



Bruxelles, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

LIBRO VERDE

IL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DELL'ECONOMIA EUROPEA

(Testo rilevante ai fini del SEE)

{SWD(2013) 76 final}

1. INTRODUZIONE

Il compito più urgente per l'Europa è far sì che l'Unione europea riprenda a crescere in maniera intelligente, sostenibile e inclusiva, torni a creare posti di lavoro e sviluppi ulteriormente gli ambiti in cui già possiede un vantaggio competitivo, accrescendo così la propria concorrenzialità sui mercati mondiali.

Nel raccogliere tale sfida, l'Europa fronteggia esigenze di investimento a lungo termine su vasta scala in linea con le priorità della strategia Europa 2020¹, l'aggiornamento del 2012 della comunicazione sulla politica industriale², l'iniziativa faro "Unione dell'innovazione"³ e il meccanismo per collegare l'Europa⁴. I finanziamenti a lungo termine concorrono alla formazione del capitale di lunga durata, tra cui rientrano beni materiali (come infrastrutture nel campo dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, impianti industriali e di servizio, edilizia abitativa nonché tecnologie di adattamento al cambiamento climatico e di ecoinnovazione) e beni immateriali (ad esempio istruzione, ricerca e sviluppo) che promuovano l'innovazione e la competitività. Molti di questi investimenti determinano benefici pubblici di più ampia portata; giovano infatti alla società nel suo complesso, nella misura in cui sostengono servizi essenziali e migliorano il tenore di vita. Il loro impatto può iniziare a farsi sentire anche nel breve termine. Consentono alle imprese e ai governi di incrementare la produzione con un minore dispendio di risorse, di rispondere alle nuove sfide in ambito economico, sociale⁵ e ambientale, di facilitare il passaggio a un'economia più sostenibile e di accrescere la produttività e la capacità industriale dell'economia. Le tendenze in atto per quanto riguarda il cambiamento climatico e l'esaurimento delle risorse naturali rendono ancora più urgente la sfida della crescita sostenibile, che impone investimenti a più lungo termine in energia a basso contenuto di carbonio, nell'efficienza energetica e nell'uso efficiente delle risorse e delle infrastrutture, in linea con l'obiettivo politico di limitare il cambiamento climatico a meno di due gradi e di disaccoppiare la crescita economica e l'uso delle risorse.

Per sostenere tali investimenti a lungo termine, ai governi e alle imprese di ogni dimensione occorre un finanziamento a lungo termine prevedibile. La capacità dell'economia di mettere a disposizione tali investimenti a lungo termine dipende dalla capacità del sistema finanziario di incanalare i risparmi della pubblica amministrazione, delle imprese e delle famiglie in maniera efficace ed efficiente verso i beneficiari e gli scopi appropriati, attraverso mercati aperti e competitivi. Tale ruolo può essere svolto da vari intermediari (ad es. banche, assicuratori e fondi pensione) nonché tramite l'accesso diretto ai mercati dei capitali. Il presente Libro verde si concentra sulle modalità di funzionamento di tale processo. Per incanalare i finanziamenti a lungo termine a costi ragionevoli, l'economia deve in primo luogo generare e attirare i risparmi. Le politiche dei governi possono sostenere questa evoluzione mediante politiche di bilancio solide, sistemi impositivi efficienti e un ambiente favorevole alle imprese che attragga gli investimenti, anche quelli esteri, nell'economia.

¹ Cfr.: http://ec.europa.eu/europe2020/index_it.htm.

² Cfr.: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:IT:PDF>.

³ Cfr.: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:IT:PDF>.

⁴ Cfr.: http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf.

⁵ La comunicazione della Commissione "Investire nel settore sociale a favore della crescita e della coesione" (COM(2013) 83) sottolinea la necessità che gli Stati membri adottino maggiormente approcci innovativi al finanziamento nel settore sociale, anche ricorrendo alla partecipazione del settore privato.

Gestire correttamente il processo di finanziamento a lungo termine è essenziale per sostenere le riforme economiche strutturali e tornare a una duratura tendenza alla crescita economica. Il finanziamento a lungo termine è necessario anche lungo tutto il ciclo di vita di un'impresa, in quanto consente di avviare un'attività, di espanderla e di proseguirne poi la crescita. Il finanziamento a lungo termine aiuta le aziende nel passaggio da uno stadio all'altro del proprio ciclo di vita. A tal fine, sono necessarie la conoscenza e la disponibilità di diversi strumenti e processi finanziari. I finanziamenti a lungo termine concorrono altresì al finanziamento delle esportazioni, contribuendo in tal modo al miglioramento della concorrenzialità esterna. L'importanza del finanziamento a lungo termine per la crescita e per la creazione di posti di lavoro è stata riconosciuta a livello internazionale dal G20⁶.

La crisi finanziaria ha ridotto la capacità del settore finanziario in Europa di incanalare i risparmi verso gli investimenti a lungo termine. Ma soprattutto la crisi finanziaria e l'attuale situazione di debolezza macroeconomica hanno creato un clima di incertezza e di avversione al rischio, in particolare negli Stati membri in difficoltà finanziarie e per le PMI. La crisi finanziaria ha compromesso la capacità delle banche di concedere prestiti a lunga scadenza, perché sono costrette a ridurre la leva finanziaria e a correggere gli eccessi del passato. Allo stesso tempo la crisi ha avuto un impatto negativo sulla fiducia e sulla propensione al rischio di mutuatari e investitori istituzionali.

Uno dei principali insegnamenti della crisi è che occorrono una regolamentazione e una vigilanza adeguate del settore finanziario per ripristinare la stabilità finanziaria e ridare fiducia nei mercati. Nell'ambito di una più ampia risposta sul piano delle politiche, è opportuno far sì che il nuovo quadro regolamentare e di vigilanza sia calibrato in modo da consentire il più efficacemente possibile al settore finanziario di sostenere l'economia reale, senza compromettere la stabilità finanziaria.

Guardando oltre la crisi finanziaria, una questione importante è se la dipendenza, storicamente forte, dell'Europa dall'intermediazione bancaria per gli investimenti a lungo termine lascerà spazio ad un sistema più diversificato, che presenti una quota significativamente più elevata di finanziamento diretto mediante i mercati dei capitali e una maggiore partecipazione degli investitori istituzionali e dei mercati finanziari alternativi. Non vi è dubbio che, date le loro competenze nella gestione del rischio e la loro conoscenza delle imprese e i rapporti che hanno con esse, le banche continueranno ad avere un ruolo importante nell'incanalare gli investimenti a lungo termine. Tuttavia, non è certo che le banche commerciali torneranno a detenere ai livelli del passato attività a lungo termine fino a scadenza.

Il minor ruolo delle banche nella concessione di prestiti a lungo termine fa sorgere nuove esigenze e opportunità per altri istituti finanziari e intermediari di mercato nel finanziamento degli investimenti a lungo termine. Tuttavia, la capacità degli investitori istituzionali e dei mercati di riempire questo vuoto dipende da una serie di fattori. Oltre alla giusta calibrazione del quadro normativo prudenziale, molti sostengono che i principi contabili, le misure di valutazione e i comportamenti dei gestori patrimoniali diano luogo a costi aggiuntivi e a incentivi disallineati. Inoltre, i mercati azionari, delle obbligazioni societarie e delle cartolarizzazioni continuano a mostrare in Europa un livello di sviluppo relativamente inferiore a quello di altre economie, e il finanziamento da fonti non bancarie rimane perlopiù inaccessibile per le PMI.

⁶ Cfr.: <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>.

Assicurare canali di intermediazione efficaci ed efficienti per il finanziamento a lungo termine è un compito complesso e articolato. Obiettivo del presente Libro verde è avviare un ampio dibattito sui modi per promuovere l'offerta di finanziamenti a lungo termine e per migliorare e diversificare il sistema dell'intermediazione finanziaria per gli investimenti a lungo termine in Europa. Come emerge dalle domande della consultazione, il dibattito dovrebbe tener conto delle specificità dei diversi operatori dei mercati finanziari e vertere su questioni connesse ad un insieme diversificato di fattori facilitanti. Le risposte alle domande della consultazione aiuteranno la Commissione nell'ulteriore esame degli ostacoli al finanziamento a lungo termine, allo scopo di individuare potenziali interventi correttivi sul piano delle politiche. Possono scaturirne iniziative di diversa natura: in alcuni ambiti potrebbero essere necessari una nuova regolamentazione o un adeguamento della regolamentazione vigente, mentre in altri il ruolo dell'UE potrebbe consistere nell'incoraggiare un maggiore coordinamento e la promozione delle migliori prassi oppure nel prestare una specifica attenzione a singoli Stati membri nel contesto del semestre europeo. Il presente Libro verde è accompagnato da un documento di lavoro dei servizi della Commissione che espone più in dettaglio l'analisi sottostante.

2. L'OFFERTA DI FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE E LE CARATTERISTICHE DEGLI INVESTIMENTI A LUNGO TERMINE

La capacità dell'economia di offrire finanziamenti per investimenti a lungo termine dipende dalla sua capacità di creare risparmi e di attirare e trattenere investimenti diretti esteri (IDE).

Il finanziamento a lungo termine può provenire da diverse fonti, fra cui amministrazioni pubbliche, imprese e famiglie. Le amministrazioni pubbliche e le imprese dal canto loro creano anche domanda di finanziamento a lungo termine. In Europa il rapporto investimenti/PIL e risparmi/PIL sono entrambi pari al 20%. Si tratta di un dato positivo rispetto ad altre regioni. Nondimeno, il quadro complessivo cela il fatto che nel 2011 gli investimenti privati si collocavano ben al di sotto dei livelli del 2007, registrando un calo quattro volte superiore rispetto a quello del PIL reale nello stesso periodo⁷. Al momento elevati sono i livelli di incertezza, di avversione al rischio e di sfiducia sia dei risparmiatori che degli investitori, a causa della debolezza del contesto macroeconomico e delle relative prospettive. Potrebbero derivarne effetti duraturi che creerebbero ostacoli permanenti all'offerta di finanziamento a lungo termine, oltre a incidere sulla domanda:

- **amministrazioni pubbliche:** le risorse pubbliche, provenienti dall'imposizione e dal debito pubblico, hanno un ruolo fondamentale per il finanziamento degli investimenti a lungo termine, considerate le esternalità positive spesso associate agli investimenti pubblici e le loro complementarità con gli investimenti privati. Le amministrazioni pubbliche avranno sempre un ruolo chiave nella fornitura di beni e di infrastrutture pubbliche, ma la maggiore efficienza della spesa mediante un'analisi costi/benefici più sistematica e un esame più attento dei progetti rimane un problema costante. A ciò si aggiunge il fatto che le risorse pubbliche sono utilizzate in forma di sovvenzioni o di prestiti per sostenere gli investimenti del settore privato in settori dove i fallimenti del mercato portano a livelli sub-ottimali di finanziamento e/o di investimento privato. In questi settori le risorse pubbliche non dovrebbero sostituirsi a quelle private ma possono catalizzarle e aiutare a gestire i rischi connessi;

⁷ Cfr. McKinsey Global Institute (2012).

- **imprese:** le imprese finanziano gli investimenti ricorrendo a risorse proprie o al sistema finanziario. I guadagni delle imprese hanno risentito del calo della domanda e delle incertezze del mercato. Allo stesso tempo gli investimenti delle imprese sono diminuiti in misura ancora maggiore, con il conseguente aumento, in alcuni Stati membri, dello stock di risparmio interno, soprattutto delle grandi imprese: secondo le stime le disponibilità liquide e equivalenti delle grandi imprese sono aumentate di circa quattro punti percentuali fra il 2009 e il 2011⁸. Di converso, molte PMI risentono di una carenza continua di liquidità;
- **famiglie:** le famiglie costituiscono la principale fonte di risorse per il finanziamento degli investimenti, ma lo strumento che prediligono è il risparmio a breve termine. Per esempio, nel periodo 2000-2010 le famiglie hanno ridotto di otto punti percentuali la quota delle partecipazioni azionarie sul totale delle attività finanziarie da esse detenute⁹. In genere le famiglie preferiscono la liquidità e la facilità di riscatto. Danno la priorità alla stabilità e dimostrano ormai una diffusa avversione al rischio. Occorre quindi mobilitare maggiormente i risparmi a lungo termine;
- **finanziamenti esterni:** gli IDE restano un'altra fonte di finanziamento tradizionalmente importante per i progetti a lungo termine. Malgrado la crisi i flussi di IDE verso l'Unione europea hanno registrato una ripresa nel 2011, dopo il forte calo degli ultimi anni, portandosi a 242 miliardi di euro e mostrando così un aumento del 13 per cento rispetto al livello del 2010. Si osservano notevoli differenze fra i diversi paesi dell'UE.

Per ogni economia le prospettive di crescita a lungo termine dipendono, fra l'altro, dalla capacità del settore finanziario di incanalare le suddette fonti di risparmio verso **investimenti produttivi**. Il presente Libro verde tratta gli investimenti a lungo termine miranti alla formazione di capitale tangibile e intangibile di lunga durata. Pertanto l'accento viene messo sul capitale produttivo (in contrapposizione a quello finanziario), nel senso utilizzato in contabilità nazionale, nella quale l'investimento è definito come formazione lorda di capitale fisso. La creazione di capitale produttivo ha risentito in misura considerevole della crisi finanziaria e i livelli di investimento si collocano ancora al di sotto di quelli pre-crisi in molti paesi dell'Unione europea. Gli investimenti in capitale produttivo tangibile e intangibile sono essenziali per il rilancio dell'economia dell'UE, oltre a rappresentare un elemento essenziale per qualsiasi strategia di crescita a lungo termine.

L'accento è posto sui beni strumentali di lunga durata (come infrastrutture economiche e sociali, immobili, ricerca e sviluppo, istruzione e innovazione), non perché siano più necessari alla crescita di quelli di breve durata (quali computer, telefoni cellulari e veicoli), ma perché i volumi di investimento relativi alla seconda categoria sono nettamente prociclici. Al momento tali volumi si collocano su livelli contenuti a causa delle deboli prospettive macroeconomiche in Europa; ci si attende però che tornino ad aumentare non appena l'economia si riprenderà. Lo stesso dicasi di altre spese delle imprese produttive, come i costi del personale (assunzioni) e gli acquisti di beni intermedi.

⁸ Secondo un'indagine sulle variazioni di disponibilità liquide e mezzi equivalenti di 170 grandi imprese non finanziarie europee valutate da Fitch.

⁹ Cfr. McKinsey Global Institute (2011).

La situazione è molto diversa per i beni strumentali a lungo termine, che sono caratterizzati da lunghi periodi di investimento o di costruzione e richiedono **finanziamenti a lungo termine**, giacché cominciano a produrre flussi di cassa, che generano utile sul capitale investito, solo dopo un notevole arco di tempo. Poiché una parte significativa dello stock di capitale produttivo a lungo termine è costituita da infrastrutture pubbliche, questo tipo di capitale esercita tradizionalmente una funzione stabilizzatrice per l'economia: ciò dipende dalla capacità delle amministrazioni pubbliche di offrire investimenti pubblici in maniera anticiclica, nonché dal fatto che, quando fornisce fondi a fini d'investimento, il settore finanziario abbia ragionevolmente fiducia che l'economia sarà in piena ripresa una volta concluso il periodo di costruzione.

Non esiste una definizione di finanziamento a lungo termine unica e universalmente accettata. In senso lato, il finanziamento a lungo termine può essere considerato un processo attraverso il quale il sistema finanziario fornisce le risorse per investimenti che si estendono per un lungo periodo di tempo. Tale definizione mette l'accento sulle diverse caratteristiche del finanziamento a lungo termine¹⁰. In alternativa nei lavori in corso a livello internazionale sugli investimenti a lungo termine, sotto gli auspici del G20, viene data una definizione più restrittiva che si concentra sui finanziamenti con scadenza superiore a cinque anni, ivi comprese le fonti di finanziamento senza scadenza specifica (ad esempio le azioni).

Domande:

1) Concorda con l'analisi sopra esposta sull'offerta e sulle caratteristiche del finanziamento a lungo termine?

2) Quale pensa sia la definizione più appropriata di finanziamento a lungo termine?

3. MIGLIORARE IL FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE DELL'ECONOMIA EUROPEA

Come per tutte le forme di finanziamento, la capacità dell'economia di finanziare gli investimenti a lungo termine dipende dalla capacità del sistema finanziario di incanalare tali risorse in maniera efficace ed efficiente verso i beneficiari e gli scopi appropriati, attraverso mercati aperti e competitivi. Tale processo può essere attuato da vari intermediari, fra cui banche, assicuratori e fondi pensione, nonché tramite l'accesso diretto ai mercati finanziari. Nondimeno, una serie di fattori impedisce loro di esercitare in maniera pienamente efficace la funzione di finanziamento a lungo termine. Per alcuni di questi fattori la soluzione richiederà più tempo che per altri.

Uno dei principali insegnamenti della crisi è che occorrono una regolamentazione e una vigilanza appropriate del settore finanziario per ripristinare la stabilità finanziaria e ridare fiducia nei mercati. A tal fine, l'Unione europea persegue un ampio programma di riforma finanziaria a integrazione delle più generali riforme economiche e di bilancio. La stabilità finanziaria è essenziale ma insufficiente da sola. Nell'ambito di una più ampia risposta sul piano delle politiche, il nuovo quadro regolamentare e di vigilanza deve essere calibrato, anche nel settore impositivo, in modo tale da incentivare in maniera efficace il settore finanziario a sostenere l'economia reale e per consentirgli di farlo, senza compromettere la stabilità finanziaria.

¹⁰ Tali caratteristiche comprendono il profilo dell'investitore, la natura dell'attività, il tipo di intermediazione finanziaria nonché la valutazione e il prezzo dell'attività. Per ulteriori dettagli cfr. il documento di lavoro dei servizi che accompagna il presente Libro verde.

Sia le autorità pubbliche che i partecipanti al mercato hanno la responsabilità di creare un simile ambiente, ripristinando un contesto di fiducia e certezza e accrescendo l'attrattività complessiva dell'Unione europea quale destinazione di investimento. Su tale base, **l'azione volta a migliorare il finanziamento a lungo termine dell'economia europea dovrebbe tener conto di un ampio ventaglio di fattori interconnessi:**

- **la capacità degli istituti finanziari di incanalare il finanziamento a lungo termine;**
- **l'efficienza e l'efficacia dei mercati finanziari nell'offrire strumenti di finanziamento di lungo periodo;**
- **fattori trasversali che consentano risparmi e finanziamenti a lungo termine;**
- **la facilità di accesso delle PMI ai finanziamenti bancari e non bancari.**

3.1. La capacità delle istituzioni finanziarie di incanalare il finanziamento a lungo termine

Banche commerciali

Le banche costituiscono tradizionalmente i principali intermediari finanziari in Europa. La quota del settore bancario nell'Unione europea è elevata nel raffronto internazionale, in particolare rispetto agli Stati Uniti, e riflette la maggiore dipendenza dell'Europa dall'intermediazione bancaria. Questa situazione rischia di creare problemi in futuro per quanto riguarda il finanziamento a lungo termine.

La crisi ha messo in luce i rischi associati a un uso eccessivo della leva finanziaria e della trasformazione delle scadenze. Tali rischi insieme all'indebolimento della domanda osservato in alcuni paesi in recessione, hanno indotto molte banche a ridurre la leva finanziaria, contribuendo in misura particolare all'attuale carenza di finanziamento a lungo termine¹¹. Anche quando tale processo di riduzione della leva finanziaria si sarà concluso la rivalutazione del rischio conseguente alla crisi avrà l'effetto di aumentare il costo del capitale. I costi connessi agli strumenti di gestione delle crisi bancarie potrebbero anch'essi incrementare il costo del capitale, anche se gli effetti positivi derivanti da un settore bancario più solvibile giovino in misura considerevole alla società e all'economia. Inoltre, le interconnessioni fra banche e debito sovrano nonché la regolamentazione più stringente hanno accresciuto la concentrazione delle attività bancarie nei mercati nazionali, causando una riduzione dei finanziamenti transfrontalieri e la frammentazione del mercato unico; ciò diminuisce ulteriormente la disponibilità di finanziamenti e spinge al rialzo il costo del capitale, in particolare nei paesi attualmente sotto pressione.

Le **norme prudenziali europee comuni applicabili alle banche** che saranno messe in atto in futuro mirano a prevenire gli eccessi del passato, potenziando la resilienza al rischio degli istituti bancari e instillando fiducia, nonché creando un corpus unico di norme per tutelare l'integrità del mercato unico. Sotto il profilo del finanziamento a lungo termine, la normativa prudenziale deve affrontare i rischi incorsi dalle banche con l'utilizzo di depositi a breve per il finanziamento di prestiti a lungo termine. Non ne consegue automaticamente che le norme

¹¹ Per esempio, dall'indagine sul credito bancario pubblicata dalla BCE nell'ottobre 2012 emerge che l'inasprimento netto dei criteri delle banche della zona euro per la concessione di prestiti e linee di credito è aumentato del 15% in termini netti, rispetto al 10% nel secondo trimestre del 2012. Allo stesso modo, il volume dei nuovi prestiti a lungo termine è diminuito considerevolmente nel primo semestre del 2012 e il loro stock mostra una pronunciata tendenza al ribasso nel brevissimo termine.

tese a limitare la possibilità per gli istituti bancari di impiegare in tal modo il finanziamento a breve termine causino una contrazione dei prestiti all'economia reale. Nondimeno, il potenziale compromesso fra il contenere la creazione di liquidità per garantire stabilità e l'offrire finanziamenti a lungo termine all'economia reale giustifica la necessità di una calibrazione appropriata delle norme e di una loro progressiva attuazione. Le proposte avanzate di recente dal Comitato di Basilea in materia di requisiti di liquidità si prefiggono di accrescere la resilienza delle banche, garantendo nel contempo che i limiti alla trasformazione delle scadenze non abbiano conseguenze indesiderate. La Commissione ha suggerito un periodo di monitoraggio nonché un riesame della calibratura dei parametri relativi ai requisiti di liquidità¹².

Un altro effetto della crisi che potrebbe compromettere la capacità delle banche di incanalare il finanziamento a lungo termine è il crescente dibattito circa la possibilità che ulteriori riforme con un impatto diretto sulla struttura degli istituti possano ulteriormente ridurre la probabilità e le conseguenze di un fallimento, assicurare il proseguimento di funzioni economiche essenziali e tutelare meglio clienti al dettaglio vulnerabili. La recente relazione del gruppo di esperti ad alto livello sulla **riforma della struttura del settore bancario dell'UE** dimostra che la condotta tenuta dagli istituti bancari negli ultimi decenni ha causato un incremento spropositato delle operazioni intra-finanziarie a discapito delle attività rivolte alla clientela, tra cui il finanziamento a lungo termine per le imprese. Il gruppo ha raccomandato di limitare le attività di negoziazione rischiose e di separarle dalle altre. Al momento la Commissione riflette su come dare seguito alla relazione.

Ovviamente le banche non spariranno dalla filiera dell'intermediazione europea. Le loro competenze in fatto di valutazione del rischio di credito, la loro conoscenza delle imprese locali nonché i rapporti che intrattengono con queste ultime implicano che continueranno necessariamente a svolgere un ruolo di primo piano. Tuttavia, alla luce degli sviluppi nel settore bancario a partire dalla crisi, si profilano nuove esigenze e nuove opportunità per altri intermediari che siano in grado di completare la funzione delle banche, incanalando il finanziamento verso investimenti a lungo termine in modo più equilibrato.

Domanda:

3) Considerando l'evoluzione in atto della natura del settore bancario, quale ruolo crede che rivestiranno le banche in futuro nell'incanalare il finanziamento a lungo termine degli investimenti?

Banche di sviluppo nazionali e multilaterali e incentivi al finanziamento

Le banche di sviluppo attive sia a livello nazionale che internazionale dovrebbero concorrere a catalizzare il finanziamento a lungo termine e a migliorare l'efficienza e l'efficacia dei mercati e degli strumenti finanziari. Nonostante il contributo netto positivo di taluni investimenti al benessere economico, i fallimenti di mercato possono dissuadere gli investitori dall'assumersi determinati rischi e/o dal compiere determinate decisioni di investimento. In una tale situazione le banche di sviluppo nazionali e multilaterali possono risultare utili a stimolare i finanziamenti privati in virtù degli specifici obiettivi di politica pubblica che perseguono, per la creazione di un più ampio valore aggiunto economico, sociale e ambientale (e non solo finanziario). Il loro intervento, purché mirante a correggere fallimenti di mercato accertati, può avere un'importante funzione anticiclica, tra l'altro riducendo la volatilità dei costi di finanziamento per talune categorie di investitori e attenuando la tendenza degli

¹² Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

operatori privati a privilegiare il breve termine. È anche importante che il governo societario delle banche di sviluppo assicurino che esse non si avvalgano dei vantaggi in termini di costo del finanziamento di cui godono per sostituirsi ai finanziamenti privati, ma si impegnino piuttosto a catalizzare i finanziamenti privati nei settori in cui questi sono lenti ad arrivare.

L'intervento pubblico è attuabile, direttamente o indirettamente, offrendo o contribuendo a una serie di prodotti di finanziamento, ivi compresi la condivisione e/o la garanzia dei rischi¹³, e il raggruppamento di intermediari finanziari in opportune reti¹⁴. L'attuale bilancio preventivo dell'UE prevede una serie di strumenti finanziari dell'Unione¹⁵, molti dei quali sono gestiti congiuntamente dalla Commissione, dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) e dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI) e in collaborazione con gli Stati membri, miranti a rimediare a specifiche lacune del mercato e a facilitare l'accesso al finanziamento, ivi compreso il finanziamento a lungo termine¹⁶. In futuro il quadro finanziario pluriennale dell'UE ricorrerà sempre più a strumenti finanziari che possano contribuire in misura significativa ad accrescere l'impatto della spesa dell'Unione, moltiplicando e catalizzando i finanziamenti privati a lungo termine. In particolare, gran parte del quadro finanziario pluriennale, ivi compresi tutti gli strumenti strutturali dell'Unione europea, potrà essere utilizzata in strumenti finanziari. L'efficacia di questi ultimi dipenderà dall'instaurazione di stretti rapporti e dalla collaborazione fra la Commissione, il gruppo BEI e gli Stati membri.

È altresì importante che l'intervento pubblico non contribuisca alla frammentazione del mercato unico. Possono aiutare a prevenirla il coordinamento, la valutazione e la responsabilità fra i livelli nazionale e dell'UE; accrescendo così il valore aggiunto dell'approccio europeo. Una più stretta cooperazione fra le banche di sviluppo nazionali e multilaterali, sotto l'egida della Commissione e della BEI, può rappresentare uno strumento utile a tale coordinamento, tra l'altro mediante il sostegno alla creazione di gruppi europei d'interesse economico per il finanziamento di progetti transfrontalieri. Si potrebbero altresì prendere in considerazione l'impatto dei fondi sovrani esteri e l'opportunità di creare fondi sovrani europei o di rafforzare quelli già esistenti.

¹³ Ad esempio i "prodotti ponte" comprendono strumenti atti ad attenuare l'avversione al rischio di investitori o istituti finanziari. Vi rientrano il supporto dei crediti first-loss o mezzanini, e i veicoli specializzati in progetti dimostrativi allo stadio iniziale e su vasta scala in cui i finanziamenti pubblici si affiancano a quelli privati.

¹⁴ Ad esempio attraverso il Long-Term Investors Club. Cfr.: <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Azioni o capitali di rischio, garanzie o altri strumenti di condivisione del rischio coperti dal bilancio centrale dell'UE o dal bilancio dei fondi strutturali. Per ulteriori informazioni cfr. la comunicazione della Commissione "Un quadro per la prossima generazione di strumenti finanziari innovativi: le piattaforme UE di capitale e di debito" (COM(2011) 662).

¹⁶ Ne sono un esempio l'iniziativa "Prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti" e gli strumenti che attingono alle risorse dei Fondi strutturali e d'investimento per fornire alle PMI, alle amministrazioni comunali e ai progetti infrastrutturali finanziamenti tramite debito, credito mezzanino e partecipazione azionaria. Nel 2011 la Commissione ha proposto un pacchetto infrastrutturale che comprende un nuovo strumento di bilancio, il meccanismo per collegare l'Europa, nonché orientamenti rivisti in materia di trasporti, energia e TIC e un programma per la competitività delle imprese e le piccole e medie imprese (COSME). La Commissione e la BEI hanno creato due strumenti di finanziamento con condivisione dei rischi, per la precisione il Meccanismo di finanziamento con ripartizione dei rischi (*Risk-Sharing Finance Facility*, RSFF) per le imprese innovative o che si dedicano alla ricerca intensiva e lo Strumento di garanzia dei prestiti per progetti della rete transeuropea dei trasporti (*Loan Guarantee Instrument for TEN-Transport*, LGTT). Nel quadro dei fondi strutturali per il periodo 2007-2013, sono stati investiti finora almeno 10,7 miliardi di euro di fondi UE in strumenti di ingegneria finanziaria, perlopiù a opera del FESR, per l'accesso delle PMI ai finanziamenti. Tali fondi saranno reinvestiti a lungo termine a beneficio dell'economia europea.

Domande:

4) *Come può il ruolo delle banche di sviluppo nazionali e multilaterali sostenere al meglio il finanziamento di investimenti a lungo termine? C'è spazio per un maggiore coordinamento tra queste banche nel perseguimento degli obiettivi delle politiche dell'UE? Come possono gli strumenti finanziari offerti dal bilancio UE sostenere meglio il finanziamento di investimenti a lungo termine nella crescita sostenibile?*

5) *Esistono altri strumenti e quadri di politica pubblica in grado di sostenere il finanziamento di investimenti a lungo termine?*

Investitori istituzionali

Grazie all'orizzonte temporale più esteso dei rispettivi modelli operativi, gli investitori istituzionali, quali compagnie di assicurazione (sulla vita), fondi pensione, fondi comuni e di dotazione, risultano particolarmente adatti all'offerta di finanziamenti a lungo termine. Secondo le stime, tali soggetti detengono complessivamente attività per 13 800 miliardi di euro, equivalenti a oltre il 100% del PIL dell'UE¹⁷. Anche altri investitori istituzionali, ad esempio fondi sovrani di investimento, fondi infrastrutturali dedicati e (in certa misura) fondi di *private equity*, sono emersi come potenziali fornitori di capitale a lungo termine. Anche il capitale di rischio può offrire finanziamenti a lungo termine.

La lunga durata delle loro passività consente agli investitori istituzionali, perlomeno in via teorica, di effettuare investimenti in attività produttive a lunga scadenza secondo strategie di acquisto e mantenimento, ottenendo rendimenti più elevati per compensare i rischi di più lungo termine e la minore liquidità associati a molte di queste attività. Gli orizzonti temporali più estesi permettono agli investitori istituzionali di agire con pazienza e in maniera anticiclica, contenendo la tendenza a privilegiare il breve termine e limitando la necessità di trasformare le scadenze. L'esigenza di diversificazione e la ricerca di rendimento a fronte di un contesto di bassi tassi di interesse hanno spinto tali soggetti a espandersi negli investimenti di lungo termine, allocando quote consistenti dei propri portafogli in strumenti a lungo termine, come azioni, *private equity* e altre attività non liquide (ad es. negli ultimi anni alcuni fondi pensioni hanno investito direttamente in progetti su vasta scala nel settore delle energie rinnovabili).

In questo contesto, gli investitori istituzionali, al pari delle banche, sono tenuti a rispettare una serie di norme prudenziali e di principi contabili. La nuova normativa prudenziale per le **imprese di assicurazione** (direttiva Solvibilità II)¹⁸ impone loro di detenere attività sufficienti a coprire la natura e la durata delle passività; la detenzione di investimenti a lungo termine è in linea con le funzioni sociali di tale imprese. Solvibilità II mira a introdurre un regime economico armonizzato basato sul rischio e prevede la valutazione delle attività al valore economico di mercato. L'impatto delle nuove norme prudenziali sulla capacità di finanziamento a lungo termine delle imprese di assicurazione dipenderà in parte dalla situazione di partenza di ciascuna di esse, nonché dalle modalità esatte di trattamento delle attività a più lungo termine. Il dibattito si è incentrato su come assicurare che la copertura patrimoniale del rischio prescritta dalla normativa non incida eccessivamente sulle posizioni in attività a lungo termine e non riduca gli incentivi positivi di Solvibilità II, intesi a premiare l'allineamento delle scadenze di passività a lungo termine mediante investimenti a lungo termine.

¹⁷ Cfr. Fitch 2011 ed EFAMA (2012).

¹⁸ Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm.

In tale contesto, i servizi della Commissione hanno chiesto all’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (AEAP) di valutare se nel quadro del regime Solvibilità II la calibrazione dettagliata dei requisiti patrimoniali per gli investimenti in determinate attività (come finanziamenti infrastrutturali, prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti, finanziamenti alle PMI, cartolarizzazioni di debiti, ecc.) debba essere corretta onde prevenire ostacoli al finanziamento a lungo termine, evitando però di creare ulteriori rischi prudenziali. La Commissione, il Consiglio e il Parlamento hanno altresì discusso misure volte a facilitare l’offerta di prodotti assicurativi con garanzie a lungo termine e di investimenti a lungo termine nel quadro di Solvibilità II. L’AEAP presenterà una valutazione di tali misure entro giugno 2013. Sulla base delle risultanze tecniche la Commissione riferirà sulle misure appropriate da includere nella direttiva Solvibilità II o nei relativi atti delegati.

I fondi pensione devono gestire i propri rischi in modo tale da generare il livello richiesto di rendimenti annuali per i beneficiari. I requisiti patrimoniali applicati ai fondi pensione variano da uno Stato membro all’altro e differiscono da quelli applicati alle imprese di assicurazione per tener conto dei rischi di diversa natura cui sono esposti i fondi pensione professionali e delle risorse di finanziamento a cui hanno accesso. La Commissione ha in programma la revisione della direttiva relativa agli enti pensionistici aziendali o professionali¹⁹. Il riesame mira tra l’altro a rafforzare la protezione degli aderenti e a facilitare l’attività transfrontaliera in questo settore. Sarà importante garantire che le nuove norme prudenziali applicabili ai regimi pensionistici aziendali o professionali non scoraggino i finanziamenti a lungo termine. La revisione della direttiva relativa agli enti pensionistici aziendali o professionali dovrà quindi tener conto delle potenziali conseguenze per il finanziamento a lungo termine e la crescita economica.

Nondimeno, oltre alle norme prudenziali, una serie di altri fattori strutturali influisce sulla capacità degli investitori istituzionali di fornire finanziamento a lungo termine. Con ogni probabilità la recessione economica avrà un impatto duraturo sulle strategie adottate dagli investitori per l’allocazione di attività a lungo termine, favorendo decisioni di investimento più prudenti. Ad esempio, l’esposizione media degli investitori istituzionali verso attività infrastrutturali resta modesta rispetto alle loro allocazioni in proprietà immobiliari e all’effettivo fabbisogno di investimenti infrastrutturali. Le grandi dimensioni dei progetti di investimento a lungo termine potrebbero suscitare i timori degli investitori istituzionali per quanto riguarda la gestione e la diversificazione del rischio. I responsabili della funzione di gestione delle attività in seno agli investitori istituzionali non bancari potrebbero non essere abituati a gestire attività non liquide, un compito spesso svolto in precedenza da imprese di assicurazione cosiddette “*monoline*” che garantivano tali attività. Ciò significa che, nel tempo, alcuni investitori potrebbero trovarsi costretti ad ampliare le attuali conoscenze per sostenere le proprie decisioni di investimento.

È quindi possibile che vi sia il margine per valutare iniziative volte a mettere in comune le risorse finanziarie²⁰ e a strutturare i pacchetti finanziari secondo le diverse fasi del rischio. Potrebbero essere utili in tal senso il dialogo fra investitori e imprese non finanziarie nonché la divulgazione di buone prassi e di studi di caso²¹. La Commissione si è inoltre già

¹⁹ Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm.

²⁰ Ne sono un esempio la proposta di costituire una piattaforma per le infrastrutture pensionistiche nel Regno Unito e le idee circa un fondo comune infrastrutturale e di *private equity* che riunisca alcuni fondi pensioni a diffusione regionale.

²¹ Ad esempio, è stata istituita una tavola rotonda finanziaria allo scopo di individuare possibilità di sviluppare forme di finanziamento adattate e strumenti finanziari e innovativi a sostegno di azioni per l’uso efficiente delle risorse.

impegnata²² a presentare proposte sulle possibili forme di **fondi di investimento a lungo termine**. Le prime indicazioni dei portatori di interesse suggeriscono che un nuovo veicolo di finanziamento a lungo termine potrebbe favorire la raccolta di capitale in tutta l'Unione; potrebbe inoltre aiutare gli investitori istituzionali di grandi e medie dimensioni a investire, per esempio, in una serie di progetti infrastrutturali. I fondi di finanziamento a lungo termine aiuteranno gli investitori istituzionali a diversificare e a ripartire il rischio. Inoltre, i gestori di tali fondi potrebbero apportare competenze supplementari per l'analisi delle operazioni sottostanti o la selezione e la gestione di progetti infrastrutturali a lungo termine.

Domande:

6) In che misura e in che modo gli investitori istituzionali possono svolgere un ruolo maggiore nel panorama in mutamento del finanziamento a lungo termine?

7) Come si possono bilanciare al meglio gli obiettivi prudenziali e la finalità di sostenere il finanziamento a lungo termine nella formulazione e nell'attuazione delle norme prudenziali applicate rispettivamente ad assicuratori, riassicuratori e fondi pensione come gli enti pensionistici aziendali o professionali?

8) Quali sono gli ostacoli alla creazione di veicoli di investimento comune? Sarebbe possibile istituire piattaforme a livello di Unione europea?

9) Quali altre possibilità e strumenti potrebbero essere presi in considerazione per migliorare la capacità delle banche e degli investitori istituzionali di incanalare il finanziamento a lungo termine?

²²

Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_it.htm.

Gli effetti combinati della riforma regolamentare sugli istituti finanziari

L'UE ha attuato un ampio programma di riforme finanziarie. Nel fare il bilancio di tutte le modifiche, attuate e previste, alle norme prudenziali riguardanti i diversi operatori finanziari (banche, assicuratori, enti pensionistici, ecc.), è fondamentale comprendere se il loro impatto cumulativo sulla formazione di capitale macroeconomico a lungo termine possa superare la semplice somma degli effetti prodotti da ciascuna riforma isolatamente. Se, ad esempio, le banche riducono le proprie esposizioni a lungo termine in attività immobiliari a seguito dei maggiori requisiti di liquidità, gli investitori istituzionali con passività a lungo termine potrebbero prenderne il posto, purché il quadro regolamentare eviti di insistere eccessivamente sulla volatilità a breve termine. Nondimeno, l'introduzione simultanea di requisiti di liquidità per vari operatori del mercato finanziario potrebbe scoraggiare gli investimenti in attività meno liquide e, di conseguenza, bloccare nello stesso momento diversi potenziali canali di finanziamento per gli investimenti a lungo termine.

Occorre pertanto tenere sotto stretta osservazione eventuali effetti cumulativi delle riforme prudenziali. La questione è già al vaglio di organismi di regolamentazione internazionali come il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*) e il gruppo dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali del G20. La sfida sta nel conseguire le finalità regolamentari di una maggiore stabilità macrofinanziaria e di una convergenza regolamentare a livello mondiale in modo tale da ridurre al minimo eventuali disincentivi al finanziamento di investimenti produttivi a lungo termine.

Domanda:

10) Le riforme prudenziali, attuali e programmate, hanno impatti cumulativi sul livello e sulla ciclicità degli investimenti a lungo termine aggregati e quanto sono significativi tali impatti? Quale può essere il modo migliore per affrontarli?

3.2. L'efficienza e l'efficacia dei mercati finanziari nell'offrire strumenti di finanziamento a lungo termine

Oltre agli investitori istituzionali, occorrono mercati di capitali e infrastrutture ben funzionanti e profondi per offrire una gamma più ampia di strumenti utili per incanalare il finanziamento a lungo termine.

I mercati obbligazionari europei hanno registrato un forte sviluppo negli ultimi decenni²³. Ciononostante, in Europa le obbligazioni di società non finanziarie continuano a rappresentare appena il 15% del debito delle imprese rispetto ad altre economie. In sostanza, solo le grandi imprese hanno accesso ai mercati obbligazionari europei, mentre la maggior parte delle imprese a media capitalizzazione e delle PMI fatica ad accedervi. Anche i mercati europei della cartolarizzazione presentano un grado di sviluppo inferiore rispetto ad altre regioni del mondo, il che limita ulteriormente la gamma di strumenti di finanziamento a lungo termine disponibili.

La Commissione ha proposto riforme volte a migliorare la struttura dei mercati attraverso la creazione di nuove piattaforme di negoziazione, a rafforzare la trasparenza e l'efficienza delle informazioni, a rafforzare gli obblighi per ridurre le attività di negoziazione speculative e a

²³ Per esempio, le consistenze in essere di titoli di debito emessi da imprese non finanziarie dell'area dell'euro ammontavano complessivamente a 940 miliardi di euro a luglio 2012, rispetto a circa 652 miliardi di euro all'inizio del 2008 (fonte: BCE).

breve termine, a potenziare la tutela degli investitori²⁴. Si dovrà verificare in quale misura tali riforme riusciranno ad assicurare che i mercati dei capitali incanalino il finanziamento a lungo termine con la massima efficacia. Potrebbero essere necessari ulteriori interventi.

I **mercati delle obbligazioni garantite**²⁵ hanno mostrato una relativa tenuta durante la crisi ma restano frammentati lungo i confini nazionali. Occorre un'ulteriore analisi per valutare se e in quale misura una maggiore armonizzazione possa incentivare l'uso di obbligazioni garantite, in linea con recenti iniziative di mercato, tenendo in debito conto i timori riguardanti un potenziale aggravarsi del cosiddetto “*asset encumbrance*”, ossia dell'accumulo nei bilanci delle banche di attivi non impegnati.

Anche una ristrutturazione dei **mercati delle cartolarizzazioni** potrebbe contribuire a mobilitare fonti aggiuntive di finanziamento a lungo termine. Se soggetti a una vigilanza e una trasparenza dei dati adeguate, tali mercati possono aiutare gli istituti finanziari a liberare risorse destinabili a una maggiore attività di prestito, nonché nella gestione dei rischi. Fra le iniziative di mercato volte a stimolare i mercati delle cartolarizzazioni rientrano nuove etichette per cartolarizzazioni di qualità elevata, trasparenti e standardizzate. Esistono le condizioni per creare prodotti di cartolarizzazione semplici e basati su strutture chiare che non facciano ricorso alla leva finanziaria, impiegando attività sottostanti ben selezionate, diversificate e poco rischiose. Mercati dedicati, soprattutto per le PMI, nonché norme prudenziali e sistemi di vigilanza adeguati costituiscono temi centrali che vanno approfonditi. Si potrebbero valutare ulteriormente prodotti connessi a specifici settori.

L'Unione europea nel suo complesso non ha mai avuto un vero e proprio **mercato europeo dei prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti**²⁶. La Commissione, di concerto con la BEI, ha iniziato a occuparsi della questione attuando l'iniziativa “Prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti”, una soluzione basata sui mercati finanziari volta ad affrontarne le imperfezioni del mercato e la qualità del credito. L'iniziativa mira a dimostrare la fattibilità del finanziamento tramite prestiti obbligazionari di progetti infrastrutturali e, in ultima istanza, si prefigge di creare un mercato liquido dei prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti. Al momento anche gli operatori di mercato istituiscono, seppure su scala ancora ridotta, piattaforme di investimento, prodotti e strumenti diversi per stimolare i mercati dei prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti. È opportuno riflettere su come promuovere ulteriormente l'uso di tali strumenti, tenendo conto anche della prevista valutazione intermedia dell'iniziativa²⁷.

Molti sostengono inoltre che l'economia, le imprese e i progetti di investimento necessitano di più **azioni**, anziché di più debito. Le azioni possono costituire uno strumento di finanziamento migliore per investimenti a lungo termine e ad alto rischio, nonché per investimenti che presentino asimmetrie informative e un azzardo morale notevoli. È possibile che, dall'insorgere della crisi, le incertezze macroeconomiche e il contesto di bassi tassi di interesse abbiano inciso sulla domanda e sulla predisposizione al rischio delle imprese per

²⁴ Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

²⁵ Si tratta di obbligazioni garantite da un insieme di crediti ipotecari che resta iscritto nei bilanci dell'emittente, a differenza dei mutui cartolarizzati, che ne vengono stralciati.

²⁶ I prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti sono strumenti di debito privato emessi da una società per finanziare uno specifico progetto fuori bilancio.

²⁷ Ciò potrebbe comprendere: a) la standardizzazione e l'assegnazione di un'etichetta ai prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti emessi dalle imprese dell'UE che intendano realizzare un progetto; b) l'esigenza di uno specifico quadro regolamentare; c) un'analisi della necessità e dell'opportunità di lavorare allo sviluppo di un mercato per tali prestiti obbligazionari (per esempio attraverso una piattaforma di negoziazione). Analogamente, tale tipologia di strumento potrebbe essere estesa alle obbligazioni verdi nonché alle obbligazioni dedicate per progetti dimostrativi industriali, ivi compresi quelli innovativi e su scala commerciale.

quanto riguarda le partecipazioni azionarie a lungo termine. Gli investitori hanno invece cercato rifugio in strumenti di debito pubblico con un elevato rating del credito. Parallelamente, le opportunità di mercato per il lancio di offerte pubbliche iniziali sono andate scemando più che mai, limitando l'accesso delle imprese al capitale e facendo sì che le borse europee divenissero sempre più fornitori di liquidità anziché di nuovi capitali. Nel complesso il costo degli investimenti azionari è rimasto elevato mentre quello del finanziamento tramite debito è sceso, a dimostrare la carenza di capitale in Europa, un problema questo la cui soluzione richiederà probabilmente molto tempo. Tali sviluppi sembrano aver avuto un maggiore impatto sulle imprese a media capitalizzazione. Le politiche delle amministrazioni pubbliche e la regolamentazione devono essere quanto più possibile neutre per quanto riguarda le scelte degli agenti privati tra finanziamento mediante capitale o debito (cfr. infra sulla tassazione delle imprese).

Domande:

11) Come si potrebbe migliorare il finanziamento sul mercato dei capitali degli investimenti a lungo termine in Europa?

12) Come possono i mercati dei capitali contribuire a risolvere la carenza di capitale in Europa? Cosa dovrebbe cambiare nel modus operandi dell'intermediazione basata sul mercato per assicurare che il finanziamento possa essere incanalato verso gli investimenti a lungo termine, per sostenere meglio il finanziamento di investimenti a lungo termine nella crescita sostenibile sotto il profilo economico, sociale e dell'ambiente e per assicurare una protezione adeguata degli investitori e dei consumatori?

13) Quali sono i pro e i contro di un quadro più armonizzato per le obbligazioni garantite? Quali elementi potrebbero comporre tale quadro?

14) Come si potrebbe rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni dell'Unione europea, al fine di conseguire il giusto equilibrio tra la stabilità finanziaria, da un lato, e la necessità per il sistema finanziario di migliorare la trasformazione delle scadenze, dall'altro?

3.3 Fattori trasversali che consentano risparmi e finanziamento a lungo termine

Gli investimenti a lungo termine risentono di una serie di fattori più trasversali che vanno parimenti considerati, visto il loro potenziale impatto sull'offerta di finanziamento a lungo termine e sulla relativa intermediazione.

I provvedimenti delle autorità pubbliche, compresi i regimi fiscali, esercitano un'importante funzione di stimolo dei progetti di investimento a lungo termine, nella misura in cui creano incentivi e capacità affinché le famiglie accumulino risparmi nel tempo e gli operatori di mercato incanalino il finanziamento a lungo termine verso investimenti produttivi. I pacchetti di politiche a lungo termine varati dalle autorità pubbliche sostengono la definizione di programmi per investimenti strategici che vadano oltre il ciclo politico, migliorando così la trasparenza e offrendo maggiori certezze a investitori e imprese. In tale contesto, è essenziale che l'intervento statale non distorca la concorrenza né scoraggi gli investitori privati né distrugga le condizioni di parità nel mercato unico.

Alcuni Stati membri hanno adottato misure intese a promuovere il risparmio e l'investimento a lungo termine delle famiglie. In taluni paesi sono stati introdotti regimi pensionistici con opzioni di iscrizione automatica, mentre in altri sono stati creati conti di risparmio²⁸ mirati per

²⁸ Per esempio il *Livret A* in Francia o i libretti postali in Italia e il *Bausparvertrag* (contratti di risparmio per il finanziamento dell'abitazione) in Germania.

sostenere il finanziamento di progetti di investimento a lungo termine attraverso un rendimento fisso garantito (dallo Stato) e determinate agevolazioni fiscali. I fondi depositati in tali conti sono poi destinati a finanziare beni pubblici come ospedali, alloggi popolari e università. Nel più lungo termine, potrebbe essere opportuno valutare se la **disponibilità di veicoli specifici a livello di Unione europea** possa mobilitare un maggiore di volume di risparmi a lungo termine che si ricolleghi in maniera più diretta a più ampi obiettivi societari. Tale modello dovrebbe subire alcuni adattamenti per essere applicato a livello di Unione.

Alcuni commentatori individuano inoltre nelle misure di valutazione, nei principi contabili e nelle strategie attuate dai gestori patrimoniali fattori che complicano la filiera dell'intermediazione, ne aumentano i costi e creano incentivi disallineati, come quelli derivanti dalla propensione alla speculazione e al breve termine, che sono dovuti anche ai maggiori rischi percepiti e al ritardo dei rendimenti su investimenti a lungo termine.

Domanda:

15) Quali sono i meriti dei vari modelli di conto specifico di risparmio disponibili nell'Unione europea? Sarebbe possibile sviluppare un modello UE?

Tassazione

La struttura e il livello della tassazione possono ripercuotersi sulle decisioni di investimento e di risparmio e, di conseguenza, sulla crescita. In generale i sistemi fiscali andrebbero definiti in maniera tale da distorcere il meno possibile le decisioni economiche di cittadini e delle imprese, salvo che le imposte non intendano correggere gli effetti esterni causati da fallimenti del mercato specifici e ben definiti:

- **imposte e investimenti:** l'imposta sui redditi delle società è uno dei tanti fattori che influiscono sulle decisioni riguardanti i livelli di investimento, nonché sulla modalità di finanziamento. In particolare, in gran parte degli Stati membri i regimi di tale imposta tendono a favorire l'indebitamento rispetto al finanziamento azionario, creando così incentivi a un maggiore uso della leva finanziaria da parte delle aziende; gli interessi corrisposti sono infatti deducibili, a differenza dei rendimenti sul capitale, per cui di solito non esiste tale possibilità. Un'adeguata definizione della base imponibile che riduca distorsioni a favore della leva finanziaria potrebbe anche rendere le imprese meno vulnerabili a una diminuzione del credito a breve termine. Nondimeno, pochissimi Stati membri attuano riforme volte a eliminare tali distorsioni. Potrebbe quindi essere utile proseguire in tutta l'Unione europea il dibattito su come fissare l'imponibile per la tassazione dei redditi delle società con riguardo alla sua neutralità per il finanziamento.
- **imposte e risparmio:** dalla tassazione del risparmio scaturisce una serie di importanti implicazioni economiche, tra cui gli effetti sull'ammontare complessivo dei risparmi nell'economia e, di conseguenza, gli influssi sull'allocazione del capitale e sugli investimenti. Alla luce di ciò, occorre formulare con attenzione le politiche fiscali in tale ambito. Numerosi Stati membri hanno già varato una serie di incentivi volti ad accrescere i risparmi (a lungo termine), in particolare quelli connessi alle pensioni. Molti paesi applicano inoltre regimi di imposizione duale del reddito, in base ai quali il reddito da capitale è di norma tassato separatamente e con un'aliquota inferiore rispetto ad altre fonti di reddito;

- **incentivi fiscali:** gli incentivi fiscali sono spesso considerati strumenti utili a incoraggiare determinate tipologie di investimento; agevolazioni fiscali sono giustificate là dove il vantaggio sociale superi i rendimenti privati dell'investitore e, pertanto, i livelli di investimento si collochino al di sotto dell'ottimo sociale (ad esempio R&S e preoccupazioni ambientali). Nonostante le argomentazioni a favore, le agevolazioni fiscali possono anche dar luogo a oneri amministrativi nella misura in cui accrescono il numero di esenzioni o di disposizioni aggiuntive da applicare. Peraltro, in alcuni casi, la proliferazione di norme a livello nazionale potrebbe creare occasioni di arbitraggio.

Domande:

16) *Che genere di riforma della tassazione dei redditi delle società potrebbe migliorare le condizioni di investimento, ponendo fine alle distorsioni tra debito e capitale?*

17) *Di quali considerazioni si dovrebbe tener conto per istituire a livello nazionale i giusti incentivi al risparmio a lungo termine? In particolare, in che modo andrebbero utilizzati gli incentivi fiscali per incoraggiare tale forma di risparmio in modo equilibrato?*

18) *Quali tipi di incentivi sull'imposta sui redditi delle società danno risultati positivi? Quali misure potrebbero essere attuate per fronteggiare i rischi di arbitraggio là dove si concedano esenzioni/incentivi per specifiche attività?*

19) *Un maggiore coordinamento fiscale nell'Unione europea sosterebbe il finanziamento di investimenti a lungo termine?*

Principi contabili

La rendicontazione contabile non è un fattore neutrale ma influisce sulle decisioni economiche: le misure e i principi contabili (come gli IFRS) contribuiscono a creare un linguaggio comune tra imprenditori, investitori e autorità pubbliche, promuovendo la fiducia e la sicurezza. Devono pertanto coniugare punti di vista diversi: da un lato, l'interesse economico, dall'altro quello finanziario e degli investitori. **I principi contabili del fair value** (valore equo) possono migliorare la trasparenza e la coerenza delle informazioni finanziarie, poiché mostrano il valore di mercato di attività e passività e contengono dati sulla condizione finanziaria relativa di diversi soggetti. Ma potrebbero anche compromettere la stabilità e i finanziamenti a lungo termine. Alcune ricerche sottolineano, ad esempio, che gli investitori istituzionali hanno ridotto le partecipazioni azionarie nei propri portafogli di investimento, poiché le azioni sono considerate più volatili e rischiose dei titoli obbligazionari. Altri studi sostengono che una valutazione coerente con il mercato potrebbe incoraggiare gli investitori di lungo termine ad accrescere l'esposizione al rischio, qualora la volatilità sia riconosciuta al di fuori dei rispettivi conti economici. È opportuno valutare ulteriormente se i predetti principi siano adeguati per quanto riguarda gli investimenti a lungo termine. Al riguardo sarebbe utile individuare possibili soluzioni per conciliare l'accuratezza delle informazioni date agli investitori e incentivi sufficienti a detenere e gestire attività a lungo termine.

Domanda:

20) *In che misura ritiene che l'applicazione dei principi del fair value abbia determinato la propensione degli investitori per il breve termine? Quali alternative o quali nuove soluzioni potrebbero essere proposte per compensare tali effetti?*

Governo societario

Le modalità di gestione delle attività possono svolgere un ruolo essenziale ai fini del finanziamento a lungo termine, in quanto possono allineare gli incentivi dei gestori delle attività, degli investitori e delle imprese su strategie a lungo termine, attenuando le preoccupazioni sulla propensione al breve termine, sulle speculazioni e sui rapporti di agenzia. Sono già in vigore norme che riguardano gli obblighi fiduciari, il conflitto di interessi, la remunerazione, l'esercizio dei diritti di voto, la divulgazione dei costi nonché i servizi di consulenza sugli investimenti e di gestione dei portafogli²⁹. Ulteriori interventi sono delineati nel documento **Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario**³⁰, ivi comprese possibili modifiche alla direttiva sui diritti degli azionisti. Si potrebbero considerare interventi aggiuntivi, fra cui un'ulteriore valutazione della struttura degli incentivi dei dirigenti in modo da tenere maggior conto di considerazioni a lungo termine e costringere i gestori delle attività ad adempiere ai propri obblighi fiduciari con maggiore trasparenza. Sono state inoltre avanzate idee volte a incoraggiare una maggiore partecipazione a lungo termine degli azionisti, aspetto che potrebbe essere oggetto di un ulteriore esame, analizzando ad esempio l'eventualità di opzioni per la concessione di diritti di voto potenziati o di dividendi superiori agli investitori a lungo termine.

Domande:

21) *Che genere di incentivi potrebbe contribuire a promuovere una migliore partecipazione degli azionisti a lungo termine?*

22) *Come possono essere sviluppati i mandati conferiti ai gestori delle attività e gli incentivi loro accordati per sostenere strategie e rapporti di investimento a lungo termine?*

23) *È necessario rivedere la definizione di obbligo fiduciario nel contesto del finanziamento a lungo termine?*

²⁹ Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm e http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

³⁰ Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf.

Informazioni e comunicazione

Le ultime analisi evidenziano una crescente richiesta che le società **comunicino le informazioni non finanziarie**. Le ricerche condotte indicano che le società in grado di gestire proattivamente gli aspetti di sostenibilità delle proprie operazioni hanno costi di capitale più contenuti e tendono a mostrare un rendimento superiore a quello dei concorrenti nel lungo periodo. Obblighi di comunicazione generici potrebbero non essere sufficienti a stimolare decisioni di investimento a lungo termine; pertanto, la Commissione lavora al momento all'elaborazione di un quadro normativo più incisivo in materia di comunicazione di informazioni non finanziarie. La comunicazione di informazioni non finanziarie da parte di gestori e proprietari di attività meriterebbe anch'essa una riflessione più approfondita, tra l'altro sui modi per riflettere i rischi e gli impatti specifici legati alla sostenibilità della gestione del portafoglio. Numerosi commentatori ritengono inoltre che la presentazione di **relazioni trimestrali** crei incentivi sbagliati, spingendo i partecipanti al mercato a concentrarsi su risultati a brevissimo termine. Nel riesame della direttiva sulla trasparenza³¹, la Commissione ha proposto di abrogare l'obbligo di predisporre relazioni trimestrali.

I **parametri di riferimento** e i **rating del credito** possono anche incitare a concentrarsi su scadenze annuali o a breve termine. La Commissione ha proposto un inasprimento della normativa per ridurre la dipendenza dai rating tradizionali, e nel novembre 2012³² è stato raggiunto un accordo politico su diverse riforme legislative. Con lo sviluppo di strumenti di misurazione e di rating che consentano di conciliare la promozione di una prospettiva a lungo termine e la responsabilità a breve termine si potrebbe disporre di un utile strumento a sostegno degli investitori a lungo termine.

Domande:

24) *In che misura può una maggiore integrazione delle informazioni finanziarie e non finanziarie contribuire a fornire un quadro più chiaro delle prestazioni a lungo termine di una società e ad adottare migliori decisioni di investimento?*

25) *È necessario sviluppare specifici parametri di riferimento a lungo termine?*

3.4 La facilità di accesso delle PMI ai finanziamenti bancari e non bancari

Le attuali piccole e medie imprese (PMI) sono in grado di sostenere la crescita a lungo termine del futuro. Esse hanno sempre avuto notevoli difficoltà ad accedere ai finanziamenti necessari per crescere, difficoltà accentuate dalla loro dipendenza dal finanziamento bancario in un momento in cui le banche riducono la leva finanziaria. Inoltre, devono ora far fronte alla frammentazione dei mercati finanziari nell'UE, visto che l'accesso alle condizioni di finanziamento variano considerevolmente da un paese all'altro.

La minore disponibilità di finanziamenti bancari ha già spinto all'attuazione di interventi per promuovere lo sviluppo di canali alternativi di tipo non bancario per i prestiti alle PMI. Nel 2011 la Commissione ha adottato un piano di azione per affrontare i problemi di finanziamento delle PMI³³. Alcune iniziative sono state già decise, tra cui un nuovo quadro normativo UE per i finanziamenti mediante capitali di rischio e fondi per l'imprenditoria sociale. Sono anche in corso alcune iniziative politiche per semplificare l'accesso delle PMI ai

³¹ Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_it.pdf.

³² Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

³³ Cfr.: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/index_it.htm.

mercati dei capitali. Tuttavia, devono ancora essere approvate altre proposte legislative connesse con il piano d'azione. Sono state anche presentate azioni per consentire ai gestori di piattaforme multilaterali di negoziazione di essere registrati anche con la denominazione “mercato di crescita per le PMI” e per l'introduzione di un regime proporzionato che permetterà di ridurre i costi e gli oneri amministrativi per le PMI che si rivolgono al mercato per il finanziamento³⁴. In parallelo si è registrata una crescita dei mercati a lungo termine, quali quelli del finanziamento delle immobilizzazioni (*asset finance*) e del finanziamento esteso alla filiera (*supply-chain finance*), nonché innovazioni finanziarie che utilizzano le tecnologie informatiche e internet, ad esempio il finanziamento collettivo (*crowd-funding*).

Tuttavia, tali misure potrebbero non essere sufficienti a fronteggiare le difficoltà delle PMI nell'accedere ai finanziamenti. Si potrebbero valutare ulteriori iniziative, fra cui:

- **lo sviluppo del capitale di rischio.** Il settore del capitale di rischio risente di una carenza di risorse ed è influenzato dalla regolamentazione prudenziale applicata ai comparti bancario e assicurativo. I fondi di fondi potrebbero essere strumenti efficienti per incrementare il volume dei capitali di rischio. Un fondo di garanzia per gli investitori istituzionali potrebbe ridurre ulteriormente i limiti di tale mercato;
- **lo sviluppo di mercati dedicati e di reti per le PMI.** I fondi di capitale di rischio dipendono anche da borse orientate alle PMI ben funzionanti che sappiano trasformare i loro investimenti in offerte pubbliche iniziali. Tra le misure da adottare potrebbero annoverarsi la definizione di uno specifico approccio per le PMI, che vada oltre l'attuale progetto di MiFID II, nonché lo sviluppo di norme contabili mirate per le PMI quotate e nuove piattaforme di negoziazione. Mercati dedicati per le PMI potrebbero contribuire ad accrescere la visibilità di queste imprese, attirando nuovi investitori e sostenendo lo sviluppo di nuovi strumenti di cartolarizzazione per le PMI. Lo sviluppo di quadri normativi per le reti di imprese potrebbe favorire la creazione di pool di PMI, la condivisione dei rischi, la mutualizzazione e la diversificazione, e pertanto migliorare il loro accesso ai finanziamenti,
- **lo sviluppo di nuovi strumenti di cartolarizzazione per le PMI.** La Commissione, che ha già creato uno strumento di cartolarizzazione per le PMI, ha proposto di proseguire il sostegno alle cartolarizzazioni attraverso il programma COSME. Inoltre, in conformità ai criteri dell'Unione circa gli investimenti industriali di interesse europeo da parte delle PMI, i veicoli di credito strutturato potrebbero ricevere un'etichetta europea. In considerazione delle notevoli differenze fra settori industriali e fra cicli di investimento, tali strumenti andrebbero differenziati;
- **lo sviluppo di standard per l'attribuzione di rating del credito alle PMI** potrebbe aiutare a superare la carenza di informazioni affidabili sulle PMI e le conseguenti difficoltà dei potenziali investitori nel valutare il loro merito di credito. La definizione di standard qualitativi minimi comuni circa la valutazione esterna delle imprese a media capitalizzazione e delle PMI potrebbe agevolarne ulteriormente l'accesso al finanziamento, anche transfrontaliero, oltre a rafforzare l'integrazione del mercato;
- **lo sviluppo o la promozione di altre fonti di finanziamento “non tradizionali”**, come la locazione finanziaria, il finanziamento esteso alla filiera

³⁴

Cfr.: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

(*supply-chain finance*), le fonti di finanziamento basate su internet come il finanziamento collettivo (*crowd-funding*), ecc. Ulteriori riflessioni sono necessarie sulle modalità per assicurare che questi mercati crescano in modo sostenibile e siano adeguatamente sostenuti da un quadro regolamentare.

Domande:

26) *Quali ulteriori interventi potrebbero essere previsti, in termini di normativa UE o di altre riforme, per favorire l'accesso delle PMI alle fonti alternative di finanziamento?*

27) *Come potrebbero essere formulati eventuali strumenti di cartolarizzazione per le PMI? Quali sono i modi migliori per usare le cartolarizzazioni al fine di mobilitare il capitale degli intermediari finanziari verso prestiti/investimenti aggiuntivi a favore delle PMI?*

28) *Sarebbe opportuno definire un approccio specifico e completamente distinto per i mercati delle PMI? In che modo si potrebbe creare un mercato per le PMI che comprenda prodotti di cartolarizzazione concepiti appositamente per le esigenze di finanziamento di tale categoria, e chi dovrebbe farlo?*

29) *La definizione di un quadro regolamentare dell'Unione europea contribuirebbe allo sviluppo di questa forma alternativa di finanziamento non bancario per le PMI? Quali riforme potrebbero sostenere la loro continua crescita?*

Domanda:

30) *Oltre all'analisi e alle possibili misure illustrate nel presente Libro verde, quale altro intervento potrebbe contribuire al finanziamento a lungo termine dell'economia europea?*

4. FASI SUCCESSIVE

Sulla base dei risultati della consultazione la Commissione valuterà le ulteriori misure da adottare. Le risposte ricevute saranno disponibili nel sito internet della Commissione salvo che si richieda espressamente di mantenerle riservate; la Commissione pubblicherà inoltre una sintesi dei risultati della consultazione.

Gli interessati sono pregati di inviare i loro commenti entro il 25 giugno 2013 al seguente indirizzo di posta elettronica: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu