

Settembre 2017

Capital Markets Union. Tratti essenziali e stato dell'arte.

Giuseppe Zaghini, Federcasse, Membro CWG del Corporate Finance Standing Committee ESMA

Nel suo discorso al Parlamento Europeo da neo eletto presidente della Commissione Europea, Jean-Claude Juncker presentò gli orientamenti politici che avrebbero caratterizzato la sua presidenza. La priorità era rafforzare la competitività in Europa, incoraggiando gli investimenti finalizzati alla creazione di nuovi posti di lavoro. Investimenti che dovevano essere, nella visione del neo presidente, più intelligenti, accompagnati da interventi mirati, minore regolamentazione e maggiore flessibilità nell'uso dei fondi pubblici. In un'ottica di lungo periodo, tali investimenti dovevano essere incentrati sulle infrastrutture – in particolare la banda larga, le reti energetiche e i trasporti – sulla ricerca e l'innovazione, sulle energie rinnovabili, sull'efficienza energetica.

Il contesto nel quale dover dispiegare gli impegni assunti è tuttora caratterizzato da una difficoltà a mobilitare, a sostegno degli investimenti, le risorse realmente disponibili. Partendo dal presupposto che la crescita non si realizza premendo un bottone e che non esiste un'unica soluzione valida per tutti, la Commissione Europea ha definito nel novembre del 2014 un Piano di investimenti per l'Europa (meglio conosciuto come "Piano Juncker") articolato su tre filoni tra loro interconnessi che prevedono rispettivamente:

- 1) la mobilitazione di 315 miliardi di euro di investimenti in tre anni, al fine di massimizzare l'utilizzo delle risorse pubbliche e sbloccare gli investimenti privati;
- 2) iniziative mirate per garantire che gli investimenti aggiuntivi soddisfino i bisogni dell'economia reale;
- 3) misure volte a rafforzare la prevedibilità normativa e a rimuovere gli ostacoli agli investimenti, per rendere l'Europa più attraente e moltiplicare, di conseguenza, gli effetti del piano.

Nell'ambito dei primi due filoni, il piano di investimenti per l'Europa viene varato congiuntamente dalla Commissione Europea e dalla Banca Europea per gli Investimenti

(BEI) con l'obiettivo di coinvolgere gli stakeholder a tutti i livelli. L'elemento cardine per la mobilitazione delle risorse finanziarie necessarie è rappresentato dal Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), che promuove gli investimenti in progetti di infrastrutture e nelle piccole e medie imprese (PMI). Nell'ambito del bilancio dell'Unione viene costituita, a sostegno del FEIS, una garanzia di 16 miliardi di euro. La BEI, invece impegna 5 miliardi di euro. Secondo le stime della Commissione Europea, il fondo dovrebbe assicurare un effetto moltiplicatore complessivo di 1 a 15 in termini di investimenti nell'economia reale grazie alla sua capacità di "finanziare il rischio iniziale" (il che spiega il raggiungimento dell'obiettivo dei 315 miliardi di euro), consentendo così di attrarre ulteriori investitori (cfr. Figura 1).

Figura 1 – Il Fondo europeo per gli investimenti strategici



* Garanzia del 50% = 8 mrd di EUR provenienti: dal Meccanismo per collegare l'Europa (3,3), da Orizzonte 2020 (2,7) e dalla riserva di bilancio (2)
 ** Al netto dei contributi iniziali dell'UE utilizzati come garanzia: 307 mrd di EUR

Fonte: Commissione Europea

A luglio 2017, i finanziamenti del FEIS hanno potuto mobilitare 225,3 miliardi di euro ossia il 72% dell'importo-obiettivo¹.

¹ Il 6 dicembre 2016 il Consiglio UE ha approvato la sua posizione su una proposta volta a estendere il FEIS in termini sia di durata che di capacità finanziaria, con una mobilitazione di investimenti pari ad almeno 500 miliardi di euro da qui al 2020. Cfr. Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 1316/2013 e (UE) 2015/1017 per quanto riguarda la proroga del Fondo europeo per

Il terzo filone del Piano Juncker si muove lungo due direttrici, da una parte migliorare la regolamentazione evitando di creare oneri aggiuntivi (c.d. “sovraregolamentazione”), dall’altra, creare un’Unione dei mercati dei capitali (*Capital Markets Union - CMU*) con l’obiettivo di ridurre progressivamente la frammentazione dei mercati finanziari dell’Unione Europea. L’Unione dei mercati dei capitali rappresenta dunque il volano attraverso il quale dispiegare nel medio-lungo termine il piano Juncker.

Come viene ricordato nel “Libro verde” sulla costruzione dell’Unione dei mercati dei capitali², il principio della libera circolazione dei capitali è stato sancito dal trattato di Roma più di cinquant’anni fa. Si tratta di una delle libertà fondamentali dell’Unione Europea e dovrebbe essere il fulcro del mercato unico. Eppure, nonostante i progressi compiuti, si osservano tutt’oggi mercati dei capitali ancora segmentati, organizzati su base nazionale e poco sviluppati rispetto ad altri Paesi extra-UE.

Nella visione del legislatore europeo, le fonti di finanziamento alternative al settore bancario –ampiamente utilizzate in altre aree del mondo – dovrebbero avere un ruolo di maggiore rilievo nel sostegno alle imprese, in particolare PMI e start-up, che hanno difficoltà a raccogliere fondi. La diversificazione delle fonti di finanziamento non solo favorirebbe gli investimenti e l’attività economica, ma risulterebbe anche essenziale per la stabilità finanziaria, poiché attenuerebbe l’impatto di potenziali problemi del settore bancario sulle imprese e sul loro accesso ai finanziamenti. Per questo motivo, l’Unione dei mercati dei capitali, oltre a essere una fondamentale componente del Piano Juncker, costituisce altresì un elemento essenziale dei lavori per il completamento dell’Unione economica e monetaria europea.

Nel piano di azione per la costruzione dell’Unione dei mercati dei capitali³, presentato nel 2015, sono state individuate cinque aree prioritarie:

1. Ampliamento delle fonti di finanziamento per imprese e PMI europee;
2. Definizione di un contesto normativo adeguato per gli investimenti sostenibili a lungo termine e per il finanziamento delle infrastrutture;
3. Incremento delle scelte di investimento per gli investitori *retail* e istituzionali;
4. Rafforzamento della capacità delle banche di erogare prestiti;
5. Riduzione degli ostacoli transfrontalieri e sviluppo dei mercati dei capitali.

gli investimenti strategici e il potenziamento tecnico di tale Fondo e del polo europeo di consulenza sugli investimenti. 2016/0276 (COD).

² Libro verde. Costruire un’Unione dei mercati dei capitali. COM(2015) 63 final del 18 febbraio 2015

³ Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali. COM(2015) 468 final del 30 settembre 2015

Nell'ambito di ciascuna di queste aree sono state avviate una serie coordinata di iniziative legislative con l'obiettivo di fornire un quadro normativo favorevole al raggiungimento dei relativi scopi⁴.

Tra le principali iniziative si annoverano:

- la modernizzazione della direttiva sul prospetto informativo al fine di rendere meno onerosa la raccolta delle imprese presso il pubblico, riesaminando gli ostacoli normativi alla quotazione delle piccole imprese nei mercati dei capitali e sostenendo le attività di quotazione di queste tramite strutture di consulenza;
- il lancio di misure a sostegno del *venture capital* stimolando gli investimenti privati attraverso fondi di fondi paneuropei, una specifica riforma normativa e la promozione delle migliori prassi in materia di incentivi fiscali;
- la promozione di forme innovative di finanziamento delle imprese, quale il *crowdfunding*, il collocamento privato (*private placement*) e i fondi che concedono prestiti;
- la revisione delle calibrature previste dalla Solvency II⁵ per rispecchiare meglio il rischio reale degli investimenti infrastrutturali e, successivamente, riesaminare le disposizioni sulle esposizioni delle banche verso progetti infrastrutturali nel quadro del regolamento sui requisiti patrimoniali⁶;
- la valutazione dell'impatto cumulativo delle riforme normative per assicurare coerenza e uniformità, nel quadro dell'iniziativa della Commissione Europea per una migliore regolamentazione⁷;
- la ricerca delle opportune modalità per aumentare la concorrenza nei servizi finanziari e assicurativi al dettaglio prestati a livello transfrontaliero;
- l'ampliamento delle opzioni di risparmio a fini pensionistici e la creazione di un mercato per le pensioni private individuali;
- un nuovo impulso a cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate a livello europeo, al fine di liberare capacità nei bilanci delle banche europee e fornire opportunità di investimento agli investitori a lungo termine⁸;

⁴ Per un quadro aggiornato delle iniziative si veda: Concretizzare il programma del mercato unico per l'occupazione, la crescita e gli investimenti. COM(2016) 361 final del 1 giugno 2016

⁵ Direttiva 2009/138/CE in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione

⁶ Cfr. Pacchetto di riforma del settore bancario dell'UE del 23 novembre 2016

⁷ Cfr. Call for evidence: EU regulatory framework for financial services del 30 settembre 2015

- l'esame di una possibile esenzione per le cooperative di credito locali (*Credit Union*) dall'applicazione delle norme sui requisiti patrimoniali delle banche;
- un quadro paneuropeo per le obbligazioni garantite (*covered bond*), basato su regimi nazionali più efficienti⁹;
- l'iniziativa in materia di insolvenza delle imprese, rimuovendo gli ostacoli più importanti alla libera circolazione dei capitali;
- la rimozione dell'incertezza legata alla proprietà degli strumenti finanziari e il miglioramento dei meccanismi di compensazione e regolamento delle operazioni transfrontaliere sui titoli;
- la collaborazione con le autorità europee di vigilanza (ESA)¹⁰ per elaborare e attuare una strategia di rafforzamento della convergenza in materia di vigilanza, individuando gli ambiti di una maggiore cooperazione per un migliore funzionamento del mercato unico dei capitali¹¹.

Il piano d'azione così disegnato pone le basi per realizzare, nelle aspettative della Commissione Europea entro il 2019, un'Unione dei mercati dei capitali funzionante, integrata ed estesa a tutti gli Stati membri.

Come si è detto, particolare attenzione nel progetto di costituzione del mercato unico dei capitali riveste il finanziamento delle PMI e delle start-up. L'Unione Europea infatti riconosce a queste imprese un ruolo fondamentale per promuovere la crescita economica pur ammettendo che i canali di finanziamento per tali imprese (soprattutto quelle in crescita), che intendono raccogliere capitale proprio o trovare altre forme di credito al di fuori del sistema bancario, non sono sufficientemente sviluppati. Infatti più del 75% dei finanziamenti di queste imprese è costituito da prestiti bancari. L'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe servire ad ampliare il ventaglio delle opzioni di finanziamento integrando la varietà crescente delle nuove forme di finanziamento non bancario che spaziano dalle piattaforme di prestiti e di donazione, alla cessione dei crediti commerciali da parte delle imprese, ai prestiti tra pari (*peer-to-peer lending*), al *crowdfunding* o al sostegno da parte di investitori informali (c.d. *business angels*). Il

⁸ Cfr. Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce norme comuni sulla cartolarizzazione, instaura un quadro europeo per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate del 30 settembre 2015 (2015/0226 (COD))

⁹ Cfr. Public consultation on covered bonds in the European Union del 30 settembre 2015

¹⁰ Le tre Autorità che compongono le ESAs (*European Supervisory Authorities*) sono: EBA - European Banking Authority, ESMA - European Securities and Markets Authority, EIOPA - European Insurance and Occupational Pensions Authority

¹¹ Tra gli altri, cfr. ESMA, 2017 Supervisory Convergence Work Programme del 9 febbraio 2017

crowdfunding, in particolare, è in rapida crescita in alcuni Stati. Ad oggi risultano attive oltre 500 piattaforme, che offrono diversi servizi nell'Unione Europea¹².

Uno dei principali ostacoli ai finanziamenti non bancari è rappresentato dal “deficit di informazione” tra PMI e investitori. E i costi per la ricerca e l'ottenimento delle informazioni possono impedire ai potenziali investitori di individuare e valutare imprese promettenti in cui investire. Vi è la necessità, da un lato, di informare maggiormente le piccole imprese sulle opzioni di finanziamento a loro disposizione e, dall'altro, di aumentare la visibilità delle stesse agli occhi dei potenziali investitori nazionali ed europei.

L'offerta pubblica di titoli di debito o strumenti di capitale costituisce la principale via di finanziamento delle medie (e grandi) imprese che intendono raccogliere importi superiori ai 50 milioni di euro. Sebbene i mercati europei si siano sviluppati in modo considerevole negli ultimi decenni sono ancora in ritardo rispetto ad altre economie sviluppate. Per le imprese, la porta di ingresso a tali mercati è il prospetto informativo che, notoriamente, è un documento contenente le informazioni di cui gli investitori hanno bisogno per adottare consapevoli decisioni di investimento. Informazioni, oltre che sui titoli oggetto di offerta, sulla società emittente quali, ad esempio, l'attività, la situazione finanziaria e l'assetto azionario. Si tratta quindi non solo di uno strumento chiave per le imprese che desiderano raccogliere capitali, ma anche una fonte di informazioni fondamentale per gli eventuali investitori. In tale ambito, con l'obiettivo di semplificare le norme e di snellire le relative procedure amministrative, nonché di rendere l'accesso delle piccole imprese ai mercati dei capitali più semplice e meno costoso, è stato approvato un nuovo regolamento che va a modernizzare l'attuale disciplina sul prospetto¹³. Tra le principali novità, in questa sede si segnala:

- l'aggiornamento delle disposizioni relative ai casi in cui è necessario produrre un prospetto;
- la riduzione delle informazioni obbligatorie da riportare nel prospetto;
- la semplificazione delle emissioni secondarie per le imprese quotate;
- l'introduzione di un processo di approvazione rapido per gli emittenti frequenti;
- la creazione di un regime semplificato in materia di redazione del prospetto per le PMI e per le emissioni di modesta entità da parte di imprese non quotate;
- l'istituzione di un unico punto di accesso online per tutti i prospetti dell'Unione Europea.

¹² Stima basata sui dati provenienti da 22 Stati membri dell'UE nel 2014. Fonte: Crowdsurfer Ltd e Ernst & Young LLP - Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, 2015.

¹³ Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato del 14 giugno 2017.

In generale, una migliore circolazione delle informazioni passa anche per un più efficiente sistema di trasparenza delle negoziazioni. In tale direzione si deve leggere l'istituzione da parte della MiFID II¹⁴ di un sistema consolidato di pubblicazione delle informazioni post-negoziazione (CTP - *consolidated tape provider*) sia per gli strumenti di capitale, che per gli strumenti finanziari simili agli strumenti di capitale (*equity-like*), nonché per gli strumenti “non-equity”¹⁵. In tale contesto, infatti, per le autorità di regolamentazione e i partecipanti al mercato sarà più facile ottenere una visione più chiara del mercato, il che dovrebbe rendere i mercati dei capitali dell'Unione Europea più interessanti agli occhi di un ampio spettro di investitori.

Un quadro regolamentare che rafforza la trasparenza delle informazioni e fornisce certezze sulle regole di condotta degli intermediari, facendo riacquistare la fiducia nei mercati, non può che risultare una forza attrattiva per gli investimenti. Oggi gli investitori *retail* in Europa detengono nei conti bancari risparmi considerevoli, ma rispetto al passato sono coinvolti in maniera meno diretta nei mercati dei capitali. Le norme contenute nella MiFID II, nel regolamento sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPs)¹⁶ e nella direttiva in materia di distribuzione assicurativa (c.d. IDD)¹⁷ introducono importanti cambiamenti in tema di trasparenza dei prodotti finanziari e consulenza in materia di investimenti. L'incremento del collocamento *online* dei prodotti d'investimento e l'emergere di nuove soluzioni *fintech* offrono l'opportunità di sviluppare nuovi servizi di consulenza e piattaforme di distribuzione ad accesso libero. Al riguardo, tuttavia, si pone il tema di assicurare che tali cambiamenti siano adeguatamente accompagnati da una valutazione critica delle soluzioni di investimento proposte e dei risultati ottenuti.

Infine, il tema previdenziale. La sfida rimane la medesima da anni: essere finanziariamente sostenibili e allo stesso tempo assicurare ai cittadini europei un reddito adeguato durante la pensione. Le tendenze demografiche non aiutano, infatti queste prevedono che la percentuale di lavoratori che sostengono quelli in pensione si dimezzerà da una media odierna di quattro, a solo due, entro il 2060¹⁸. In tale contesto, le pensioni private individuali rivestono un ruolo chiave. Esse, infatti, aiutano le

¹⁴ Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari del 15 maggio 2014.

¹⁵ “*In particolare, i CTP garantiscono che i dati forniti siano consolidati per tutti i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione, i sistemi organizzati di negoziazione e gli APA, nonché per gli strumenti finanziari che saranno specificati nelle norme tecniche di regolamentazione. Tali informazioni devono essere consolidate in un flusso continuo di dati elettronici e rese pubbliche quanto più possibile in tempo reale, nella misura in cui ciò sia tecnicamente praticabile, e a condizioni commerciali ragionevoli. Le informazioni devono essere comunicate gratuitamente 15 minuti dopo la pubblicazione.*” F. Scacchi, G. Zaghini. MiFID II - I servizi di comunicazione dati: APA, ARM e CTP in Diritto Bancario, Settembre 2015.

¹⁶ Regolamento (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati del 26 novembre 2014.

¹⁷ Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa del 20 gennaio 2016.

¹⁸ Capital Markets Union: action on a potential EU personal pension framework. Documento di consultazione del 27 luglio 2016.

famiglie a risparmiare per la pensione e acquisire familiarità con i mercati dei capitali. Inoltre, collegano i risparmiatori a lungo termine con le opportunità di investimento a lungo termine, aiutando ad affrontare le sfide demografiche dell'invecchiamento della popolazione, garantendo un'integrazione alle pensioni pubbliche o professionali e tassi di sostituzione adeguati in futuro. Per tale motivo, al fine di ampliare la gamma degli strumenti per il risparmio previdenziale, il 29 giugno 2017 la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di Regolamento sul "prodotto pensionistico individuale paneuropeo" (c.d. PEPP) aggiungendo così un importante tassello alla costituzione dell'Unione dei mercati dei capitali¹⁹.

¹⁹ Cfr. Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP) 2017/0143 (COD) del 29 giugno 2017. Per una prima disanima si veda: A. Camedda. Regolamento PEPP (*Pan-European Personal Pension product*). Linee essenziali della proposta della Commissione europea in *Diritto Bancario*, Settembre 2017.