione del mercato degli ABS per le PMI. Il primo è l'eterogeneità del sottostante. Il secondo è la disponibilità delle informazioni di credito. Le banche hanno in generale tutte le informazioni necessarie, ma tali informazioni non sono standardizzate a livello europeo. C'è bisogno quindi di costruire un sistema europeo accessibile a tutti gli *stakeholders* e confrontabile, una piattaforma europea di informazioni standardizzate sufficientemente dettagliate. La trasparenza è ai fini dell'efficienza del mercato il prerequisito più importante. Configurare i requisiti di informazione sui singoli prestiti quale parte dei criteri di ammissibilità dei collateralizzati da parte della BCE, così come si fa in Francia, e disporre di classificazioni delle cartolarizzazioni market-friendly rappresenterebbero indubbiamente dei passi avanti che vanno nella giusta direzione. Manca però ancora una omogeneità sufficiente nella valutazione dei rischi, e anche una definizione armonizzata delle attività insolventi. Ciò rende difficile confrontare le operazioni. La UMC rappresenta un'occasione unica per affrontare e avviare a soluzione queste cruciali questioni. Inoltre oggi abbiamo a disposizione la tecnologia adeguata per questi obiettivi.

⁽¹¹⁾ Si fa riferimento al discorso di Mario Draghi del 22/9/2014 in cui questi riferiva che: "As for the *guaranteed mezzanine tranches*, their *intrinsic credit risk* would be comparable to that of the *guarantor*, be it a national or supranational entity".

La European Data Warehouse (ED), per esempio, fornisce informazioni sui prestiti e sul rating delle obbligazioni, oltre a servizi di *document repository* per il mercato del reddito fisso. L'obiettivo della ED è quello di creare un unico servizio di *document repository* per il mercato degli ABS in Europa. I dati dovrebbero essere basati sulla trasparenza, l'accessibilità e la standardizzazione. ED è stato creato nel 2012 seguendo i criteri dell'*Euro-system ABS Loan Level*. ED diventa operativo all'inizio del 2013, viene fondato ed è di proprietà di un mix di partecipanti al mercato. La BCE e la Banche Centrali Nazionali partecipano in qualità di osservatori nel consiglio dell'ED. Sono compresi: RMBS (residential mortgage-backed security), PMI, Auto ABS, Consumer Leasing, prestiti con carta di credito e cartolarizzazione dei prestiti. Emittenti di ABS, *servicers*, fiduciarie e altri fornitori di dati possono caricarli elettronicamente in conformità con modelli e tassonomie della BCE. Investitori, traders, *risk managers* hanno accesso ai dati tramite categorie di attività ed ordinamenti giuridici. Fornitori di dati, modelli di stima dei cash flow e soluzioni di monitoraggio sono basati su questo tipo di dati. La Data Warehouse raccoglie dati su: piani, analisi e scambi; monitoraggio e gestione del rischio, analisi e comparazioni di portafoglio attività finanziarie, comparazione del mercato ipotecario. I dati riguardano i 29 Stati Membri, riclassificati per essere omogenei e comparabili.

La cartolarizzazione dei prestiti delle PMI: un ponte tra il finanziamento bancario e quello di mercato

Esistono quindi due modi essenziali per una PMI di ottenere finanziamenti. Diversificare le fonti di finanziamento (fondi di debito, collocamento privato, *venture capital*, *crowd-funding*) oppure seguire la strada delle cartolarizzazioni. Questi due modi in parte si sovrappongono. Tuttavia i nuovi canali di finanziamento potrebbero non essere sufficienti. Resta importante il canale tradizionale del finanziamento bancario.

Ecco perché i processi di cartolarizzazione, nel quadro di una strategia coerente e lungimirante di UMC, dovrebbero essere visto come un ponte tra il finanziamento bancario e quello di mercato. Sino ad oggi solo le grandi imprese hanno avuto accesso a questo ultimo canale mentre nel prossimo futuro è necessario che anche le PMI possano ricorrere a forme di cartolarizzazione per finanziare il proprio fabbisogno. Giova evidenziare al riguardo che, da un lato, le proposte in materia di *qualified securitization* pongono condizioni molto stringenti per la piccola-media impresa, dall'altro gli ipotetici ABS rinvenienti dalla cartolarizzazione di crediti di PMI risulterebbero di fatto totalmente illiquidi e pertanto poco appetibili sul mercato finanziario.

Un aspetto di fondamentale importanza per promuovere le cartolarizzazioni di crediti di PMI diventa quindi l'individuazione di leve per rimuovere il principale ostacolo al decollo di tali iniziative, consistente nell'illiquidità strutturale degli strumenti finanziari rappresentativi di crediti cartolarizzati. A tal riguardo, riteniamo che un sistema di cartolarizzazioni a due livelli possa aumentare la liquidità degli ABS. Dovrebbero tuttavia essere rispettate particolari condizioni in modo da escludere il ripetersi di situazioni patologiche (cfr. crisi mutui *sub-prime*).

In particolare, si potrebbe pensare a un sistema di cartolarizzazione a due livelli¹² che preveda, inizialmente, un primo ciclo di trasformazione dei crediti con la creazione di cartolarizzazioni di

⁽¹²⁾ Cfr. il Paper "La re-securitization per finanziare la ripresa", G. Zadra (luglio 2014).

“primo livello” (garantite dai crediti) e, successivamente, un secondo ciclo con la creazione di cartolarizzazioni di “secondo livello” (garantite dagli ABS di “primo livello”). Nella prima fase, i crediti erogati dalle banche alle imprese sarebbero trasferiti a “veicoli speciali di primo livello” che, a fronte dei crediti ceduti, emetterebbero ABS di “primo livello”. Nella seconda fase, un “veicolo di secondo livello” cartolarizzerebbe gli “ABS di primo livello” (acquistati dai “veicoli speciali di primo livello”) ed emetterebbe “ABS di secondo livello”, che sarebbero poi rivendute sul mercato finanziario.

Il meccanismo consiste quindi nel raggruppamento di “ABS di primo livello” in “ABS di secondo livello” tramite una tecnica di ri-cartolarizzazione che assicuri la trasparenza degli ABS sottostanti e ne valorizzi le caratteristiche comuni sulla base di una forte standardizzazione che renda facilmente comparabili e aggregabili gli ABS di primo livello.

Il veicolo di secondo livello avrebbe inoltre un ruolo di aggregatore al fine di superare l’illiquidità delle emissioni singole e di importo limitato tipica degli ABS di primo livello. Fondamentale per la buona riuscita dell’iniziativa è rispettare criteri di diversificazione settoriale e geografica in modo da assicurare una bassa correlazione tra gli *asset* a garanzia degli ABS di secondo livello¹³.

Relativamente all’opportunità di una garanzia pubblica, di uno Stato membro o di un soggetto sovranazionale, si veda quanto già espresso sopra (vedi “*Gli ABS nel Quantitative Easing: analisi e proposte*”).

Allo stato *de quo*, il principale ostacolo alla realizzazione del progetto è rappresentato dal divieto di ri-cartolarizzazione previsto dal modello UE di *high-quality securitization*.

Il ruolo delle assicurazioni

Ad oggi le compagnie di assicurazione non ritengono ancora i titoli ABS un’alternativa di investimento attraente, principalmente a causa dei rilevanti costi regolamentari che penalizzano eccessivamente la detenzione di simili titoli nei portafogli. La valutazione *mark-to-market* prevista da Solvency II, insieme ai requisiti di capitale associati a tali strumenti produce risultati tali da non renderli competitivi nelle decisioni di investimento.

Non può poi esistere un mercato europeo, se mancano negoziazioni e liquidità e se persistono gradi di standardizzazione dei titoli e delle legislazioni molto bassi e del tutto insufficienti (esistono, ad esempio, ancora definizioni molto diverse di *loan-to-value* e - come dicevamo - di insolvenza nelle diverse normative);

Per valutare questi prodotti finanziari le compagnie di assicurazione hanno quindi bisogno di teams numerosi e specializzati. Il costo intrinseco dei processi di valutazione rende quindi difficile costruire scenari di stress affidabili. Una elevata volatilità delle variabili osservate ostacola poi la validità dei processi di calibrazione.

⁽¹³⁾ Cfr. “*Securitisations: tranching concentrates uncertainty*” di Adonis Antoniadis e Nikola Tarashev (12/2014).

Tuttavia, esistono potenzialmente tutte le informazioni per "costruire il quadro" e renderlo operativo, superando gli ostacoli che abbiamo menzionato. Si dovrebbe procedere però rapidamente agli adeguamenti normativi, regolamentari e alle standardizzazioni richieste. Dopo lo stress test e la AQR - in linea di principio - abbiamo le informazioni necessarie per essere selettivi nella scelta *degli asset* da cartolarizzazione.

2) Le risposte alle questioni poste dal Green Paper

1. Al di là dei cinque settori prioritari individuati per gli interventi a breve termine, quali altri settori dovrebbero essere affrontati in via prioritaria?

- 1.1. Tra le priorità vi è certamente la sburocratizzazione e l'efficientamento del quadro normativo e regolamentare. È necessario avere poche regole, semplici, coerenti con quelle dei mercati internazionali (anche grazie a meccanismi di deregolamentazione competitiva che hanno caratterizzato riforme del mondo anglosassone). Norme davvero uniche, cioè uniformi e uniformemente applicate per tutti i 28 Paesi. Non è chiaro dal Green Paper come si possa arrivare a questo risultato, ovvero con quali tempi e modalità. La tempistica prevista per il raggiungimento degli obiettivi che verranno fissati con l'Action plan UMC (anno 2019), infatti, appare eccessivamente lunga. Alcune priorità di medio lungo periodo indicate nel Green Paper, dovrebbero essere anticipate, costituendo un pre-requisito per gli altri obiettivi. Per la creazione di un vero e proprio mercato unico dei capitali sarebbe innanzitutto utile una maggiore omogeneizzazione del quadro normativo e, eventualmente, la concentrazione in un'unica autorità della supervisione sui mercati dei capitali. Puntare solo su procedure intergovernative tra 28 paesi e su tentativi di costruire un ennesimo, ulteriore livello regolatorio non appare convincente: un "ventinovesimo regime" potrebbe funzionare solo se questo venisse fortemente incentivato (o viceversa venissero penalizzati gli altri), e quindi spiazzasse e sostituisse gli altri 28 diversi regimi. L'esperienza ci dice che perseguire la strada della sola armonizzazione intergovernativa o inter-Autorità non garantisce risultati certi, efficaci e in tempi rapidi.
- 1.2. Per evitare rischi di "over regulation" a livello nazionale, appaiono inoltre opportune iniziative volte alla standardizzazione di alcuni prodotti e delle prassi di mercato a livello europeo. Si ritiene a tal riguardo preferibile che tali iniziative siano promosse dall'industria, con un approccio bottom-up. Tale processo di standardizzazione potrebbe essere favorito attraverso una attività da parte dell'industria di elaborazione di linee guida e prassi di mercato (come ad esempio la recente Market Guide per un Pan European Private Placement Market dell'ICMA). Occorre disegnare infatti sistemi più efficaci e tempestivi di armonizzazione dal basso, con riconoscimento reciproco dei diversi regimi, o con garanzia della portabilità dei diritti e dei benefici (ad esempio, pensioni complementari). Occorre trasferire prerogative e competenze dai livelli nazionali e locali. Non necessariamente a beneficio del livello europeo, ma del mercato (sussidiarietà orizzontale).
- 1.3. Nel perseguimento dell'Unione dei Mercati dei Capitali una priorità assoluta per la Commissione deve essere quella di garantire che le opportunità offerte dal quadro normativo esistente siano pienamente implementate. Il settore finanziario italiano ritiene che, prima di dare avvio a nuova regolamentazione, la Commissione debba intraprendere una approfondita valutazione ("comprehensive assessment") di come i recenti sviluppi, incluse Solvency II, CRD IV, IORPD, Banking Structure Regulation ed EMIR, possano avere un impatto negativo sui finanziamenti a lungo termine. Tale valutazione, laddove necessario, dovrà essere seguita da azioni correttive.
- 1.4. In particolare, per il settore assicurativo una priorità fondamentale nel breve periodo è la revisione dei requisiti di capitale previsti da Solvency II per attivi di lungo periodo quali infrastrutture, investimenti in PMI e cartolarizzazioni, anche attraverso fondi dedicati. I requisiti attualmente previsti, che sono eccessivamente restrittivi e disincentivano gli investimenti delle imprese di assicurazione, devono essere rivisti per meglio riflettere le sottostanti esposizioni al rischio e profili di rischio delle attività a lungo termine.

- 1.5. Inoltre, nel settore del risparmio gestito, è di grande importanza che la Commissione consideri l'opportunità di creare un unico testo regolamentare di settore, un "testo unico" a livello europeo. La produzione legislativa e regolamentare degli ultimi anni nel settore ha, infatti, dato vita a una proliferazione e frammentazione di disposizioni legislative e regolamentari, contenute in diversi testi di normativa primaria, secondaria e di misure di terzo livello. La realizzazione di un unico sistema di norme consolidato permetterebbe una migliore e più agevole sistematizzazione della materia, a beneficio sia degli operatori che degli investitori.
- 1.6. Inoltre si suggerisce di iniziare a considerare il percorso verso la creazione di un level playing field fiscale per transazioni finanziarie e società finanziarie in UE. Si ritiene inoltre che le cartolarizzazioni dovrebbero essere utilizzate anche per agevolare un processo di smaltimento dei portafogli dei crediti deteriorati (NPL) nei bilanci delle banche, così da ridurre i costi di finanziamento delle sofferenze e, al contempo, ripristinare la capacità di erogazione di credito nei confronti dell'economia reale. Nel documento di consultazione specifico sulla securitization si sostiene che queste operazioni devono incorporare anche i crediti delle PMI, ma non c'è tuttavia uno specifico riferimento alle posizioni di crediti deteriorati.
- 1.7. I titoli cartolarizzati di crediti in sofferenza potrebbero essere utilizzati dalle banche, previa modifiche della regolamentazione BCE, come collateral nell'ambito di operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Si potrebbe anche ipotizzare la previsione di una garanzia pubblica su tali ABS (eventualmente limitata alla sola tranche "mezzanine" dell'operazione), così da agevolare le possibilità di acquisizione da parte della BCE. E' evidente che, al fine di evitare un effetto stigma tra i diversi Stati, una simile iniziativa dovrebbe essere di livello europeo e non attivata dai singoli Paesi. Questa ipotesi andrebbe peraltro valutata in maniera più approfondita, tenuto conto che un titolo garantito da NPL ben collateralizzati non è necessariamente qualitativamente peggiore di un titolo garantito da crediti unsecured (con tassi di perdita, in caso di insolvenza, molto elevati). Sullo sfondo resta inoltre il problema dell'acquisizione del rating, poiché le principali agenzie di rating non sembrano possedere al momento modelli per rilasciare rating su NPL.
- 2. Quali misure supplementari in materia di disponibilità e standardizzazione delle informazioni sulla situazione creditizia delle PMI potrebbero favorire un mercato più spesso del finanziamento delle PMI e delle start-up e l'allargamento della base degli investitori?**
- 2.1. Un tema critico per l'accesso al mercato dei capitali delle PMI è quello della valutazione del rischio di credito, che rappresenta un onere rilevante per le piccole imprese. La scelta di investire in tali imprese va di pari passo con la conoscenza e la disponibilità di informazioni da analizzare e utilizzare. Le difficoltà di portare un investitore su un "SME bond" non sono nel far comprendere lo strumento, ma nel capire se alla base dell'analisi di quella società ci siano piani di sviluppo omogenei e come monitorare l'andamento della società. Sarebbe utile avere, come ad esempio accade già in Francia con la Banca Centrale, una valutazione del rischio di credito da parte di un'entità indipendente a livello europeo.
- 2.2. Avere un database europeo di informazioni standardizzate sulle SME accessibile all'esterno potrebbe essere utile per un investitore e rappresenterebbe un fondamentale passo per supportare il funding di tali imprese. Occorre tuttavia calibrare bene il livello di informazioni che vengono fornite sul database centrale, in quanto le informazioni messe a

disposizione, se non ben comprese, potrebbero addirittura dare segnali negativi agli investitori (penalizzando le imprese più piccole e meno strutturate).

- 2.3. Stante il fatto che il settore bancario italiano ha già modelli di scoring interni validi ed efficaci, si potrebbe valutare la creazione di un database domestico (con livello di dettaglio da studiare) che metta a disposizione tali informazioni per favorire investimenti importanti nelle PMI, da parte degli investitori specializzati in tale asset class ma anche del settore bancario. Analoghe esperienze in Germania e Spagna andrebbero altresì valutate.
- 2.4. Per evitare conseguenze indesiderate sul finanziamento delle PMI, vorremmo inoltre richiamare l'attenzione della Commissione sull'impatto che le modifiche al regime di ricerca degli investimenti delle securities regolamentato dalla MiFID II potrebbe avere sull'accesso alle informazioni delle PMI quotate, ossia aumentando la concentrazione di copertura di ricerca su grandi emittenti, riducendo le attività di ricerca per le PMI più piccole.
- 2.5. Per supportare un mercato dei capitali per le PMI ampio è necessario anche affrontare altre tematiche oltre a quelle delle informazioni sul credito delle PMI. Il primo passo sarebbe quello di uniformare a livello europeo le definizioni stesse di PMI (start-up, innovative high-tech, piccole imprese, ecc. ...), dal momento che gli stati membri, le authority e le associazioni utilizzano definizioni diverse a seconda dei propri obiettivi di policy o business models. Inoltre, la standardizzazione del set informativo per le aziende di medie dimensioni che intendono emettere obbligazioni o azioni è fondamentale e necessaria per attirare investitori esteri. Sotto questo profilo è quindi da valutare positivamente la proposta di revisione della Direttiva sul prospetto, sebbene, come meglio illustrato nella specifica risposta di ABI al riguardo, l'accesso al mercato dei capitali da parte delle SME avviene sempre più frequentemente in Italia attraverso gli MTF. È infine rilevante incoraggiare l'adozione da parte degli investitori di approcci forward looking, che valorizzino i business plan delle imprese, nelle loro scelte di investimento.
- 2.6. Ulteriore tema che va affrontato riguarda la circostanza che le PMI non sempre hanno un grado adeguato di attenzione agli strumenti alternativi. C'è quindi un problema di cultura e educazione finanziaria da risolvere. Al riguardo si dovrebbe considerare quanto è stato già fatto nei vari paesi per facilitare l'accesso delle imprese medio piccole al mercato dei capitali. In Italia, negli ultimi anni si è fatto molto al riguardo e tali esperienze dovrebbero essere valutate attentamente dalla Commissione Europea ed esportate a livello europeo.

3. Come sostenere gli ELTIF per incentivarne la diffusione?

- 3.1. La necessità di sostenere finanziamenti di lungo termine per l'economia reale è un punto cardine delle più recenti politiche comunitarie, per tale motivo si accoglie con favore la creazione di un quadro per i Long Term Investment Funds quale componente importante della UMC. Tuttavia, le barriere all'ingresso per i gestori di fondi che intendono accedere al regime ELTIF, ovvero l'autorizzazione ai sensi della direttiva AIFM e la definizione stringente di "investimenti ammissibili", risultano essere limitanti. Si ritiene dunque importante fare in modo che il set di misure di livello II non vada nella direzione di una minore flessibilità per i gestori di fondi.
- 3.2. Per favorire la diffusione di questi fondi, il framework regolamentare dovrebbe essere modificato al fine di rimuovere le penalizzazioni operanti nei confronti delle imprese di assicurazione rispetto agli investimenti infrastrutturali di lungo periodo.

- 3.3. Inoltre, gli ELTIF non devono essere riservati a pochi investitori, ma vanno promossi anche nei confronti degli investitori retail, a condizione che il loro orizzonte temporale sia compatibile con quello di tali prodotti. In generale, nel tentativo di attrarre sia gli investitori retail che i professionali, con l'intento di non scoraggiare questi ultimi nell'investire nei fondi proposti, ci dovrebbe essere un'adeguata differenziazione negli adempimenti tra investitori professionali e al dettaglio.
- 3.4. Al fine di favorire la partecipazione (indiretta) di investitori al dettaglio, sarebbe utile chiarire come si intende perseguire l'obiettivo di cui all'art. 33 bis del regolamento ELTIFs, affinché gli "UCITS siano in grado di investire in quote o azioni degli ELTIFs", come, ad esempio, attraverso una revisione dei limiti di investimento previsti dalla medesima direttiva. In questa prospettiva, si incoraggia la possibilità per gli UCITS di investire negli ELTIFs fino al limite del 20% delle attività degli UCITS¹⁴. L'aumento del limite di investimento previsto dalla direttiva UCITS potrebbe avere l'effetto di incentivare concretamente lo sviluppo degli ELTIFs promuovendo la partecipazione (indiretta) di investitori retail, in linea con l'obiettivo del regolamento.
- 3.5. Nell'accesso al mercato dei capitali da parte delle SME si assiste, di frequente, ad una situazione di carenza di investitori qualificati a fronte di una ricchezza di imprese, tra cui anche molte eccellenze. È importante creare investitori, inizialmente domestici, che investano in soggetti più piccoli che si aprono a questo nuovo investimento, in modo da incoraggiare investimenti *buy and hold* in piccole e medie imprese, in particolare, fondi chiusi che non necessitano della liquidità del secondario. Se non si crea prima un meccanismo virtuoso di questo tipo, è difficile attrarre investimenti dall'estero.
- 3.6. Taluni aspetti determinanti, ad avviso dell'industria, sono ancora da chiarire: (a) quale sarà il trattamento fiscale a livello nazionale; (b) quali saranno gli standard tecnici che l'ESMA detterà per tali fondi; (c) se siano conformi o meno agli ordinamenti nazionali gli strumenti di *loans origination* attribuiti ai fondi in questione (essendo tale attività di norma riservata agli enti creditizi); (d) l'accessibilità all'investimento in tali fondi da parte di taluni investitori istituzionali sottoposti in tali casi a restrizioni o a trattamenti prudenziali sfavorevoli (es. fondi pensione e imprese assicurative). È auspicabile l'estensione dei meccanismi di risk sharing a tali fondi, con riferimento all'emissione di bond o loans origination.
- 3.7. Sarebbe altresì desiderabile l'introduzione di incentivi per gli investitori specializzati nell'asset class mid market. Il tema degli incentivi fiscali è peraltro assai delicato, stante la consapevolezza delle inevitabili difficoltà che si determinerebbero per il raggiungimento di un accordo sul punto con la necessaria unanimità di tutti gli Stati. In assenza di un accordo, quindi, l'adozione di misure di sostegno fiscale per tali operazioni resta affidata all'iniziativa dei singoli Stati. Si vedrebbe con favore l'estensione agli ELTIFs del trattamento fiscale agevolato degli UCITS che è oggi previsto in diverse giurisdizioni nazionali.
- 3.8. Occorre evitare il rischio che, per rendere gli ELTIFs adatti anche agli investitori retail, siano introdotti:
- a carico dei gestori e dei distributori obblighi ulteriori e più stringenti rispetto alle norme di tutela degli investitori previsti dalla direttiva 2014/65/UE (MiFID II). Da questo punto di vista il regime "speciale" delineato dagli art. 28 e 30 del

¹⁴ In tal senso, il Decreto n. 30/2015 del Ministero italiano dell'Economia e della Finanza, ha riconosciuto la possibilità per i FIA aperti italiani, anche *retail*, di investire fino al 20% dei loro assets in strumenti finanziari non negoziati in un mercato regolamentato.

Regolamento approvato in seduta plenaria andrebbe riconsiderato e riformulato in modo coerente con quanto già previsto dalla MiFID II;

- a carico dei depositari ulteriori obblighi rispetto a quanto stabilito dalla direttiva 2011/61/UE (AIFMD). Invero l'art. 29 del Regolamento approvato in seduta plenaria pone a carico dei depositari di ELTIFs rivolti anche ad investitori al dettaglio gli stessi vincoli previsti dalla direttiva 2014/91/UE (UCITS V) per i depositari di UCITS. In questo modo si finisce per introdurre un terzo regime di depositari, che si fonda su un mix di norme previste dalla AIFMD e dalla UCITS V, che rischia di sollevare incertezze interpretative ed operative a carico dei gestori e dei depositari.

4. *Quale azione dell'UE sarebbe necessaria per sostenere lo sviluppo dei mercati del collocamento privato, oltre al sostegno agli sforzi del settore privato intesi a concordare norme comuni?*

- 4.1. Crediamo fermamente che gli standard comuni potrebbero essere sufficientemente sviluppati come market led best practice. In questa prospettiva, sosteniamo iniziative, come ad esempio le linee-guida dell'ICMA sul Private Placement - volte a migliorare i mercati di private placement a livello transnazionale - che consideriamo sufficienti a promuovere standard comuni: un ulteriore intervento normativo in questo settore, quindi, non è necessario. Il mercato del Private Placement, che presenta un grado di sviluppo differenziato nei vari Paesi europei, potrebbe offrire un banco di prova della capacità delle autorità e dell'industria di sensibilizzare e coinvolgere adeguatamente i singoli operatori. Anche in questo campo il mercato da solo non può farcela e si richiede un intervento pubblico di sostegno, preferibilmente a livello europeo. Occorre un'azione di sensibilizzazione dei potenziali investitori domestici (compagnie di assicurazioni e fondi pensione), sull'asset class "private debt" a livello locale, soprattutto nei paesi in cui il mercato è poco sviluppato e concentrato su pochissimi investitori domestici e principalmente su investitori esteri.
- 4.2. Pertanto dovrebbero essere lanciate dalla Commissione Europea, iniziative di "education" di detti investitori su tali operazioni. Occorre inoltre un investimento consistente, sostenuto ed incentivato di formazione professionale degli operatori, di educazione finanziaria, anche del grande pubblico, di miglioramento del capitale umano, di comunicazione e di informazione dell'opinione pubblica, di stimolo all'adeguamento tecnologico ed organizzativo. Anche in questo campo un approccio "trickle down" non è sufficiente. Occorre una strategia europea ben programmata, implementata e sostenuta da risorse pubbliche di coinvolgimento e aggiornamento di cittadini e operatori economici. Di particolare utilità sarebbe la costruzione e diffusione di un glossario-linguaggio unico della finanza, che già vede nell'inglese la lingua comune.
- 4.3. Gli investitori istituzionali giocano un ruolo importante. Per taluni di essi che operano con modalità buy-to-hold, segnatamente le imprese assicurative, i criteri di ponderazione dei rischi derivanti dall'investimento in obbligazioni emesse dalle PMI possono essere ingiustificatamente penalizzanti; infatti, la volatilità dei prezzi di tali titoli si rivela ininfluenza alla luce del fatto che tali investitori detengono i titoli sino alla data di scadenza. Per altri investitori istituzionali, come i fondi pensione, la regolamentazione locale pone, agli investimenti in questione (costituiti principalmente da asset illiquidi, fondi alternativi ecc.), restrizioni o disincentivi fiscali che debbono senz'altro essere eliminati, se si vogliono raggiungere gli obiettivi indicati dalla Commissione UE.
- 4.4. Oltre ad una operazione di education si dovrebbe procedere ad una revisione della normativa prudenziale che regola i limiti operativi delle imprese di assicurazione che, anche in mercati più avanzati dei corporate private placement (come quello USA),

costituiscono i principali investitori. Analoga revisione andrebbe effettuata con riferimento alla normativa sugli Enti pensionistici, la cui applicazione in alcuni paesi vincola al momento gli investimenti dei gestori dei fondi pensione.

- 4.5. Saremo favorevoli, tuttavia, ad un'iniziativa normativa per una chiara definizione di "private placement", attualmente definito solo in modo negativo come "non-public offer". Una definizione comune di "private placement" aiuterebbe ad individuare le differenze tra queste operazioni e le offerte pubbliche, nonché alla definizione del panel degli investitori che potrebbero essere affrontate con operazioni di private placement e, se del caso, di altri elementi rilevanti che caratterizzano queste pratiche.
- 4.6. Il finanziamento a debito di progetti infrastrutturali in alcuni Paesi europei (Belgio, Italia, Polonia, Regno Unito e Spagna) è soggetto a ritenuta d'acconto (withholding tax - WHT) se lo strumento finanziario è un prestito o un private placement non quotato, mentre gli eurobonds quotati sono generalmente esenti da tale ritenuta. A tale proposito si noti che, nel Regno Unito, sta per essere introdotta una nuova normativa che abolisce la ritenuta d'acconto per le infrastrutture a debito, pertanto, riteniamo che un approccio simile debba essere incoraggiato anche in altri Stati membri.

Misure di sviluppo e integrazione dei mercati dei capitali

A. Migliorare l'accesso ai finanziamenti

5. Quali ulteriori misure potrebbero contribuire a migliorare l'accesso ai finanziamenti e a convogliare i fondi verso coloro che ne hanno bisogno?

- 5.1. Gli investitori spesso si trovano a fronteggiare barriere e/o costi connessi con l'allocazione del capitale. Una gestione interna del processo decisionale richiede tempo e risorse indispensabili per un'adeguata due diligence. L'affidamento delle risorse finanziarie a gestori di fondi dedicati che investono in capitale di rischio (private equity e venture capital) e di debito (private debt) consente di ridurre tali costi e barriere potendo contare sull'esperienza, sulla natura transfrontaliera e su un track record dei gestori stessi.
- 5.2. Merita un approfondimento il ruolo del settore pubblico nell'accelerare la transizione alla UMC. Interventi pubblici efficaci possono correggere e superare gli ostacoli alle attività cross-border e tutti i fallimenti del mercato, che spiegano lo stato attuale di frammentazione e inefficacia dei mercati dei capitali in Europa. Sistemi di garanzia pubblica e di incentivazione fiscale potrebbero essere opportuni o anche necessari, e vanno ben coordinati a livello europeo per evitare distorsioni e ostacoli alla concorrenza. Occorre anche promuovere l'assistenza tecnica, la diffusione delle tecnologie e il 'capacity building', che sono parte essenziale della UMC e delle migliori pratiche.
- 5.3. Ulteriori azioni per promuovere l'accesso ai finanziamenti possono essere identificate in:
 - i) una corretta attuazione delle misure di livello 2 della direttiva MiFID II,
 - ii) un incoraggiamento ad avere una documentazione più standardizzata sulle informazioni di credito delle PMI e dei corporate bonds,
 - iii) adeguamenti dei requisiti patrimoniali di

Solvency II in modo da creare un contesto normativo più favorevole e attrarre gli investitori istituzionali su specifici investimenti di lungo termine o SMEs-oriented.

- 5.4. Inoltre, sarebbe opportuno favorire lo sviluppo di un mercato europeo di gestori di fondi specializzati nell'asset class mid corporate, sia lato debito che equity, tramite iniziative temporanee volte ad aumentare il numero di detti investitori a livello europeo. In tal senso, nell'esperienza italiana, un importante contributo è pervenuto dal Fondo Italiano di Investimenti - il cui capitale è stato sottoscritto da importanti banche italiane e da altre istituzioni finanziarie, anche pubbliche - che svolge sia l'attività di Fondo di Fondi di private equity - investendo nel capitale di veicoli che effettuino investimenti di private equity coerenti con la strategia di investimento del Fondo stesso - sia più di recente l'investimento in Fondi di private debt. A livello europeo tale attività potrebbe essere svolta da investitori istituzionali europei di natura pubblica.
- 6. *Dovrebbero essere adottate misure, come la standardizzazione, per promuovere una maggiore liquidità nei mercati delle obbligazioni societarie? In caso affermativo, quali provvedimenti sono necessari: possono essere iniziative di mercato o è necessaria un'azione normativa?***
- 6.1. Riteniamo che le iniziative UE per promuovere un mercato dei bond ben funzionante e stabile svolgano un ruolo molto importante nel rafforzare le infrastrutture del mercato finanziario dell'UE, fornendo capitale agli issuers e opportunità di investimento per i risparmiatori e gli investitori.
- 6.2. Il mercato e lo sviluppo normativo nel corso degli ultimi anni - tra cui la sempre crescente domanda di trasparenza prevista dalla MiFIR - minacciano la liquidità che è da considerarsi una caratteristica fondamentale per un mercato efficiente. Le misure attualmente in discussione sulla trasparenza pre e post trade (MiFIR II) aumentano il rischio di ridurre la liquidità nel mercato emergente dei bond e vanno nella direzione opposta alla UMC. In particolare: (1) le attività di market making delle banche stanno già diventando poco attraenti a causa dei requisiti di capitale e gli oneri aggiuntivi relativi alla Liquidity coverage ratio (LCR), privando i mercati di liquidità; (2) la pressione normativa posta sui market makers, attraverso MiFID II e la Riforma strutturale del settore bancario, minerà in gran parte la liquidità del mercato dei corporate bonds attraverso obblighi di disclosure inadeguati (almeno fino a quando un sistema consolidato che includa le obbligazioni non sarà entrato in vigore) ed eccessivi requisiti patrimoniali. Inoltre, la proposta legislativa sulla riforma strutturale del settore bancario rischia di rendere l'attività di proprietary trading delle banche più complessa e di concentrare ancor di più l'attività di market making su pochi soggetti a scapito della liquidità dei mercati secondari.
- 6.3. Ci auguriamo che la necessità di ripristinare la crescita in Europa contribuirà a riconoscere la necessità di un certo equilibrio nel regime MiFID II prima che diventi troppo dannoso per l'economia reale europea.
- 6.4. Ci sono una serie di iniziative che possono essere prese per migliorare la liquidità dei bonds market, come lo sviluppo di piattaforme, che permettano ad esempio alle imprese buy-side di interagire con altre imprese buy-side o sell-side, e lo sviluppo di nuovi protocolli di scambio.
- 6.5. Al fine di sostenere la liquidità, accogliamo con favore la proposta della Commissione di fissare standard per il mercato dei bonds. Condividiamo con la Commissione europea che una certa standardizzazione è necessaria nelle emissioni. Siamo anche d'accordo con la

Commissione europea che la standardizzazione può essere una via positiva per migliorare la partecipazione ai mercati dei capitali, in particolare per il mercato dei bonds.

- 6.6. Noi crediamo che la standardizzazione aiuterà a: (i) ridurre i costi di emissione per il corporate e ridurre i costi di transazione per gli investitori e a (ii) fornire un migliore e più trasparente accesso ai mercati dei corporate bonds per gli investitori retail. In questa prospettiva, riteniamo che il livello più importante della standardizzazione da raggiungere è quella dei dati. Anche se la creazione di centralized venues e lo sviluppo di e-trading contribuirà a migliorare la liquidità, l'impatto delle nuove pratiche di emissione dovrà essere compreso e affrontato in maniera più completa.
- 6.7. La standardizzazione del set informativo per le aziende di medie dimensioni che intendono emettere obbligazioni o azioni è fondamentale e necessaria per attirare investitori esteri. E' quindi da valutare positivamente la revisione della Direttiva sul prospetto in quanto è possibile fare passi ulteriori in tale direzione. Importanti appaiono anche iniziative volte alla standardizzazione dei prodotti e delle prassi di mercato a livello europeo. In questo caso si ritiene preferibile e più efficiente che esse siano iniziative promosse dall'industria, con un approccio bottom-up.
- 6.8. Si suggerisce che l'UE riconsideri le proposte attualmente in discussione ai sensi della MiFID II / MiFIR e la riforma strutturale del settore bancario in quanto riducono la liquidità nei mercati di corporate bonds.
- 6.9. In conclusione, si plaudono le iniziative che attraverso la standardizzazione - fatte salve le differenziazioni in termini di condizioni economiche che spontaneamente si generano sui mercati - sono volte all'incremento degli scambi e quindi al rafforzamento dei mercati stessi.
- 6.10. Inoltre, si ritiene che, se si vuole incrementare la liquidità, accanto a misure di standardizzazione è necessaria anche una revisione della regulatory action diretta a favorire l'attività dei liquidity provider ed i policymakers dovrebbero riflettere e procedere ad analizzare in che misura le riforme hanno prodotto *unintended consequences*, in particolare per quanto riguarda la capacità del sistema finanziario di sostenere la ripresa economica globale e mantenere la liquidità dei principali mercati.

7. Oltre a sostenere l'elaborazione di orientamenti da parte del mercato, sono necessarie azioni dell'UE per agevolare lo sviluppo di investimenti di tipo ambientale, sociale e di governo societario standardizzati, trasparenti e responsabili, comprese le obbligazioni verdi?

- 7.1. Si vedono con favore le iniziative volte a fornire un ulteriore accesso ai finanziamenti attraverso investimenti ESG. Il quadro giuridico e normativo esistente (reporting paese per paese, revisione della direttiva dei Diritti degli Azionisti, obblighi di trasparenza sotto entrambe le disposizioni UCITS KIID e PRIIPs KID) prevede un adeguato livello di misure per promuovere le buone pratiche del mercato. Ulteriore normativa, quindi, non si ritiene necessaria.
- 7.2. Con il quadro di cui sopra già in atto, si potrebbe ancora giocare un ruolo nell'incentivare investimenti ESG, attraverso azioni specifiche, come ad esempio: (1) la promozione degli investimenti ESG nel Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici avviato con il piano Juncker: il criterio ESG può essere potenziato come criterio chiave per la selezione dei progetti; (2) il sostegno delle iniziative del settore privato in materia di codice di

comportamento per la responsabilità sociale delle imprese ('CRS') quale strumento per permettere ai gestori patrimoniali di individuare e impostare parametri di riferimento per le politiche di investimento ESG; e (3) lo sviluppo di un marchio UE ESG sulla base delle etichette nazionali che si stanno iniziando a creare da parte di alcuni Stati membri.

- 7.3. Inoltre, la Commissione - nel suo intento di agevolare gli investimenti nelle infrastrutture - può decidere di sviluppare standard in base ai quali i progetti in 'infrastrutture sociali', che potrebbero anche rientrare sotto la categoria ESG, potrebbero essere "investimenti ammissibili" ai sensi delle disposizioni generali in materia di investimenti in infrastrutture.
- 7.4. Anche i fondi pensione potrebbero svolgere un ruolo importante in questo ambito, considerando che l'approccio a lungo termine delle pensioni è particolarmente coerente con l'approccio ESG. Si suggerisce quindi di promuovere l'adozione di criteri ESG da parte dei fondi pensione sia attraverso azioni dirette sia sostenendo iniziative nazionali.
- 7.5. Sarebbe, inoltre, utile prevedere meccanismi premianti per le banche che inseriscono criteri ESG nelle politiche di impiego, ad esempio nell'ammontare/costo dei fondi messi a disposizione dalla BCE e altri organismi finanziari europei (es. FEI e BEI).
- 7.6. Data la natura in continua evoluzione del settore, considerando gli attuali sviluppi per la creazione di metodi nuovi e migliori per il raggiungimento degli obiettivi di investimento ESG, riteniamo che sarebbe prematuro discutere di standardizzazione dei processi, in aggiunta alla standardizzazione delle informazioni già esistenti per gli investitori retail, come da direttiva UCITS e da regolamento PRIIPs.
- 7.7. I fattori ESG possono influire sulle prestazioni a lungo termine delle aziende, e hanno un impatto significativo sul valore delle azioni e sulle prestazioni degli investimenti in portafoglio. Lo sviluppo di un approccio d'investimento che faccia esplicito riferimento alla materialità dei fattori ESG e il loro impatto sull'ambiente e sulla società può essere sostenuto dalla diffusa disponibilità di informazioni finalizzato a soddisfare le aspettative degli investitori e migliorare l'allocazione del capitale.
- 7.8. La Direttiva UE Non-Financial and Diversity Disclosure rappresenta un primo passo importante, che deve essere integrato da una guida alle imprese per aiutarle a preparare il relativo reporting. Gli sforzi dell'UE volti a migliorare la consapevolezza e la capacità di rispettare la Direttiva sosterranno la trasparenza e la competitività delle imprese, in conformità con gli obiettivi ambientali e sociali della strategia Europa 2020.
- 7.9. Per quanto riguarda i green bonds, oltre che sostenere lo sviluppo di linee guida da parte del mercato, sarebbe opportuna una standardizzazione della definizione di "green investment". Per il momento, sono fornite raccomandazioni (Green Bond Principles - GBPs) non obbligatorie per gli emittenti. Riteniamo che le *Green Bonds guide lines* costituiscano un caso esemplare di efficienza dell'autoregolamentazione di categoria. Tali linee guida vantano un alto numero di aderenti ed indirizzano i borrowers verso la creazione di emissioni credibili sul mercato, una più efficiente gestione dei ricavi oltreché degli adempimenti di disclosure e reporting agli investitori.
- 7.10. Suggeriamo anche la tracciabilità dei fondi, nonché la allocazione di certificazioni esterne, una standardizzazione di misurazione dell'impatto e la creazione di SRI e Green labels.

8. È opportuno sviluppare un principio contabile comune a livello dell'UE per le piccole e medie imprese quotate nei sistemi multilaterali di negoziazione? Questo principio dovrebbe diventare una caratteristica dei mercati di crescita per le PMI? E in caso affermativo, a quali condizioni?

8.1. Sosteniamo fortemente gli sforzi per ridurre gli oneri amministrativi delle imprese quotate più piccole e di medie dimensioni. Siamo d'accordo che la piena applicazione delle norme IFRS alle PMI quotate sia molto gravosa. Tuttavia, non siamo favorevoli a norme contabili a livello UE per le società dello SME Growth Market. Troviamo che sia più importante sviluppare direttive contabili al fine di ridurre gli oneri amministrativi.

8.2. Peraltro, la proposta di adottare uno standard contabile unico europeo semplificato per la redazione dei bilanci delle PMI quotate sugli MTF se, da un lato, riduce i costi e gli adempimenti a carico delle stesse nella redazione di tali documenti, dall'altro non favorisce l'investimento in tali società da parte di investitori istituzionali (ad es. esempio fondi di investimento UCITS) i quali, oltre ad avere vincoli normativi all'investimento in tali titoli, avrebbero in generale a disposizione meno informazioni su tali società, stante anche la carenza di ricerche sulle società *mid cap*.

9. Ci sono ostacoli allo sviluppo di piattaforme adeguatamente regolamentate di crowdfunding o di peer to peer lending, anche su base transfrontaliera? In caso affermativo, come dovrebbero essere superati?

9.1. Nella maggior parte dei Paesi in cui operano portali di crowdfunding il fenomeno non è soggetto a regolamentazione e pertanto rientra nell'ambito di applicazione di discipline già esistenti (appello al pubblico risparmio, servizi di pagamento, etc.). L'Italia è invece il primo Paese in Europa ad essersi dotato di una normativa specifica e organica relativa al solo equity crowdfunding, concepita con l'intento di consentire ad un elevato numero di investitori di sottoscrivere on line strumenti partecipativi in aziende che fanno dell'innovazione la loro mission. L'impostazione di tale normativa muove dalla esigenza di coniugare le regole a tutela degli investitori previste dalla Direttiva MiFID, tenuto conto che l'equity crowdfunding rappresenta comunque una forma di investimento in strumenti finanziari, con le esigenze di snellezza operativa tipiche del canale on-line.

9.2. È noto come il tessuto produttivo italiano sia fondato sulle piccole imprese. Sono anche note le difficoltà che incontrano queste imprese, soprattutto dopo la crisi del 2008, a ottenere finanziamenti dalle banche. Difficoltà ancora maggiori riscontrano le imprese neo costituite, meglio conosciute come start-up. Proprio a un particolare tipo di start-up (quelle innovative) sono dedicate alcune norme introdotte dal decreto legge n. 179/2012 (convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221) recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" (noto anche come "Decreto crescita bis"). Lo stesso titolo del "Decreto crescita bis" aiuta a capire che è stato adottato con lo scopo di fornire uno stimolo alla crescita economica del nostro Paese. Nel complessivo disegno del legislatore, l'equity crowdfunding è visto come uno strumento che può favorire lo sviluppo delle start-up innovative attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità di internet. Il Decreto ha delegato alla Consob il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno con l'obiettivo di creare un "ambiente" affidabile in grado, cioè, di creare fiducia negli investitori. La Consob ha adottato il nuovo regolamento il 26 giugno 2013.

9.3. L'esperienza italiana potrebbe essere il punto di riferimento per costruire un quadro europeo standardizzato di regole 'leggere' volto a facilitare le operazioni cross-border.

Inoltre, tale esperienza suggerisce l'opportunità di promuovere una normativa comunitaria dell'equity crowdfunding, in grado di valorizzare al meglio le esperienze normative e di prassi operativa con l'obiettivo di ampliare l'attrattività di tale canale per gli investitori e la capacità delle start up di avvalersene per accedere al mercato dei capitali.

B. Sviluppare e diversificare l'offerta di finanziamento - Incentivare gli investimenti istituzionali

10. Quali provvedimenti strategici potrebbero incoraggiare gli investitori istituzionali a raccogliere importi più cospicui e a investirli in una più ampia gamma di attività, in particolare nei progetti a lungo termine, nelle PMI e nelle start-up innovative e ad alto tasso di crescita?

- 10.1. Al fine di favorire il finanziamento delle infrastrutture ed il coinvolgimento dei grandi investitori istituzionali europei ed internazionali è necessario sostenere la creazione di idonee asset class: grandi infrastrutture europee, infrastrutture prevalentemente di carattere nazionale, tradizionali e "sociali" (scuole, ospedali, etc...).
- 10.2. Altra importante misura da adottare al fine di accrescere il coinvolgimento dei grandi investitori istituzionali in un più ampio insieme di tipologie di investimenti è quello di porre rimedio alla mancanza di informazioni standardizzate e trasparenti: il binomio creazione di una specifica asset-class e sviluppo di un set standard di informazioni comparabili rappresenta dunque un elemento fondamentale per sollecitare gli investimenti.
- 10.3. In aggiunta al trattamento prudenziale degli investimenti - più volte richiamato, l'ambiente complessivo in cui operano gli investimenti gioca un ruolo cruciale nel processo decisionale. Quella delle infrastrutture è un'area in cui gli impegni vengono presi per orizzonti temporali lunghi, spesso di 20-30 anni. E' fondamentale pertanto affrontare il tema dei rischi politici, attraverso ad esempio un commitment ad un ambiente regolamentare stabile. A questo scopo si rende necessario un deciso supporto pubblico.
- 10.4. Ulteriormente, è necessario un deciso supporto pubblico per sostenere quei progetti che presentano un carattere strategico ma non riescono ad essere alimentati esclusivamente attraverso i canali privati. Si condivide e supporta, quindi, l'istituzione del Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici che svolgerà il ruolo di attrattore e catalizzatore degli investimenti privati.
- 10.5. Accanto a misure per incentivare investimenti diretti di lungo termine nelle imprese, per favorire un maggior afflusso di risorse alle stesse, sarebbero necessarie anche misure di politica economica volte a fornire al sistema bancario maggiore liquidità a lungo/lunghissimo termine finalizzata all'erogazione di finanziamenti per la realizzazione di progetti strategici o di start up innovative con prospettive di crescita.
- 10.6. Un ruolo importante potrebbe essere svolto dalle banche nazionali di sviluppo che potrebbero cofinanziare i progetti di investimento coprendo la quota di finanziamento a più lungo termine e lasciando alle banche la parte più a breve termine.

- 10.7. Al fine di favorire l'accesso al credito delle imprese, è necessario rafforzare gli strumenti di garanzia finalizzati a coprire il rischio di credito per le banche, sia nella forma della garanzia diretta che di portafoglio.
- 10.8. Con riferimento specifico alle PMI, l'industria italiana sottolinea l'esigenza di ricalibrare i trattamenti attualmente previsti dalle regolamentazioni internazionali. Ad esempio, nel caso della nuova regolamentazione prevista da Solvency II per il settore assicurativo, il requisito di capitale previsto in caso di investimento azionario in PMI non quotate - attualmente pari al 49%, analogamente al trattamento degli hedge funds - deve essere allineato con il requisito di capitale per le partecipazioni strategiche (22%), al fine di riflettere la natura non volatile degli investimenti in PMI non quotate. Inoltre, le azioni non quotate, in analogia con quelle quotate, dovrebbero beneficiare della clausola transitoria di Solvency II, che consentirebbe un "phase-in" con un requisito di capitale standard per 7 anni a partire dall'introduzione di Solvency II. Analogamente, nel caso di investimenti obbligazionari in PMI, il requisito di capitale è pari a quello applicato ad un corporate bond privo di rating e non riflette il maggior tasso di recupero presente in obbligazioni coperte da garanzie.
- 10.9. Con riferimento specifico alle infrastrutture, si veda la risposta alla domanda 12.

11. Quali misure potrebbero essere adottate per ridurre i costi che i gestori di fondi devono sostenere per la costituzione e la commercializzazione in tutta l'UE di fondi di investimento? Quali ostacoli impediscono ai fondi di realizzare economie di scala?

- 11.1. Per i gestori di fondi l'esistenza di diversi requisiti normativi (ad esempio gli obblighi di reporting) nei vari Stati membri dell'UE può risultare onerosa in termini di costi, esigendo l'adattamento a set normativi differenti quando si vorrebbe che i fondi operassero a livello transfrontaliero.
- 11.2. La Commissione dovrebbe prendere in considerazione la possibilità di intervenire in questo ambito, con l'intento di creare un quadro normativo uniforme in tutta l'UE. Da un punto di vista tecnico, l'adozione di un processo operativo standardizzato e armonizzato tra le varie asset classes e normative aiuterebbe a ridurre i costi e la complessità.
- 11.3. Nel lungo periodo un plain field armonizzato migliorerà l'efficienza nel settore finanziario aumentando il dinamismo e la competitività nei rapporti tra banche, dealers, asset managers e investitori.
- 11.4. Un esempio pratico è la risoluzione del Parlamento Europeo sull'asset management adottata nel 2007, che incoraggia l'impegno degli operatori in questa direzione. Da allora, molto è stato fatto nel settore del risparmio gestito in vari Paesi, EFAMA (European Fund and Asset Management Association) e SMPG (Securities Market Group Practice) hanno predisposto raccomandazioni tecniche ed operative sul "Fund Processing" sulle quali successivamente si sono basati mercato ed Associazioni.
- 11.5. L'Italia ha sviluppato delle linee guida (Best practices-electronic message basate su ISO 20022), che sono uno strumento di autoregolamentazione del settore, messo a punto dal Comitato Tecnico Inter-Associazione sostenuto da associazioni locali (ABI, Anasf, Assogestioni, Assoreti e Assosim) e formatosi sotto l'egida delle autorità di vigilanza quali Consob e Banca d'Italia. Le direttive garantiscono la miglior prassi per quanto riguarda l'elaborazione di ordini e flussi di informazione tra asset managers, intermediari e depositari.

- 11.6. Inoltre, la Commissione dovrebbe cercare di individuare dei criteri comuni per la determinazione da parte delle National Competition Authorities (NCAs) dei rispettivi costi delle loro attività di vigilanza. Tali costi attualmente differiscono da Stato membro a Stato membro. La creazione di un unico ed armonizzato sistema di criteri, attraverso il quale calcolare i costi di vigilanza nazionali in linea con quanto già fatto per i regimi sanzionatori, potrebbe contribuire a rimuovere gli ostacoli agli scambi transfrontalieri, riducendo i costi e incentivando le economie di scala. Per di più, si evidenzia che, anche se una disciplina è stata inserita nella direttiva UCITS IV per favorire lo sviluppo di economie di scala - come strutture master-feeder e fusioni di fondi, tali misure non hanno visto un utilizzo consistente negli ultimi anni. È importante che la Commissione effettui una valutazione di queste misure, per ricalibrare i requisiti in termini di comunicazione/informazione agli investitori per le fusioni di fondi e strutture master-feeder, che si sono dimostrati onerosi in termini di costi e potrebbero aver contribuito alla sottoutilizzazione di questi strumenti.
- 11.7. Anche nel caso delle norme AIFM si riscontra la necessità di garantire un'interpretazione ed un'applicazione allineata da parte dei regulator nazionali al fine di ridurre i costi aggiuntivi derivanti dall'implementazione non uniforme tra i paesi membri che possono comportare svantaggi nella gestione ed operatività sia a livello nazionale, sia nell'ambito della commercializzazione transfrontaliera. Uno dei passi più immediati che la Commissione dovrebbe compiere in tal senso è quello di vietare la pratica, da parte di alcuni Stati membri, di imporre Fees&Charges ai GEFIA UE che desiderano commercializzare e/o gestire fondi nella stessa giurisdizione.
- 11.8. Dalla prospettiva di un fund manager, i costi di set-up iniziali potrebbero essere ridotti ulteriormente abbassando le tasse amministrative, specialmente quelle vincolate da notificazione necessaria per la fruizione di un fondo "passaporto di prodotto". In generale, i costi di set up di un fondo includono notaio, tasse consultive relative alla strutturazione iniziale, tasse di autorizzazione di NCA, spese per la preparazione di prospetti e presentazione di documenti e tasse di notificazione transnazionali sulla base del luogo in cui il manager desidera usufruire di un "passaporto." Nonostante l'intenzione originale del regime di notificazione transnazionale, il numero di archivi di notifica, uno per ogni stato membro in cui il manager operi, rimane eccessivamente oneroso se comparato all'attuale uso dell'informazione fatto dalle autorità competenti.
- 11.9. Un ulteriore aspetto fondamentale, riteniamo sia il fatto di permettere ai manager europei di gestire fondi più grandi per fronteggiare in maniera più idonea la concorrenza dei fornitori extra-UE e risolvere il problema della frammentazione dei fondi.

12. Il trattamento speciale da riservare agli investimenti nelle infrastrutture dovrebbe concentrarsi su sottoclassi di attività chiaramente identificabili?

- 12.1. Il settore finanziario italiano accoglie con favore l'impegno della Commissione di rimuovere le barriere specifiche agli investimenti a lungo termine, come le restrizioni regolamentari al finanziamento delle infrastrutture da parte degli investitori istituzionali, in particolare delle imprese di assicurazione.
- 12.2. Allo stato attuale, però, la regolamentazione assicurativa europea disincentiva l'investimento in strumenti con le caratteristiche previste dal piano Juncker, a causa dell'assenza di una asset class specifica per gli investimenti infrastrutturali e alla conseguente attribuzione di un requisito di capitale elevato, non sempre adeguato all'effettivo livello di rischio del progetto.

12.3. Vi è quindi necessità di un trattamento specifico per le infrastrutture di lungo-termine sotto Solvency II. In Solvency II la formula standard correttamente ipotizza che le imprese di assicurazione operino come traders e possano essere costrette in ogni momento a vendere qualsiasi asset dei propri attivi. Tuttavia, le imprese di assicurazione possono utilizzare gli investimenti a lungo termine in infrastrutture per creare un match con i loro impegni a lungo termine prevedibili. L'asset-liability management, in tal modo, consente loro di evitare le esposizioni a cambiamenti degli spread di mercato. Questo aspetto è già stato riconosciuto nelle misure introdotte dalla Direttiva Omnibus II. Tali misure smorzano parzialmente gli effetti della volatilità degli spread nella valutazione. Nel calcolo dei requisiti di capitale, dunque, deve essere riconosciuto che gli assicuratori, in virtù dei loro investimenti a lungo termine, non sono esposti a vendite forzate, ma piuttosto a default.

12.1 In caso affermativo, a quali di queste sottoclassi dovrebbe attribuire una priorità la Commissione nel futuro riesame delle norme prudenziali, quali la direttiva CRD IV, il regolamento CRR e Solvibilità II?

12.1.1. Riteniamo possano valere anche per questa materia le considerazioni già espresse con riferimento alle opportunità di investimento da parte di taluni investitori istituzionali sottoposti ad una più incisiva vigilanza (imprese assicurative e fondi pensione).

12.1.2. Un trattamento specifico per le infrastrutture di lungo-termine sotto Solvency II dovrebbe coprire i seguenti aspetti:

- una definizione di infrastrutture generale, onnicomprensiva;
- i seguenti cambiamenti della Formula Standard:
 - a) investimenti azionari non quotati in infrastrutture devono essere ricompresi in un nuovo sotto-modulo di rischio nell'ambito del rischio di mercato, con un coefficiente del 22% e assenza di correlazione con gli altri sotto-moduli;
 - b) per gli investimenti obbligazionari in infrastrutture, si raccomanda che questi vengano ricompresi nel modulo di rischio relativo al rischio di default della controparte, al fine di meglio riflettere il reale rischio al quale le imprese sono esposte. Qualora l'investimento obbligazionario in infrastrutture rimanesse nell'ambito del modulo dello spread risk, la calibrazione dovrebbe essere significativamente ridotta per riflettere correttamente il recovery rate dimostrato dalle infrastrutture rispetto agli altri corporate bonds.

12.1.3. L'auspicio è che il lavoro congiunto di Commissione europea ed EIOPA porti entro l'anno a una revisione degli Atti Delegati Solvency II nel senso sopra illustrato.

12.1.4. Occorre inoltre sottolineare l'importanza dell'investimento in progetti di infrastrutture attraverso veicoli di investimento quali ad esempio i fondi infrastrutturali. È naturale conseguenza che anche gli investimenti effettuati tramite le strutture di fondi di investimento dovrebbero avere un trattamento simile a quello riservato ai collocamenti diretti nell'ambito della revisione sia della CRD IV, sia della Solvency II.

12.1.5. Con riferimento invece al settore bancario, si raccomanda la revisione del trattamento prudenziale delle specialized lending exposures, che include tra l'altro, project finance, commodity finance ed object finance.

12.1.6. Appare opportuno, se non necessario, creare una database UE che raccolga informazioni e dati passati e presenti (e aggiornati) sui project financing in infrastrutture nell'UE.

12.1.7. Il controllo e la trasparenza delle tariffe per l'uso delle facilities infrastrutturali non dovrebbe pregiudicare le relative revenues, che costituiscono i ritorni degli investimenti.

13. *L'introduzione di un prodotto standardizzato o la rimozione degli ostacoli attualmente esistenti all'accesso transfrontaliero sarebbero in grado di consolidare il mercato unico dei prodotti pensionistici?*

13.1. Il settore finanziario riconosce che l'introduzione di un prodotto pensionistico individuale standardizzato (PPP) potrebbe potenzialmente accrescere il volume di PPP venduti in Europa ed avere un impatto positivo sull'allocazione di fondi in investimenti a lungo termine illiquidi. Tuttavia, la finalità primaria di tali prodotti dovrebbe essere quella di fornire un reddito per la pensione, con caratteristiche che lo differenzino dai prodotti di investimento. In aggiunta, un prodotto standardizzato si dovrebbe adattare al contesto nazionale, specialmente in termini di configurazioni del prodotto.

13.2. Affinché un secondo regime per i PPP possa potenzialmente arrecare beneficio all'economia europea, dovrebbero valere i seguenti aspetti:

- i consumatori dovrebbero essere incentivati a risparmiare per un lungo periodo, idealmente fino al pensionamento
- il regime dovrebbe godere di un appropriato trattamento prudenziale sotto la framework che rileva, tenendo conto della natura di lunga durata del prodotto e della limitata esposizione alla volatilità di mercato
- dovrebbe essere prevista la possibilità per il consumatore di richiedere la copertura addizionale per rischio biometrico in fase di accumulazione, come è prassi attualmente in un numero di mercati per pensioni individuali
- dovrebbe assicurare un appropriato livello di sicurezza per gli aderenti
- dovrebbero essere previsti appropriati incentivi fiscali

13.3. Per quanto riguarda la rimozione degli esistenti ostacoli all'accesso cross-border, date le forti caratteristiche locali dei prodotti pensionistici, si nutre un certo scetticismo sul fatto che la rimozione di tali ostacoli possa avere un forte impatto sulla domanda.

13.4. Infatti occorre prendere atto che una componente rilevante dell'attrattività dei prodotti di previdenza integrativa è inevitabilmente condizionata dalle specifiche scelte adottate dal legislatore nazionale con particolare riferimento alle relazioni con la disciplina del mercato del lavoro e al trattamento fiscale. La rilevanza di tali aspetti rende, infatti, i prodotti di previdenza integrativa non paragonabili ad altri prodotti, che pur offrendo analoghe soluzioni di investimento di medio lungo periodo non usufruiscono dei benefici fiscali e contributivi tipici dei prodotti tipizzati dal legislatore come prodotti previdenziali. Su tali basi appare difficile ritenere che sia davvero utile promuovere una sorta di prodotto pensionistico individuale standardizzato a livello europeo (tramite ad esempio il 29° regime), fintanto che non sia possibile allineare quanto meno il relativo trattamento fiscale a quello previsto dalle singole legislazioni nazionali per i prodotti di previdenza integrativa.

14. *Modificare i regolamenti EuVECA ed EuSEF consentirebbe più facilmente l'amministrazione di questa tipologia di fondi da parte dei grandi gestori di fondi UE? All'occorrenza, quali altri cambiamenti sono necessari per accrescere la quantità di fondi di questo genere?*

- 14.1. Un regime proporzionato per i gestori di fondi più piccoli è essenziale ed è stato una delle motivazioni su cui si è basata l'adozione del regolamento EuVECA nel 2013. Un regime di passaporto volontario ed opzionale rimane l'approccio giusto per tali operatori, ma alcune modifiche potrebbero essere apportate al fine di aumentarne la diffusione. Infatti, limitare gli oneri normativi affrontati dai manager EuVECA significherebbe aumentare il livello di attrattività del regime proposto.
- 14.2. A ciò si aggiunga che durante il proprio ciclo di vita, le aziende più piccole possono essere sostenute, nelle varie fasi di sviluppo, da diverse tipologie di operatori. I fondi di private equity possono giocare un ruolo importante nello sviluppo di lungo termine di una PMI, esattamente come un fondo specializzato in venture capital, pur non avendo i requisiti di accesso alla passaportazione EuVECA, a meno che non optino per il passaporto AIFMD, che rischia di essere eccessivamente oneroso rispetto alle caratteristiche di flessibilità tipiche di tali operatori. Alla luce di tale considerazione si ritiene opportuno rivedere e rendere più flessibile la definizione dei requisiti di "investimento ammissibile", a cui si lega la possibilità di ottenere il passaporto EuVECA.
- 14.3. Si propone di estendere la possibilità di richiedere il passaporto EuVECA a tutti i gestori di fondi che hanno un AuM inferiore ai 500 milioni di euro, a prescindere dal fatto che il fondo effettui investimenti nelle fasi di crescita/espansione o di piccoli buy-out. Limitare l'ottenimento dello stesso solo per fondi di venture capital che soddisfano una serie specifica di criteri, come previsto dall'attuale regolamentazione, circoscrive di fatto il suo potenziale utilizzo da parte del settore.

15. *In che modo l'UE può sviluppare ulteriormente il private equity e il capitale di rischio quali fonti alternative di finanziamento per l'economia? In particolare, quali misure potrebbero aumentare le dimensioni dei fondi di capitale di rischio e migliorare le possibilità di uscita per gli investitori in capitale di rischio?*

- 15.1. L'attività di private equity si compone di tre principali fasi: la raccolta (durante la quale i gestori di fondi raccolgono capitali da investitori), l'investimento (durante il quale il gestore investe nelle aziende e partecipa alla politica di sviluppo aziendale) e l'exit (in cui la società è ceduta fornendo un rendimento per l'investitore e l'erogazione di capitale per il prossimo ciclo di investimenti). Barriere o ostacoli in una di queste fasi possono disincentivare l'intera attività di private equity.
- 15.2. Molte di queste barriere possono derivare dal contesto economico-giuridico-istituzionale in cui l'operatore si trova, al tal fine la proposta emergente da tale consultazione deve essere integrata da politiche economiche strutturali che incidano sul sistema-paese e sul sistema-Unione europea e che diano slancio all'operatività dei gestori di private equity.
- 15.3. Al fine di facilitare la raccolta degli operatori è opportuno avvicinare gli investitori istituzionali, quali fondi pensione, assicurazioni, casse di previdenza e banche, all'investimento in fondi di private equity che, come sottolineato anche all'interno del Green paper della Commissione svolgono l'importante azione di volano di risorse verso l'economia reale. La vasta regolamentazione dell'UE che si applica agli investitori istituzionali, è

progettata per garantire la solidità prudenziale dell'ente e la stabilità finanziaria. Ma è opportuno tener conto che gli indirizzi derivanti da regolamentazioni quali Solvency II, IORP e Reforming Bank avranno un decisivo impatto sulle decisioni di investimento dei soggetti rispettivamente coinvolti. Si ritiene dunque opportuna una attenta valutazione di tali disposizioni, al fine di sostenere l'investimento nei settori del private equity e venture capital, rispettando il loro ruolo di canali di tramite a sostegno dell'economia reale.

- 15.4. I gestori, così come gli investitori, hanno interesse ad avere accesso alle migliori opportunità di investimento, sia in Europa che in altri mercati. Il framework normativo, sia di livello nazionale che comunitario, ha un impatto significativo sull'operatività cross-border dei gestori e, a tale proposito, l'UMC dovrebbero altresì contribuire al superamento delle barriere all'utilizzo dei passaporti AIFMD e EuVECA, nonché garantire lo sviluppo e l'efficiente funzionamento dei regimi nazionali di private placement.
- 15.5. Non di meno si considera rilevante l'impatto del trattamento fiscale sull'attrattività degli investimenti transfrontalieri. Occorre perciò evitare una scarsa trasparenza del quadro giuridico dei paesi membri che crea un'incertezza interpretativa sull'impatto fiscale delle operazioni.
- 15.6. Nella fase di disinvestimento permane uno scarso interesse verso il ricorso al canale di exit della quotazione. Al fine di diversificare la varietà di possibilità di uscita per gli investitori si suggerisce di favorire sia l'offerta di IPO (cioè le aziende interessate a quotazione) sia la domanda (incentivi per gli investitori intenzionati ad investire nelle società di nuova quotazione).
- 15.7. Riteniamo che il capitale aggiuntivo per un Fondo di fondi dedicati al Venture Capital potrebbe essere molto utile, soprattutto in quelle regioni che hanno un mercato meno sviluppato (in termini di incidenza del PIL), come ad esempio nel Sud ed Est Europa.
- 15.8. Accordi di co-investimento con fondi di VC da parte di FEI o di altre istituzioni dell'UE potrebbero essere d'aiuto, alla fine eventualmente insieme con garanzie per assicurare una parte degli investimenti.
- 15.9. Un Fondo di fondi dedicato ai Fondi che investono in IPOs di PMI tecnologiche potrebbe essere molto utile per promuovere gli investitori professionali, che potrebbero finanziare la crescita delle piccole e medie imprese più promettenti e rappresenta un'ulteriore opzione per le exits dai fondi di VC, oltre alle Trade Sales (spesso a imprese extra UE); questo potrebbe andare insieme con gli incentivi (fiscali e di altro tipo) agli investitori istituzionali (come i fondi pensione) investendo nelle stesse attività (sia IPO di PMI tecnologiche sia fondi specializzati).
- 15.10. Per quanto riguarda il ruolo delle banche nel mercato del private equity e venture capital, va segnalato che la crisi finanziaria ha determinato negli ultimi anni una generalizzata e progressiva uscita delle banche. Per contrastare tale fenomeno, sarebbe opportuno rivedere la vigente regolamentazione prudenziale europea in tema di partecipazioni detenibili dalle banche in *private equity*, al fine di rafforzare la ricapitalizzazione di imprese operativamente valide ma con deficit di struttura patrimoniale.
- 15.11. La direttiva europea sui requisiti di capitale per le esposizioni in strumenti di *private equity* assume rilievo per le banche in quanto le stesse sono spesso tra i principali sottoscrittori di fondi di private equity, oltreché investitori diretti nel capitale delle imprese. Un trattamento penalizzante di questi investimenti rende gli stessi meno convenienti per le

banche e, conseguentemente, riduce le risorse finanziarie destinate alla nascita ed allo sviluppo delle imprese, con riflessi negativi per l'economia in generale.

15.12. Per le esposizioni in private equity, sia dirette che indirette (tramite fondi specializzati), assume rilievo, in particolare, il concetto di "portafoglio sufficientemente diversificato", poiché in base alla circostanza che gli investimenti siano o meno sufficientemente diversificati, muta il trattamento previsto dalla disciplina di Basilea. In particolare, con riferimento all'approccio IRB, si passa da una ponderazione del 370% ad una ponderazione del 190% nel caso di investimenti effettuati nell'ambito di un portafoglio sufficientemente diversificato. La direttiva sui requisiti di capitale, tuttavia, non fornisce una definizione di tale concetto che, invece, sarebbe opportuno definire anche al fine di evitare situazioni di arbitraggio normativo tra diversi paesi europei.

16. Quali ostacoli impediscono un aumento in sicurezza della concessione diretta di prestiti bancari e non bancari a imprese che necessitano di finanziamenti?

16.1. La UMC dovrebbe essere perseguita e realizzata in stretto raccordo e a sostegno sia della Banking Union sia dello Juncker Plan. Occorre, non solo in linea di principio ma nei fatti, evitare contrasti e trattamenti ingiustificatamente difformi fra i diversi soggetti attivi sui mercati, come banche, altri intermediari regolati prevalentemente con vincoli di capitale, e ogni altro operatore dei mercati finanziari. In uno sviluppo sostenibile della UMC, in un contesto di trasparenza e concorrenza, c'è posto e ruoli complementari da svolgere per tutti gli operatori, a beneficio dei risparmiatori e degli investitori, famiglie ed imprese, in primis le piccole imprese.

16.2. Riteniamo importante rimuovere quelle barriere che ancora ostacolano la possibilità per i fondi di agire come creatori di loans. Pur apprezzando il riferimento nel regolamento ELTIFs per fondi di investimento a lungo termine per investire in prestiti concessi da ELTIF a imprese di portafoglio ammissibili, riteniamo che, in aggiunta a quanto già descritto nella nostra risposta alla domanda numero 3, si dovrebbe esaminare la possibilità di creare un quadro normativo pan-europeo per armonizzare le regole e le condizioni per le attività di prestito da parte di fondi di investimento diversi dagli ELTIFs.

16.3. Riteniamo che dovrebbe essere incoraggiata la standardizzazione della struttura degli accordi che disciplinano le attività di originazione dei prestiti, per creare comuni best practices nel mercato.

16.4. Per sbloccare i prestiti sottolineiamo che dovrebbero essere promossi meccanismi che consentano una efficace condivisione dei rischi di credito tra il settore pubblico e privato.

16.5. A livello comunitario questo potrebbe essere fatto attraverso (i) aumento degli importi disponibili per garanzie pubbliche; (ii) allentamento delle norme sulle garanzie europee, (iii) la revisione della taratura prudenziale su alcuni segmenti di mercato, in particolare quello delle cartolarizzazioni. A questo proposito, si sostiene pienamente la spinta della Commissione di rilanciare la cartolarizzazione di alta qualità e di rivedere i requisiti patrimoniali in accordo con i rischi inferiori incorporati (per maggiori dettagli vedere ABI risposta alla consultazione parallela Quadro dell'UE per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate).

16.6. Su questi temi, ed in particolare su quello delle garanzie alle piccole imprese, stiamo lavorando come Federazione Banche Assicurazioni e Finanza con un Gdl specifico per la verifica di sistemi di garanzia mutualistico-assicurativi che possano eventualmente

collegarsi, a livello europeo, al miglior utilizzo dei fondi strutturali ed ai meccanismi del piano Juncker.

**B. Sviluppare e diversificare l'offerta di finanziamento -
Incentivare gli investitori al dettaglio**

17. Come far aumentare la partecipazione transfrontaliera degli investitori al dettaglio agli OICVM?

- 17.1. L'educazione finanziaria è un prerequisito indispensabile per incrementare gli investimenti retail sui mercati finanziari. Gli investitori possono essere interessati ad accedere direttamente ai mercati di capitale solamente quando hanno sufficienti informazioni in merito ai rischi e le opportunità che andranno ad affrontare.
- 17.2. Per rispondere alla domanda occorrerebbe specificare in via preliminare in quali assets investono gli UCITS per cui si chiede un incremento della partecipazione degli investitori retail cross-border. Se si tratta, ad esempio, di investimenti in obbligazioni di società *mid-market* o in azioni di società non quotate o in tranches equity/mezzanine di cartolarizzazioni di crediti, la veste UCITS non appare quella più indicata, stante le caratteristiche di detti investimenti ed i vincoli normativi previsti a livello europeo per tali veicoli.
- 17.3. Inoltre, la Commissione dovrebbe garantire che la diffusione di informazioni rilevanti per i clienti sia mantenuta ad un minimo sufficiente da essere significativo ma da non confondere gli investitori, evitando di sovraccaricare i consumatori - in particolare nella vendita al dettaglio di UCITS. La revisione negli ultimi anni dell'attuale legislazione (MiFID II e il regolamento PRIIPs) ha prodotto una proliferazione di obblighi in tema di informazioni da fornire ai consumatori. È importante che la Commissione garantisca che lo UCITS KIID continui ad essere l'unico documento in termini di informazioni sul costo del prodotto, necessario per la clientela *retail* al fine di fornirgli informazioni concise, a non confondere gli investitori e ad evitare difficoltà operative.
- 17.4. Infine, l'attuale quadro regolamentare degli UCITS non incoraggia la vendita retail per investimenti transnazionali. A questo riguardo invitiamo la Commissione a rivedere i diversi testi regolamentari che disciplinano la distribuzione di prodotti finanziari.
- 17.5. Da ultimo, anche se le questioni fiscali nazionali non ricadono tra le competenze della Commissione, crediamo che la disparità dei regimi di ritenute fiscali nazionali tra i diversi Stati membri e le procedure di recupero delle tasse siano un vero e proprio ostacolo per gli investimenti al dettaglio transnazionali.

18. In che modo le autorità europee di vigilanza possono contribuire a garantire la protezione dei consumatori e degli investitori?

- 18.1. Il settore finanziario italiano supporta pienamente gli obiettivi della tutela del consumatore e degli investitori.

18. 2. Inoltre, si supporta un approccio regolamentare coerente alle regole europee di protezione dei consumatori ed investitori in Mifid, IMD e PRIPs, pur nel riconoscimento delle specificità dei diversi prodotti. Le incoerenze ancora restanti vanno tuttavia riviste a Livello 1, e non tramite linee guida delle ESA.
18. 3. Occorrerebbe in generale evitare nuovi interventi normativi che impongano maggiori adempimenti a carico degli emittenti/intermediari. Ciò in quanto, innalzare ulteriore il livello di protezione degli investitori attraverso meccanismi di tutela da parte degli intermediari, rischia di essere controproducente e addirittura ridurre la consapevolezza e la comprensione da parte dei risparmiatori circa le scelte di investimento effettuate.
18. 4. Importante è anche il ruolo della financial education, soprattutto per colmare il gap di consapevolezza su alcuni investimenti maggiormente rischiosi/complessi. Le ESAs possono da questo punto di vista ricoprire un ruolo molto importante, soprattutto di coordinamento delle varie iniziative europee e nazionali.
18. 5. La finalità della tutela del consumatore non dovrebbe essere perseguita in maniera inappropriata, e dunque superficiale, con il rischio di minare un corretto processo, ragionato e condiviso a livello europeo sia dal punto di vista settoriale (in particolare, per ciò che riguarda il comparto finanziario) che istituzionale. Nel lungo termine, infatti, c'è il pericolo che una analisi sul mercato dei consumatori, se non condotta in maniera adeguata, possa portare ad iniziative poco solide, e poco efficaci per il raggiungimento dell'obiettivo finale di una congrua tutela del consumatore.
18. 6. Un caso particolare, che si può prendere a modello, è quello della regolamentazione disciplinante il funzionamento dell'EIOPA che, nello specifico, contiene all'articolo 9 misure soddisfacenti per la protezione dei consumatori.
18. 7. Per quanto riguarda il ruolo di EIOPA e delle ESA nell'ESFS, si è del parere che EIOPA si debba attenere al proprio mandato (si veda risposta alla domanda 25), e si supporta la attuale struttura dell'European System of Financial Supervisors (ESFS), dove EIOPA è responsabile del coordinamento della vigilanza e best practice per assicurare una coerente applicazione degli atti dell'Unione legalmente vincolanti, mentre le autorità nazionali di vigilanza sono responsabili della diretta vigilanza delle imprese nazionali.
18. 8. Tale divisione di responsabilità, in tema di tutela del consumatore, agisce con efficacia laddove vi è certezza legale, in quanto le autorità nazionali di vigilanza comprendono meglio i propri mercati, sono più vicine alle imprese, e comprendono meglio i bisogni e le aspettative dei consumatori nell'ambito del proprio mercato nazionale, assicurando che le specificità di ogni settore (assicurativo, bancario, dei mercati finanziari) siano appropriatamente considerate e che le implicazioni di ogni azione da parte delle ESA siano correttamente valutate. Ciò con il beneficio ultimo dei consumatori.

19. Quali misure strategiche potrebbero aumentare gli investimenti al dettaglio?

- 19.1 In generale, si ritiene che la regolamentazione negli anni più recenti sia stata controproducente, addossando la maggior parte del carico delle responsabilità sugli intermediari finanziari e sommergendo gli investitori retail di informazioni.

19.2 L'obiettivo di incentivare gli investimenti da parte degli investitori retail appare di difficile realizzazione alla luce dei vincoli posti dalla normativa Mifid e dalla responsabilità che essa attribuisce agli intermediari nella valutazione della appropriatezza/adequatezza degli investimenti. Ciò considerando che le piccole e medie imprese costituiscono una asset class rischiosa. Da questo punto di vista la forma di investimento più efficiente per incentivare gli investimenti retail nelle PMI è quello del risparmio gestito. Peraltro, una certa frammentazione ravvisabile nel mercato retail aumenta i costi anche in termini logistici della raccolta e del funding direttamente indirizzati agli investitori al dettaglio.

19.3 Su questo punto si potrebbe pensare di prevedere a livello europeo, come accade in alcuni paesi (ad es. in Francia), schemi per investimenti retail in PMI, con agevolazioni fiscali collegate a clausole di lock-up, che possano anche favorire gli investimenti individuali provenienti da altri paesi.

19.1 Cos'altro potrebbe essere fatto per dare maggiore autonomia e proteggere i cittadini dell'UE che investono sui mercati dei capitali?

19.1.1. Il framework europeo che regola la conduct of business, insieme alle attuali discussioni condotte dalle autorità ed istituzioni europee per i prodotti di investimento, deve tenere in considerazione le differenze esistenti nella natura dei prodotti, insieme ad una attenta valutazione delle esigenze dei consumatori.

19.1.2. Fatto salvo quanto sopra indicato al punto 19.1, l'industria della finanza è favorevole ad una maggiore trasparenza per i consumatori laddove questa consenta loro di confrontare prodotti e li metta dunque nella condizione di effettuare decisioni informate. Frequenti cambiamenti nella cornice regolamentare, tuttavia, insieme ad un eccesso di informazioni potrebbero sortire l'effetto opposto.

19.1.3. Cosa ancora più importante: occorre valutare l'impatto cumulativo dell'abbondanza e della duplicazione dei requisiti ed i passi da intraprendere per rimuoverli laddove ve ne siano.

19.1.4. A titolo di esempio, nel caso del settore assicurativo, Solvency II ed il Regolamento PRIIPs richiedono la disclosure di informazioni equivalenti in aree quali l'identità dell'impresa di assicurazione, la durata del contratto e l'esistenza di procedure per i reclami (ma non si limita a queste). Un altro esempio per illustrare tale duplicazione di requisiti equivalenti sotto diversi pezzi di legislazione è quello della disclosure dei costi del prodotto sotto Mifid e IMD2, e nel regolamento PRIPs. Nel settore bancario, poi, il documento di consultazione della Direttiva prospetto affronta il caso dell'accavallamento tra la nota riepilogativa con il KID, considerando problematico il coordinamento tra i due documenti; tuttavia, al momento non trova il modo di risolvere pienamente il problema.

20. In materia di sviluppo di prodotti di investimento semplici e trasparenti destinati ai consumatori, esistono a livello nazionale buone pratiche da condividere?

20.1 Relativamente ai prodotti obbligazionari emessi dalle banche italiane, si segnalano due iniziative promosse dall'ABI. La prima riguarda le "Linee guida in tema di prodotti illiquidi" in cui, a seguito dell'approvazione della MIFID 1, sono stati individuate alcune prassi che gli intermediari dovrebbero rispettare nello svolgimento dei servizi di investimento per favorire

la liquidità di tali titoli. L'altra iniziativa riguarda la predisposizione di un format di prospetto base per le obbligazioni bancarie semplici che consente, agli investitori individuali, di avere in sede di offerta di tali strumenti le informazioni necessarie per effettuare un investimento consapevole ed, alle banche emittenti, di standardizzare il set di informazioni nel processo di approvazione del prospetto di tali strumenti da parte dell'Autorità. Su entrambe le iniziative è stata coinvolta l'Autorità di Vigilanza nazionale.

B. Sviluppare e diversificare l'offerta di finanziamento - Attrarre gli investimenti internazionali

21. Vi sono altre azioni in materia di regolamentazione dei servizi finanziari che potrebbero essere adottate per garantire che l'Unione europea sia competitiva sul piano internazionale e attraente agli occhi degli investitori?

21.1. La produzione normativa comunitaria dovrebbe ridursi quantitativamente ed essere migliorata qualitativamente. Nell'attuale e futura globalizzazione la regolamentazione UE dovrebbe inoltre allinearsi con quella statunitense ed asiatica e dei paesi componenti il G20. Le valutazioni di impatto dovrebbero effettuarsi non tanto e non solo sulla base della singola direttiva o del singolo regolamento, ma dovrebbero piuttosto misurare l'impatto cumulativo della normativa complessiva, come di volta in volta integrata o modificata, sui mercati.

21.2. Un elemento che può aumentare il grado di attrattività di un'area economica in termini di investimenti è la certezza del diritto e la efficace gestione di eventuali controversie che scaturiscano dagli investimenti stessi. I vari Stati membri sono chiamati, nei prossimi mesi, al recepimento della Alternative Dispute Resolution Directive che, con il regolamento sulle controversie online (On line Dispute Resolution Regulation), ha l'obiettivo di assicurare efficaci e conoscibili metodi di soluzione delle controversie anche in ambito finanziario, secondo parametri di accessibilità e snellezza. Che l'Europa sia dotata di strumenti omogenei, comprensibili e comparabili di gestione delle controversie (almeno quelle non giudiziali) è un elemento che può contribuire a rendere più attraenti gli investimenti transazionali e, in generale, ad abbattere le incertezze che, sul piano giuridico, potrebbero disincentivarli. E' importante pertanto che la Commissione segua con attenzione il recepimento della Direttiva nei singoli Stati membri, monitorando che esso avvenga nei termini previsti e rispettando il divieto di goldplating.

21.3. Si ritiene che per rendere effettivamente operativa l'Unione dei Mercati dei Capitali europea sia necessario creare un linguaggio contabile unico. La mancanza di un linguaggio contabile unico rappresenta un grave inconveniente visto che la reportistica di vigilanza si basa sui dati contabili. Accettare e usare acriticamente i dati contabili calcolati secondo regole e metodologie estremamente variegati non è più accettabile nell'ambito dell'Unione dei Mercati dei Capitali, soprattutto perché su questi dati gli investitori basano le proprie scelte economiche e finanziarie. Si reputa che il linguaggio contabile comune non possa che essere quello dei principi contabili internazionali IAS/IFRS. Tale obiettivo può essere conseguito modificando il Regolamento n. 1606 del 2002 (c.d. Regolamento IAS) oppure chiedendo agli Stati membri di rivedere la propria legge nazionale di recepimento delle opzioni contenute nel Regolamento IAS, imponendo l'adozione degli IAS/IFRS, così come ha fatto l'Italia con il Decreto Legislativo n. 38 del 28 febbraio 2005. L'adozione degli IAS/IFRS come linguaggio contabile unico avrebbe inoltre il vantaggio di rendere le imprese europee "trasparenti" e "appetibili" anche nelle giurisdizioni di Paesi terzi che adottano gli IAS/IFRS.

22. Quali misure potrebbero essere adottate per facilitare l'accesso delle imprese dell'UE agli investitori e ai mercati dei capitali dei paesi terzi?

- 22.1. Come affermato dalla Commissione nel Libro Verde, la commercializzazione diretta di fondi di investimento dell'UE e di altri strumenti di investimento nei paesi terzi dovrebbe essere agevolata. Barriere esistenti (ad esempio, la necessità di costituire società locali di gestione del risparmio o fondi locali, nonché i limiti agli investimenti esteri da parte degli investitori del paese terzo) per imprese UE e servizi per accedere ai mercati dei paesi terzi dovrebbero essere rimosse. In questo senso, vorremmo promuovere le iniziative della Commissione volte a creare la possibilità per i *players* europei di offrire investimenti a livello UE più facilmente degli investitori locali non UE. Negoziati commerciali internazionali (come il TTIP) potrebbero rappresentare l'occasione per la Commissione di affrontare tali questioni insieme con le sue controparti internazionali.
- 22.2. Un contributo rilevante alla diffusione delle informazioni, nella valutazione delle società, soprattutto nel caso di medie imprese, può essere svolto dalla ricerca finanziaria. Il ruolo degli analisti in tal senso è cruciale in quanto molti emittenti “corporate” non hanno una sufficiente esperienza nel relazionarsi con gli investitori e nel trasmettere al mercato le principali informazioni sull'andamento aziendale e sulle potenzialità future dell'impresa.
- 22.3. La crisi finanziaria ha avuto un impatto rilevante sulla copertura delle imprese. I global player tendono a focalizzare il coverage sulle imprese large-caps riducendo le coperture sulle medie imprese. I bassi volumi, associati spesso ad una ridotta liquidità, rendono la copertura non economica a meno che non vengano sottoscritti contratti di liquidity provider, di specialist o di corporate broking.
- 22.4. Per i gestori di fondi inoltre emergono criticità ai fini della “compliance” qualora vogliano inserire nei propri portafogli titoli di società non sufficientemente coperte dagli analisti o con scarso flottante. E' dimostrato invece che all'aumentare del numero di analisti che coprono lo stesso titolo aumenta:
- il consensus sulle performance aziendali e sul valore della società;
 - l'indipendenza di giudizio e l'appeal per l'investitore;
 - la liquidità di un titolo e la riduzione del bid/ask spread.
- 22.5. E' opportuno quindi introdurre forme alternative di remunerazione per i broker rispetto al semplice ritorno da commissioni di negoziazione introducendo “incentivi economici” a favore degli intermediari per favorire la copertura di medie imprese, qualora queste necessitino di un servizio di ricerca aggiuntivo.

C. Migliorare l'efficacia del mercato - intermediari, infrastrutture e quadro normativo generale

23. Are there mechanisms to improve the functioning and efficiency of markets not covered in this paper, particularly in the areas of equity and bond market functioning and liquidity?

- 23.1. Il funzionamento e l'efficienza dei mercati azionari e obbligazionari non dovrebbero essere limitati dalle iniziative che riguardano il finanziamento della ricerca in materia di

investimento, realizzate nel contesto dell'attuale discussione relativa alla predisposizione degli atti delegati ai sensi della MiFID. Una disciplina troppo stringente sulla ricerca in materia di investimenti potrebbe avere la conseguenza di incidere negativamente sull'accesso al finanziamento da parte di emittenti nell'UE, specie di società di minori dimensioni, per i maggiori costi connessi all'attività di ricerca e analisi su imprese più piccole. La nuova direttiva MiFID ed il relativo regolamento MiFIR, recentemente approvati, integrano e innovano in molti aspetti il quadro legislativo attualmente in vigore per il market making (MM). Senza entrare nei dettagli, è indispensabile, per il funzionamento e l'efficienza del mercato, che la Commissione consideri e "protegga" il ruolo centrale svolto dai market maker nel mantenimento di un adeguato grado di liquidità dei mercati ed operatori. Questo, infatti, ha un impatto (indiretto) nel finanziamento dell'economia. La gran maggioranza degli stakeholders ritiene che l'effetto combinato delle nuove norme previste dalla MiFID 2 (che entrerà in vigore nel gennaio 2017), in particolare quelle i) in materia di market making e ii) regime di trasparenza per equity, quasi-equity e strumenti finanziari non-equity, avrà un impatto sulla liquidità nelle sedi di negoziazione del tipo sperimentato fino ad oggi, piuttosto che fornire un quadro normativo volto a sostenere la liquidità degli strumenti illiquidi, per i quali il ruolo di market maker è più cruciale.

23.2. Il modello market maker per strumenti alle PMI ed alla finanza di progetto può contribuire alla creazione di liquidità per quegli strumenti che sono tipicamente non liquidi.

24. A vostro avviso, vi sono settori in cui il codice unico non è ancora sufficientemente sviluppato?

24.1 La realizzazione e il completamento di un vero e proprio Single Rulebook contribuirà ad eliminare l'incertezza nell'investire nei mercati dei capitali. Il Single Rulebook deve essere completato da una stretta convergenza delle prassi di vigilanza che dovranno essere applicate in modo efficace e coerente in tutti gli Stati Membri. Ciò contribuirà a creare un mercato unico dei capitali per tutti i 28 Stati membri e aiuterà ad eliminare gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE.

24.2 Gli Stati membri devono evitare una legislazione con troppi interventi normativi (il cosiddetto gold-plating), che ostacola il mercato unico. Gli Stati membri non dovrebbero essere in competizione sulla normativa, ma dovrebbero confrontarsi per creare *business-friendliness* e un ambiente sicuro per attrarre investimenti.

24.3 La proposta della Commissione per un quadro normativo unico di risanamento e risoluzione è stata in cantiere per anni. Il ruolo delle controparti centrali nel mercato dei capitali è cresciuto negli ultimi anni. Queste entità sono diventate una possibile fonte di nuovo rischio sistemico. Per evitare problemi futuri nella funzione della struttura del mercato dei capitali, dovrebbe essere creato un quadro normativo per il risanamento e la risoluzione solido e prevedibile per le central counterparty (CCPs) e possibilmente anche per central security depositories (CSDs). Il quadro normativo dovrebbe sottolineare l'importanza di piani di risoluzione che siano fatti in modo trasparente con i membri e le autorità di vigilanza di tali infrastrutture. La possibilità di partecipare anche loro al processo faciliterà i processi stessi. Interventi aggiuntivi da parte di persone diverse dagli azionisti di tali enti dovrebbero essere nella misura più ampia evitati.

24.4 Abbiamo identificato alcune aree specifiche del Single Rulebook ove possono emergere delle incongruenze. In particolare, vorremmo sottolineare: (1) la necessità di assicurare una coerente applicazione delle discipline in materia di politiche e prassi di

remunerazione ai sensi delle Direttive AIFM¹⁵/ UCITS e CRD IV¹⁶, al fine di evitare la creazione di un unlevel playing field, ove si prevedesse, nel contesto dei gruppi, l'applicazione delle previsioni della CRD IV a soggetti già sottoposti a specifiche discipline di settore [UCTIS e AIFMD]¹⁷; (2) la distorsione sui requisiti di distribuzione, se le previsioni in materia di protezione degli investitori previste dalla direttiva MiFID II e la proposta di direttiva IMD II non saranno allineate; (3) il rischio di sovrapposizioni tra disposizioni regolamentari in materia di informativa agli investitori ai sensi delle direttive UCITS e MiFID II e del regolamento PRIIPs, che potrebbero minare la deroga temporanea concessa dal regolamento PRIIPs per gli UCITS e FIA retail che utilizzano lo UCITS KIID; e (4) la proliferazione degli obblighi di reporting provenienti, tra gli altri, dalla direttiva AIFM, dai regolamenti EMIR¹⁸, Short Selling¹⁹, e dal regolamento della BCE relativo alle statistiche sui fondi di investimento²⁰, nonché dai regolamenti in corso di negoziazione quali il *Regolamento sulla segnalazione e la trasparenza sulle operazioni di finanziamento tramite titoli* ed il *Regolamento sui Fondi di Mercato Monetario*. Per quanto riguarda questi ultimi, un rafforzamento di un consolidated tape a livello ESMA sarebbe il benvenuto al fine di evitare la moltiplicazione delle relazioni nazionali sugli stessi dati ma in diversi formati.

25. Pensate che le autorità europee di vigilanza abbiano sufficienti poteri per garantire una vigilanza coerente? Quali ulteriori misure di vigilanza a livello dell'UE potrebbero contribuire in modo sostanziale allo sviluppo di un'Unione dei mercati di capitali?

25.1. Al fine di arrivare ad un unico mercato europeo dei capitali, e consapevoli delle riforme “costituzionali” che potrebbero rivelarsi necessarie o opportune, insieme ad un unico libro di regole sarebbe importante dotarsi anche di una singola Autorità di Supervisione Europea, analogamente a quanto accade a livello di Unione Bancaria, un'unica Autorità che abbia il ruolo di catalizzatore di questo processo.

25.2. Questo potrebbe implicare l'estensione degli attuali poteri di supervisione diretta dell'ESMA, ad oggi esercitati sulle agenzie di credit rating e sulle trade repositories, ad altre aree quali: a) le aree di protezione del consumatore/investitore (Direttive *Shareholders Rights e Takeover Bids*); b) l'adozione degli IFRS; c) per alcune infrastrutture di mercato e operatori di mercati regolamentati (inclusi *multilateral trading facility, systematic*

¹⁵ 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.

¹⁶ Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC.

¹⁷ Please refer to EBA's recently published Draft Guidelines on remuneration policies under CRD IV - *Draft Guidelines on sound remuneration policies under Article 74(3) and 75(2) of Directive 2013/36/EU and disclosure under Article 450 of Regulation (EU) No 575/2013* [EBA/CP/2015/03].

¹⁸ Regulation (EU) No. 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

¹⁹ Regulation (EU) No. 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps.

²⁰ Regulation (EU) no 1073/2013 of the ECB of 18 October 2013 concerning statistics on the assets and liabilities of investment funds.

internalisers e altre *trading facilities*) che soddisfano certi requisiti di criticità; d) sorveglianza di organizzazioni auto-regolate (da riconoscersi a livello UE); e) derivati e prodotti complessi che soddisfano determinati requisiti di criticità; f) benchmark finanziari critici e g) *market abuse* critici.

- 25.3. Manca rispetto all'Unione Bancaria un soggetto che abbia il ruolo di catalizzatore di questo processo. Il ruolo di ESMA oggi è "leggero" e subordinato a quello della Commissione, ma i principi espressi dalla Corte di Giustizia nella sentenza del 22 gennaio 2014 nel c.d. caso short-selling, dimostrano come esistano gli spazi per dotare l'ESMA delle prerogative proprie di un'Autorità di Supervisione Europea sui mercati, dando una spinta importante ai processi di omogeneizzazione normativa necessari per creare un Mercato dei Capitali Europeo integrato.
- 25.4. Ciò non andrebbe erroneamente interpretato come la volontà di ampliare in modo generalizzato ed indiscriminato i poteri già attualmente attribuiti alle ESAs. Si concorda, infatti, con l'Opinione espressa dalla Commissione ECON del PE lo scorso febbraio, in base alla quale EIOPA deve attenersi al proprio mandato viste le proprie risorse limitate, e non debba cercare di fatto di allargarlo aldilà di quanto previsto nel Regolamento sul funzionamento dell'EIOPA. Vi è una mancanza di certezza giuridica sull'uso del meccanismo del 'comply or explain' e degli ampi poteri dati ad EIOPA di rilasciare linee guida e raccomandazioni in base all'articolo 16. Con questa Opinione si sottolinea che EIOPA dovrebbe verificare l'opportunità di redigere linee guida e raccomandazioni. Vi è stata una tendenza delle linee guida delle ESA ad assumere la forma di regole dettagliate e prescrittive, che potrebbero costituire un rule-book di terzo livello. Alcune linee guida hanno ristretto e in alcuni casi persino contraddetto le regolamentazione principle-based che sottostanno al loro sviluppo.
- 25.5. Il disegno dell'Unione dei Mercati dei Capitali può dunque essere un'occasione per fare chiarezza sul ruolo delle ESAs, il cui mandato prevede il ruolo di coordinamento con le autorità nazionale di vigilanza, così da assicurare una coerente interpretazione della regolamentazione e promuovere la convergenza delle pratiche nazionali di vigilanza.

26. Tenendo conto dell'esperienza maturata in passato, vi sono modifiche mirate delle norme relative alla detenzione di titoli che potrebbero contribuire a una maggiore integrazione dei mercati dei capitali all'interno dell'UE?

- 26.1 Ci rammarichiamo che la EU Securities Law Legislation (di seguito SLL) sia stata ritardata per molti anni. Incoraggiamo la Commissione a proseguire i lavori sulla SLL. Facciamo presente anche che in senso stretto non ravvisiamo la necessità di elaborare modifiche per la "securities ownership" in quanto questo è interpretato in diversi modi nelle diverse giurisdizioni. Al contrario, c'è ancora bisogno di fornire certezza giuridica per spiegare le voci di titoli detenuti indirettamente. Anche se la TARGET2 Securities fornisce chiarezza sul piano tecnico per le operazioni transfrontaliere e cross-CSD - c'è accordo sul bisogno di sviluppare la certezza giuridica.
- 26.2. Gli sforzi per l'armonizzazione europea in tema di valori mobiliari, fatta negli ultimi dieci anni, risulta tuttora incompleta. L'armonizzazione ha funzionato con gli ambienti T2S unicamente se legati ad aspetti tecnici del processo di insediamento all'interno del Sistema ed è applicabile solo su tale piattaforma. Non è invece stato rimosso il rischio legale risultante dall'esistenza di diverse regole legali nel campo della proprietà dei titoli. Il quadro regolatorio in ambito di proprietà di titoli, che include lo scambio di collateral, è tuttora

assente. Crediamo che questa questione debba essere considerata come un punto focale dell'Action Plan sul Mercato Unico dei Capitali.

- 26.3. Incoraggiamo i policy maker europei a focalizzarsi su alcuni aspetti operativi in merito al funzionamento dei titoli che consentirebbero maggior certezza legale agli investitori.
- 26.4. Sarebbe necessaria una legislazione a livello europeo per la definizione della proprietà dei titoli commercializzati transnazionalmente. La certezza fornita da una legislazione simile fornirebbe una riassicurazione agli investitori che fanno trading al di fuori del proprio territorio giuridico di appartenenza ed a coloro che, in una situazione negativa di mercato, hanno difficoltà ad orientarsi sulla corretta legislazione da applicare in caso di fallimento della controparte.
- 26.5. Crediamo che l'armonizzazione dei regimi del diritto di proprietà e della responsabilità civile possano comportare conseguenze indesiderate e possano incrementare il rischio sistemico (se il rischio di credito non è concentrato negli intermediari) a danno della tutela dell'investitore. L'investitore può essere esposto ad un maggior rischio se una legislazione sul diritto dei titoli rende gli intermediari più suscettibili al fallimento dovuto ad eventi imprevedibili.
- 26.6. Proponiamo di sviluppare un "approccio operativo" che si focalizzi su un'armonizzazione di aspetti operativi in tema di contabilizzazioni dei titoli e transazioni. Crediamo che ogni effetto sulle pratiche di mercato possa essere compensato dai benefici di un principio uniforme e comune.
- 26.7. Crediamo che le azioni prioritarie siano quelle legate ai contenuti relativi ai conti di debito e credito che divengono legalmente costitutive per una valida disposizione di acquisizione e disposizione di titoli; una legge europea dovrebbe poi fornire un'armonizzazione per includere la "acquisizione dei titoli e dei collateral in buona fede"; la legislazione commerciale e di insolvenza dovrebbe invece indirizzarsi su titoli a breve, in particolare in caso di insolvenza di un intermediario.
- 26.8. È inoltre necessaria una proposta per armonizzare la condivisione del rischio e meccanismi di compensazione, ed è importante chiarire quale legge debba essere applicata in tali casi. Per questo l'attuale conflitto di regole della Direttiva sul Collateral Finanziario dovrebbe essere esteso a tutte le aree di partecipazione, acquisizione e disposizione dei titoli.

27.1 Occorre migliorare l'applicabilità giuridica delle garanzie reali e degli accordi di netting per close-out a carattere transfrontaliero?

- 27.1.1. Si ritiene importante aumentare la fluidità e la mobilità transfrontaliera del collateral. In tal ottica, si auspica che il recepimento domestico della normativa sul meccanismo unico di risoluzione non impatti negativamente sugli accordi contrattuali di close-out netting di cui sia parte un'istituzione bancaria o finanziaria assoggettata a tale meccanismo. L'obiettivo di armonizzare il sistema delle garanzie mobiliari dei singoli ordinamenti appare molto ambizioso e completerebbe quanto già disposto in sede comunitaria con la Direttiva n. 47/2002 in relazione ai contratti di garanzia finanziaria (recepita in Italia con il D.lgs. 21 maggio 2004, n. 170). In Italia il sistema è, a tutt'oggi, estremamente disomogeneo ed articolato con la forte contrapposizione tra garanzie mobiliari tradizionali (quali il pegno) ed

altre maggiormente flessibili (quali quelle finanziarie, appunto, ed il privilegio disposto dall'art. 46 T.U.B.). Di guisa, potrebbe essere utile emanare una Direttiva in tema di garanzie mobiliari non possessorie atta ad individuare principi comuni di armonizzazione per i collateral previsti nei singoli ordinamenti domestici. In particolare la Direttiva potrebbe perseguire le seguenti finalità: definizione dell'oggetto di garanzia mobiliare (più ampio rispetto agli strumenti finanziari già individuati con la citata Direttiva 47/2002); razionalizzazione del numero di garanzie presenti in ogni singolo ordinamento; individuazione di un unico registro informatico europeo per l'iscrizione di tali garanzie (consultabile dai creditori) ed elaborazione di criteri comuni per la costituzione (validità ed opponibilità a terzi) di questi strumenti; assenza dello spossessamento per le garanzie concesse alle imprese sui beni utilizzati nel ciclo produttivo; armonizzazione delle regole disciplinanti le clausole close-out netting introduzione di modalità di escussione armonizzate (di carattere stragiudiziale) che consentano al creditore transfrontaliero di soddisfarsi direttamente sui beni del debitore di un altro Paese membro e chiara individuazione del Foro competente qualora sorgessero controversie in materia. Peraltro il trend legislativo dei singoli Stati membri appare ormai orientato verso tali finalità (cfr. Francia, Germania, Olanda e Belgio).

27.1.2. Siamo particolarmente preoccupati del fatto che nuove regole, attualmente in fase di discussione, potrebbero penalizzare l'attività del riuso del collateral nei casi di trasferimento di titoli finanziari collateralizzati (inclusi i pronti contro termine, definiti "repos"). Inoltre, una preoccupazione consistente per il settore finanziario riguarda le restrizioni imposte alle attività dei pronti contro termine delle banche europee, che sono di cruciale importanza per sostenere la liquidità sul mercato secondario, essendo uno strumento fondamentale per lo sviluppo dei mercati di capital nell'Unione Europea. L'attrattività delle transazioni "repo" per gli operatori di mercato sta precisamente nel fatto che il collateral - la cui totale proprietà sia stata acquistata - possa essere immediatamente riutilizzato. In particolare, chiediamo che la Commissione Europea presti particolare attenzione ad evitare l'introduzione di restrizioni ingiustificate al riutilizzo di collateral nel contesto delle operazioni di finanziamento tramite titoli. Inoltre, riteniamo che i regolatori si dovrebbero concentrare sull'armonizzazione di collateral transfrontalieri e sui regimi di close-out netting, incrementando la trasparenza, la liquidità e l'accesso al mercato, rimuovendo incertezze e preoccupazioni sui rischi da parte di attori di mercato esistenti o potenziali. Attualmente il trattamento del collateral dipende da diversi regimi quali la giurisdizione locale connessa al luogo in cui il collateral stesso è detenuto o la legislazione del luogo in cui le parti hanno siglato l'accordo. Senza un'armonizzazione di questi diversi regimi legali, permane un rischio legale potenziale, in particolare, sui collateral transfrontalieri. In molti casi gli attori di mercato fanno affidamento su analisi legali non comprovate che coinvolgono giurisdizioni differenti.

27.1.3. Un'armonizzazione dei regimi dei collateral nell'Unione Europea comporterebbe un significativo incremento della trasparenza, della stabilità e della liquidità sui mercati rimuovendo il bisogno di strutture complicate e non trasparenti in questo campo. I benefici dell'armonizzazione sarebbero gli stessi per i regimi transnazionali di netting e per gli attori di mercato nelle diverse giurisdizioni. Una maggior armonizzazione accrescerebbe la trasparenza per gli attori di mercato e contribuirebbe a semplificare la complessità dei processi di valutazione del rischio da parte delle banche sulle transazioni tramite collateral.

27.1.4. Come ulteriore proposta, il settore finanziario suggerisce alla Commissione Europea di proseguire il processo di armonizzazione nell'accesso delle banche a diversi sistemi di regolamento dei titoli all'interno dell'Unione. Infatti, maggiore è il livello di armonizzazione nell'accesso delle banche ai diversi sistemi di regolamento dei titoli, più fluido potrà diventare l'uso dei collateral nell'UE. Ad esempio, il recente cambiamento delle regole nel sistema europeo, che permette alle banche centrali di immettere liquidità nel sistema

attraverso una piattaforma trilaterale, rappresenta uno sviluppo positivo che contribuisce alla fluidità dei collateral all'interno dell'UE.

27.1.5. Mercati secondari efficienti dovrebbero essere una priorità per la Commissione Europea, in particolare nell'ottica di sviluppare nuovi mercati per le PMI.

28. Quali sono i principali ostacoli all'integrazione dei mercati dei capitali derivanti dal diritto societario, anche sul piano del governo societario? Vi sono misure mirate che possono concorrere a superarli?

28.1. Ad oggi risulta difficile pensare ad ambiti del diritto societario che non siano già coperti dalla legislazione europea, emanata o emananda, e che possano rappresentare, se non presidiati dal regolatore, ostacoli alla integrazione dei mercati dei capitali. In ogni caso, prima di individuare eventuali ulteriori misure, è opportuno attendere il completamento del quadro normativo UE ed un adeguato periodo di applicazione della normativa nazionale di recepimento. Si pensi che l'ultimo Libro Verde della Commissione in tema di diritto societario del 2011 deve ancora trovare compiuta attuazione con la proposta di revisione della Direttiva Shareholders' rights, in corso di approvazione, che contiene un set di norme molto dettagliato sugli ambiti di disciplina ancora scoperti.

28.2. In generale, possono essere individuate talune criticità in tema di sistemi di voto maggiorato o plurimo e esercizio del diritto di voto transfrontaliero.

28.3. Con riferimento al primo profilo, la generalità degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors*²¹ evidenzia come il voto maggiorato possa determinare una riduzione dei flussi di investimenti degli investitori istituzionali, in genere investitori paneuropei e transfrontalieri, e scoraggiare gli investimenti a lungo termine, creando una sproporzione tra il capitale economico investito e i diritti di voto riconosciuti. L'introduzione del voto maggiorato può, dunque, sortire l'effetto di minare il raggiungimento dell'obiettivo che le istituzioni europee stanno perseguendo con la proposta di revisione della direttiva sui diritti degli azionisti, ovvero il rafforzamento delle economie europee, migliorando la loro capacità di attrarre investitori, e degli stessi obiettivi della UMC.

28.4. Con riguardo al secondo aspetto, si notano gli ostacoli ancora presenti nell'esecuzione transfrontaliera dei diritti di voto. La creazione di sistemi più efficienti per l'esercizio transfrontaliero dei diritti di voto appare, dunque, auspicabile, ad esempio, attraverso lo sviluppo di sistemi elettronici di votazione, al fine di semplificarne i processi e diminuire la complessità legata all'esercizio di voto transfrontaliero.

28.5. Si auspica, inoltre, l'introduzione di disposizioni volte a incoraggiare le società quotate a predisporre versioni in inglese delle proprie documentazioni aziendali, in particolare quelle relative all'assemblea (ad esempio, una sintesi dell'ordine del giorno e delle proposte di deliberazione).

²¹ Si faccia ad esempio riferimento ai commenti di Frontis Governance and Expert Corporate Governance Service reperibili su: <https://frontisgovernanceblog.wordpress.com/2014/12/09/frontis-governance-and-ecgs-commented-on-consobs-consultation-on-multiple-voting-rights/> o all'ISS Europe summary Proxy Voting Guidelines – 2015 Benchmark Policy Recommendations reperibili su: <http://www.issgovernance.com/file/policy/2015europesummaryvotingguidelines.pdf>.

28.6. Infine, in generale, la responsabilità della compagnia madre e la direzione di gruppi di aziende dovrebbe essere armonizzata meglio per facilitare un miglior funzionamento delle relazioni tra le aziende stesse, appartenenti allo stesso gruppo.

29. Quali aspetti specifici delle normative in materia di insolvenza bisognerebbe armonizzare per favorire l'emergere di un mercato paneuropeo dei capitali?

29.1. La creazione di procedure per la gestione dell'insolvenza comuni per tutti gli Stati membri appare un obiettivo di difficile e complessa realizzazione. Sulla materia il legislatore comunitario è intervenuto emanando due Provvedimenti: il Regolamento n. 1346/2000 in tema di insolvenza transfrontaliera ed la Raccomandazione n. 135/2014. Il Regolamento n. 1346/2000 del Consiglio, nei propri considerando, afferma che in virtù "...delle notevoli differenze fra i diritti sostanziali, non è realistico istituire un'unica procedura di insolvenza avente valore universale...". In particolare vengono citate le differenti forme di garanzia sui crediti (e le relative modalità di escussione) esistenti negli ordinamenti dei vari Stati, che hanno caratteristiche molto diverse fra loro.

29.2. La Raccomandazione della Commissione del 12.3.2014 "su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza" focalizza l'attenzione sulla necessità di perseguire "maggiore coerenza tra i quadri nazionali in materia di insolvenza onde ridurre le divergenze e le inefficienze che ostacolano la ristrutturazione precoce di imprese sane in difficoltà finanziaria e promuovere la possibilità per gli imprenditori onesti di ottenere una seconda opportunità, riducendo con ciò i costi di ristrutturazione a carico di debitori e creditori. Grazie a una maggiore coerenza ed efficienza delle norme fallimentari nazionali, si massimizzeranno i rendimenti per tutti i tipi di creditori e investitori, e si incoraggeranno gli investimenti transfrontalieri. Una maggiore coerenza faciliterà anche la ristrutturazione di gruppi di imprese, indipendentemente dal luogo dell'Unione in cui sono situate le imprese del gruppo".

29.3. Pertanto non parrebbe possibile elaborare strumenti comuni per la composizione dell'insolvenza. Infatti, le differenze culturali (tanto in ambito giuridico, quanto economico e sociale) tra i singoli Stati UE sono tali da non permettere un processo di armonizzazione particolarmente penetrante in questo ambito. Sarebbe invece possibile elaborare una serie di principi comuni sui quali ogni ordinamento comunitario debba basare i propri strumenti di composizione delle crisi.

29.4. Allo stesso tempo sarebbe necessario perseguire una maggiore uniformità e semplificazione delle procedure concorsuali, per armonizzare quantomeno i tempi di durata delle stesse, che risultano significativamente divergenti tra i singoli Stati UE e forieri di gravi disequaglianze economiche e sociali. Inoltre, nell'ambito delle procedure liquidatorie, si potrebbe intervenire sulle modalità di realizzazione degli asset oggetto di garanzia (sia mobiliari che immobiliari), consentendo ai creditori (anche transfrontalieri) di poter realizzare in autonomia i propri collateral, anche mediante l'approntamento di clausole di reciprocità. La Raccomandazione non definisce però la "difficoltà finanziaria" e la "probabilità di insolvenza".

29.5. Ulteriore aspetto che potrebbe essere armonizzato è l'istruttoria per il riconoscimento della responsabilità e la verifica dei crediti e delle regole per la presentazione di ricorsi contro il debitore. Inoltre, si dovrebbe considerare la possibilità di armonizzare i rapporti pendenti (casi in cui i contratti sono stati portati a termine o lo sono parzialmente nel momento in cui la procedura di insolvenza sia stata aperta): la cessazione automatica del contratto con o senza compensazione dei creditori in bonis potrebbe essere un'opzione,

oppure, la continuazione del contratto come stabilito dall'autorità o, ancora, sfruttare il cosiddetto cherry picking right.

30. Quali barriere di natura fiscale dovrebbero essere esaminate in via prioritaria per favorire una maggiore integrazione dei mercati dei capitali nell'UE e una struttura di finanziamento più solida a livello societario, e con quali strumenti?

- 30.1. Nell'Unione europea ci sono oggi 28 diverse legislazioni tributarie e 28 diverse interpretazioni del concetto di base imponibile. Si tratta di uno dei problemi centrali dell'integrazione europea che se non sarà affrontato con tempestività può inficiare il raggiungimento degli obiettivi alla base dell'unione dei mercati dei capitali.
- 30.2. Per fare un primo ma importante passo verso la soluzione di questo problema, la Commissione europea si è già adoperata in passato quanto all'imposta sulle società e, nonostante tutte le difficoltà e le resistenze che ha incontrato, nel 2011 ha pubblicato la bozza di direttiva per armonizzare le regole per la determinazione della base imponibile delle imprese (Common Consolidated Corporate Tax Base - CCCTB).
- 30.3. Armonizzare i meccanismi per determinare le basi imponibili non è un obiettivo "semplice" e per questo motivo incontra la resistenza politica degli Stati membri che puntano sulla fiscalità come arma competitiva. Indipendentemente dal livello delle aliquote, infatti, questi Paesi puntano a "superare" gli altri sulle deduzioni che accordano, finendo col tassare una quota infinitesima - o comunque molto bassa - dei ricavi. E' agevole dimostrare che pur in presenza di aliquote nominali sul reddito di impresa simili, il perverso gioco delle minori deduzioni (ad esempio, il regime di deducibilità in cinque anni degli accantonamenti sui crediti deteriorati) e di riprese a tassazione comporta uno svantaggio enorme a danno delle banche operanti in Italia in termini di aliquota effettiva.
- 30.4. In tema di tassazione, una notazione particolare merita il tema della tassazione delle transazioni finanziarie. Il Green paper non contiene domande né specifici riferimenti al tema della financial transaction tax (FTT), la cui introduzione a livello europeo, anche se limitatamente agli 11 Stati Membri, Italia compresa, che si sono impegnati per la realizzazione di una cooperazione rafforzata, è tuttora fortemente sostenuta dalla Direzione Taxation and Customs Union (Taxud) della Commissione europea. Il fatto stesso che il documento di consultazione ometta tale tematica rappresenta un elemento di criticità, in quanto appare trascurare gli impatti negativi che l'introduzione dell'imposta potrebbe avere sui mercati dei capitali, soprattutto se configurata secondo lo schema originario della proposta di direttiva (base imponibile allargata a tutti gli strumenti, sia equity che di debito, compresi i derivati, applicazione ad entrambe le controparti, senza esenzione per i market makers e senza forme di netting). La FTT accrescerà il costo del capitale per i business, riducendo i ritorni sugli investimenti e sui risparmi e creando distorsioni nei mercati, rendendo i fondi di investimento UE più cari rispetto all'investimento diretto, col risultato di canalizzare gli investimenti a prodotti non soggetti a FTT o a fondi di investimento non -UE. Invero, supporre che la proposta di direttiva presentata dalla Direzione Taxud possa essere stata condivisa e giudicata in linea con gli obiettivi perseguiti dalla diversa Direzione responsabile del progetto Capital Markets Union non può che essere causa di perplessità. Nonostante non sia prevista l'applicazione dell'imposta nella fase della emissione dei titoli, l'incidenza che essa avrebbe sul mercato secondario, oltretutto con effetti di cumulo nel caso di molteplicità di operazioni sullo stesso titolo, rischia invero di determinare un aumento del costo del capitale per tutte le imprese emittenti, in contraddizione con gli obiettivi stessi del piano per la realizzazione di una Capital Markets Union. Si tratta di

inconvenienti, che - come noto - sono stati in buona in parte neutralizzati dalla versione domestica della FTT, operante in Italia dal 2013. Più in generale, poi, assume rilievo la circostanza che tutto il dibattito sui contenuti definitivi della proposta sia caratterizzato ancora oggi da elementi di confusione e contraddittorietà, che non lasciano prevedere quali potranno essere i contorni definitivi del progetto. Il timore è che le pressioni politiche possano condurre a scelte di compromesso, delle quali non siano stati valutati appieno gli effetti. In questa logica, la stessa Commissione europea dovrebbe farsi carico di un'opera di coordinamento degli obiettivi fiscali con quelli di mercato perseguiti dalle diverse Direzioni, in vista di un auspicabile ripensamento circa l'utilità stessa di una imposizione sulle transazioni finanziarie europea.

- 30.5. Sembra necessario allineare il trattamento in materia di deducibilità degli interessi pagati dai titoli di debito (ammessa) e dei rendimenti del corporate equity financing (non ammessa), preferibilmente nel senso di estendere la deducibilità a questi ultimi titoli.
- 30.6. Come considerazione finale, guardando a possibili misure future, sarebbe molto ben accolto lo sviluppo a livello nazionale di incentivi fiscali relative a investimenti a lungo termine attraverso gli ELTIF, come precedentemente menzionato nella nostra risposta alla Q3. Per attività a lungo termine e portafogli con strategia di investimento a lungo termine investiti in PMI e infrastrutture, gli incentivi fiscali potrebbero risolvere in maniera significativa il bisogno di riallocare i finanziamenti nella loro direzione. E' fondamentale che ci sia anche un allineamento del trattamento fiscale, e sarebbe altresì desiderabile l'introduzione di incentivi per gli investitori specializzati nell'asset class mid market. Il tema degli incentivi fiscali è peraltro assai delicato, stante la consapevolezza delle inevitabili difficoltà che si determinerebbero per il raggiungimento di un accordo sul punto con la necessaria unanimità di tutti gli Stati. In assenza di un accordo, l'adozione di misure di sostegno fiscale per tali operazioni resta affidata all'iniziativa dei singoli Stati. Per l'Italia, un buon punto di partenza potrebbero essere alcuni lavori già svolti che ipotizzano varie misure di sostegno fiscale a favore sia degli investitori che delle imprese emittenti.
- 30.7. Di particolare interesse per la creazione di un vero mercato unico dei capitali nell'Unione europea sarà l'attuazione dell'Azione 6, parte integrante del piano di azione internazionale coordinato dall'OECD "Base Erosion and Profit Shifting". Si sostiene una definizione che non limiti l'accesso ai benefici fiscali del trattato contro la doppia imposizione da parte dei fondi di investimento alternativi che operano su base transfrontaliera e dunque che rispetti i principi portanti della UMC.

31. In che modo l'UE può aiutare al meglio il mercato a sviluppare tecnologie e modelli imprenditoriali nuovi che favoriscano l'integrazione e l'efficacia dei mercati dei capitali?

- 31.1. L'attività di market-making svolta da banche e broker-dealers - indispensabile a creare liquidità nel settore obbligazionario e lungi dal poter essere integralmente sostituita dalle piattaforme elettroniche (dove banche e broker-dealers non prendono posizione ma mostrano le quotazioni di bids e offers) - dovrebbe essere supportata mediante una attenta calibratura degli obblighi di pre e post-trade reporting e la predisposizione di misure di capital relief per i market-makers.
- 31.2. La Commissione europea può dare il migliore contributo allo sviluppo del mercato delle nuove tecnologie e modelli di business attraverso la definizione di un solido quadro normativo all'interno del quale gli operatori di mercato possono operare liberamente e possa esserci concorrenza. Un'eccessiva attenzione sui modelli di business familiare, al contrario, porterebbe probabile solo a cementare lo status quo.

32. Ci sono altre questioni, non individuate nel presente Libro verde, sulle quali sarebbe necessario agire per realizzare un'Unione dei mercati dei capitali? In caso affermativo, di quali si tratta e come bisognerebbe agire?

32.1. Si ritiene che, nel contesto della UMC, la Commissione dovrebbe anche esaminare quelle iniziative di mercato attualmente in discussione per sviluppare standard e *best practices* di mercato. In particolare l'European Money Market (compresi ABCPs con crediti commerciali per le PMI). Il buon funzionamento e resilienza del mercato monetario (non solo interbancario) è una sorta di bene pubblico. Se ben progettato, questo segmento di mercato è vitale per l'economia reale in quanto favorisce a un sistema finanziario più stabile ed efficiente. Esso consente alle banche e imprese (quelle di grandi dimensioni nel segmento non garantito e quelle più piccole nei segmenti ABCP garantiti) di gestire meglio le loro esigenze di liquidità e di finanziamento, nonché di fornire agli investitori, tra i quali assicuratori ed asset managers, una varietà di opportunità di investimento di breve termine e strumenti di gestione della liquidità più efficienti.

32.2. Il settore finanziario è molto preoccupato per tutte le modifiche normative volte a ridurre il rischio sistemico. Nel complesso, tutte le norme correlate hanno strutturalmente ostacolato questo segmento di mercato e molti credono che non si ristabilirà su solide basi, in particolare quando la BCE concluderà la sua temporanea politica di immissione di liquidità. Un certo numero di associazioni europee del settore finanziario stanno quindi valutando l'opportunità e i meriti di un'iniziativa guidata dal mercato europeo, chiamata STEP+. Si stanno avviando i lavori preliminari. Questi mirano a individuare le modifiche strutturali che potrebbero essere favorevoli a un aumento sostenibile dell'attività nel Short-Term European Paper (STEP) (garantito e non).