COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 27.3.2014
COM(2014) 168 final

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO EUROPEO

sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea

{SWD(2014) 105 final}

1. INTRODUZIONE

1.1 Contesto economico

La crisi economica e finanziaria ha influenzato la capacità del settore finanziario di incanalare fondi verso l'economia reale, in particolare verso l'investimento a lungo termine. La pesante dipendenza dall'intermediazione bancaria, combinata con la riduzione della leva finanziaria delle banche e la riduzione della fiducia degli investitori, ha ridotto il finanziamento di tutti i settori dell'economia. L'Unione ha agito con determinazione per invertire questa tendenza e ristabilire le condizioni necessarie per livelli sostenibili di crescita e investimento. Le finanze pubbliche sono state risanate e sono state poste in essere procedure volte a migliorare il coordinamento delle politiche di bilancio ed economiche. La BCE ha agito con fermezza per ristabilire la fiducia dei mercati, e la creazione dell'Unione bancaria ha contribuito a ridurre la frammentazione finanziaria e a ristabilire la fiducia nell'area dell'euro.

Per trarre vantaggi da questi miglioramenti occorrono investimenti a lungo termine su cui possa fondarsi una crescita intelligente, sostenibile ed inclusiva. Essenziale per garantire che l'Europa proceda su un sentiero di crescita sostenibile sarà la capacità del sistema finanziario di incanalare fondi verso gli investimenti a lungo termine.

1.2 Fabbisogno di finanziamento a lungo termine

Il finanziamento a lungo termine presenta alcune caratteristiche fondamentali[1]:

- finanzia attività *produttive* che sostengono la crescita riducendo i costi, diversificando i mezzi di produzione e creando posti di lavoro in modo intelligente, sostenibile e inclusivo;
- comporta *pazienza*, in quanto gli investitori tengono conto dei risultati e dei rischi dei loro investimenti a lungo termine, anziché delle fluttuazioni dei prezzi a breve termine. Quest'ottica di lungo termine agisce dunque in senso anticiclico e contribuisce alla stabilità finanziaria;
- comporta *impegno*, in quanto gli investitori tengono conto di aspetti di più lungo termine, quali le questioni ambientali, sociali e di governance, nelle loro strategie di investimento.

Le infrastrutture e le PMI danno un contributo fondamentale alla crescita sostenibile. Infrastrutture di alta qualità migliorano la produttività del resto dell'economia, favorendo la crescita e agevolando l'interconnessione del mercato interno. Il fabbisogno di investimenti per le reti infrastrutturali dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni rilevanti a livello dell'UE è stimato in mille miliardi di euro di qui al 2020[2]. Si renderanno necessari significativi investimenti anche nel capitale umano[3] e nella R&S, nelle nuove tecnologie e nell'innovazione, nell'ambito della strategia Europa 2020 e del pacchetto "clima ed energia" 2030[4].

---

[1] Termini introdotti dall'OCSE in "Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies", 2011, http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf.

[2] Connecting Europe Facility: circa 500 miliardi di euro nei trasporti, 200 miliardi nel settore energetico e 270 miliardi nelle reti a banda larga (http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf).

[3] Cfr il pacchetto sugli investimento sociali, COM (2013)83 del 20.2.2013.

[4] Comunicazione relativa al quadro per le politiche dell'energia e del clima per il periodo dal 2020 al 2030, http://ec.europa.eu/energy/doc/2030/com_2014_15_en.pdf.

Le PMI rappresentano circa due terzi dell'occupazione e quasi il 60% del valore aggiunto dell'UE; danno un contributo significativo alla crescita del PIL in virtù del loro peso complessivo nonché della capacità di innovare, crescere e creare occupazione.

Il clima d'incertezza e avversione al rischio creato dalla crisi finanziaria ed economica ha inciso sia sulla domanda che sull'offerta di finanziamenti. Dal lato della domanda, si è assistito alla riduzione della domanda da parte delle PMI, dei partenariati pubblico-privato e di altri progetti di investimento che necessitano di finanziamenti a lungo termine, il che porta a un livello sub-ottimale di investimento e finanziamento a lungo termine. Dal lato dell'offerta, la crisi ha determinato un aumento dell'avversione al rischio e la conseguente preferenza per la liquidità che, sommata alla riduzione della leva finanziaria, ha inciso sulla capacità dell'economia di finanziarsi tramite strumenti a lunga scadenza. I livelli sub-ottimali di finanziamento a lungo termine riflettono anche fallimenti di mercato e inefficienze nella catena dell'intermediazione[5].

Affrontare tali questioni è una priorità per l'Europa. La capacità dell'economia di rendere disponibili finanziamenti a lungo termine, rafforzando la competitività dell'economia e dell'industria europee, dipende dalla sua capacità di incanalare il risparmio tramite un settore finanziario aperto, sicuro e competitivo. Essenziali a tal fine sono la certezza del diritto e la fiducia degli investitori.

1.3 Libro verde e consultazione pubblica sul finanziamento a lungo termine

Il 25 marzo 2013 la Commissione Europea ha adottato un Libro verde sul finanziamento a lungo termine, avviando un ampio dibattito sui diversi fattori che determinano la capacità dell'economia europea di attrarre i fondi occorrenti per sostenere e accelerare la propria ripresa. Il Libro verde mirava a esaminare come si possano indirizzare più efficacemente i risparmi di governi, imprese e famiglie verso l'obiettivo di soddisfare il fabbisogno di investimenti a lungo termine.

La consultazione basata sul Libro verde è stata accolta molto positivamente dalle parti interessate e ha ricevuto 292 risposte fornite da tutti i segmenti dell'economia[6]. Le parti interessate hanno a grande maggioranza sostenuto che è necessario ampliare le fonti di finanziamento a lungo termine in Europa, riconoscendo peraltro l'importante ruolo che le banche continueranno a svolgere, specialmente a favore delle PMI. Pur sottolineando la grande importanza di un contesto normativo ben definito e stabile, molte parti interessate hanno altresì segnalato l'esigenza che le riforme della regolamentazione siano meglio calibrate, in modo da tenere conto degli obiettivi di finanziamento a lungo termine.

1.4 Altre iniziative europee e internazionali

Il dibattito sul finanziamento a lungo termine ha suscitato una vasta eco in ambito europeo e internazionale. Il comitato economico e finanziario ha istituito un gruppo di esperti di alto livello, il quale ha pubblicato la sua relazione nel dicembre 2013[7], focalizzata sui temi delle PMI e delle infrastrutture. Il Parlamento europeo ha adottato il 26 febbraio 2014 una risoluzione[8] riguardante il finanziamento a lungo termine dell'economia europea. Tale risoluzione comprende molte questioni trattate nella presente comunicazione.

---

[5] Per una spiegazione particolareggiata, cfr. il documento di lavoro dei servizi della Commissione che accompagna il Libro verde sul finanziamento a lungo termine: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF.

[6] Per un sommario particolareggiato delle risposte non confidenziali, cfr. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf.

[7] http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf

[8] http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175(INI)&l=en

A livello internazionale il G20 ha adottato nel settembre 2013 un piano di lavoro sul finanziamento degli investimenti[9] e ha istituito un gruppo di lavoro incaricato di elaborare ulteriormente il tema del finanziamento a lungo termine. L'OCSE ha sviluppato principi di alto livello per gli investitori istituzionali che si impegnano in attività di finanziamento a lungo termine[10].

***

In questo contesto e sulla base della consultazione imperniata sul Libro verde, la presente comunicazione presenta un insieme di azioni concrete. Sviluppare e diversificare le modalità di finanziamento dell'investimento a lungo termine è un compito complesso e multidimensionale, che non può essere affrontato con azioni singole o con la "bacchetta magica", ma soltanto con una molteplicità di risposte e iniziative. Le azioni proposte nella presente comunicazione si concentrano su i) la mobilitazione delle fonti private di finanziamento a lungo termine, ii) il miglioramento dell'utilizzazione dei finanziamenti pubblici, iii) lo sviluppo dei mercati dei capitali, iv) il miglioramento dell'accesso delle PMI ai finanziamenti, v) il modo di attrarre finanziamenti privati nel settore delle infrastrutture e vi) il miglioramento del contesto generale a favore della sostenibilità dei finanziamenti.

Oggi la Commissione presenta anche, insieme alla presente comunicazione:

- la proposta di rivedere la direttiva relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (IORP), onde sostenere l'ulteriore sviluppo degli enti pensionistici aziendali o professionali, che rappresentano un importante gruppo di investitori istituzionali a lungo termine nell'UE;
- una comunicazione sul crowd funding, una fonte crescente di finanziamento delle PMI.

2. MOBILITAZIONE DELLE FONTI PRIVATE DI FINANZIAMENTO A LUNGO TERMINE

Importanza cruciale rivestono il sostegno di forme responsabili di prestito bancario e la promozione delle fonti non bancarie di finanziamento, quali gli investitori istituzionali, compresi imprese di assicurazione, fondi pensionistici, fondi di investimento tradizionali o alternativi, fondi o fondazioni sovrani: mentre le banche continueranno a svolgere un ruolo significativo, la diversificazione dei finanziamenti è importante nel breve periodo per accrescere la disponibilità di finanziamenti, come pure nel lungo periodo per aiutare l'economia europea ad affrontare meglio le crisi future.

Banche

Nel contesto del regolamento dei requisiti patrimoniali (CRR) e della direttiva sui requisiti patrimoniali IV (CRD IV)[11] che entrano gradualmente in applicazione a partire dal gennaio 2014, le banche sono obbligate a detenere livelli più elevati di capitale, migliorando così la propria capacità di assorbire perdite potenziali. L'appropriatezza dei requisiti previsti dal CRR per il finanziamento a lungo termine sarà valutata dalla Commissione in due fasi, nel 2014 e nel 2015.

[9] Cfr. http://en.g20russia.ru/news/20130906/782782178.html.
[10] Cfr. http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf.
[11] Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 e direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

Le banche saranno altresì assoggettate a nuovi requisiti di gestione della liquidità per consentire loro di assorbire improvvisi shock di liquidità. Anche se probabilmente questa misura accrescerà la fiducia nel sistema finanziario, si è affermato che il rafforzamento delle norme in materia di liquidità può avere un impatto sulla capacità delle banche di concedere prestiti a lunga scadenza. L'attuazione del coefficiente di copertura della liquidità (LCR, un coefficiente di liquidità con un orizzonte temporale di un mese) in Europa e le discussioni internazionali in corso sulla definizione del coefficiente netto di finanziamento stabile (NSFR, un coefficiente di liquidità con un orizzonte temporale di un anno) devono trovare il giusto equilibrio fra l'esigenza di migliorare la resistenza del settore bancario agli shock di liquidità e quella di evitare restrizioni eccessive sulla trasformazione delle scadenze, che scoraggiano il finanziamento a lungo termine[12]. Inoltre il CRR prevede la graduale attuazione dell'LCR e dispone che la presentazione di qualsiasi proposta legislativa relativa all'NSFR debba essere preceduta da un lungo periodo di osservazione.

Le riforme del sistema bancario e, in particolare, la creazione dell'Unione bancaria sono cruciali per il ripristino della fiducia nel settore finanziario e per la riduzione dell'attuale frammentazione del mercato che incide in particolare sul finanziamento delle PMI. Una volta completate queste riforme, i mutuatari e gli investitori beneficeranno di un mercato più ampio, più spesso e soggetto a forme migliori di regolamentazione e vigilanza.

Anche la recente proposta di riforma strutturale del settore bancario europeo[13] riveste importanza, giacché mira a salvaguardare attività finanziarie essenziali, quali la concessione di prestiti all'economia, separandole dalle rischiose attività di negoziazione. Ciò porrà inoltre un freno alle attuali pratiche di sovvenzionamento incrociato delle attività di negoziazione per mezzo dei depositi, accrescendo così gli incentivi delle banche a prestare all'economia reale.

Azioni

- La Commissione preparerà le relazioni sull'appropriatezza dei requisiti di cui al CRR relativi al finanziamento a lungo termine entro il 2014[14] e il 2015[15].
- Nel preparare l'atto delegato relativo all'LCR[16] (previsto per la prima metà del 2014) e la calibrazione finale dell'NSFR[17], la Commissione terrà pienamente conto dell'esigenza di non limitare indebitamente il finanziamento a lungo termine da parte delle banche. Inoltre ci si dovrà avvalere dell'intero periodo di monitoraggio previsto dal CRR per ovviare alle potenziali conseguenze non intenzionali della nuova normativa in materia di liquidità per gli investimenti a lungo termine.

Imprese di assicurazione

Gli investitori istituzionali, quali le imprese di assicurazioni, sono fornitori appropriati di finanziamenti a lungo termine. Per quanto l'investimento degli investitori istituzionali in attività meno liquide, come quelle collegate all'infrastruttura, sia limitato, la ricerca di

[12] Cfr il considerando 100 del regolamento n. 575/2013.
[13] COM/2014/043.
[14] Articolo 505: Entro il 31 dicembre 2014 la Commissione presenta una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio, corredata di eventuali proposte appropriate, in merito all'"adeguatezza degli obblighi del presente regolamento alla luce della necessità di assicurare livelli adeguati di finanziamento per tutte le forme di finanziamento a lungo termine per l'economia, compresi progetti infrastrutturali critici nell'Unione nel settore dei trasporti, dell'energia e delle comunicazioni".
[15] Articolo 516: Entro il 31 dicembre 2015 la Commissione presenta una relazione sull'impatto del presente regolamento sullo stimolo agli investimenti a lungo termine nell'infrastruttura a favore della promozione della crescita.
[16] Articolo 460 del CRR.
[17] Articolo 510, paragrafo 3 del CRR.

rendimenti più elevati in contesti di bassi tassi d'interesse sta accrescendo la loro propensione verso tali attività.

La direttiva solvibilità II[18], applicabile dal 1°gennaio 2016, abrogherà talune disposizioni esistenti attualmente negli Stati membri che sono di ostacolo agli investimenti, segnatamente per le classi di attività meno liquide. Le imprese di assicurazione saranno libere di investire in qualsiasi tipo di attività nel rispetto del principio della "persona prudente", in base al quale dovrebbero essere in grado di "identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e comunicare adeguatamente"[19] i rischi associati a tali attività.

Si è affermato che il rafforzamento dei requisiti patrimoniali volto a catturare tutti i rischi quantificabili, compreso il rischio di mercato (che non era stato preso in considerazione nel regime solvibilità I vigente in precedenza) può influenzare il comportamento e la prospettiva a lungo termine delle imprese di assicurazione in quanto investitori istituzionali[20]. Per questo motivo, nel settembre 2012 la Commissione ha chiesto all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) di esaminare se la calibrazione e la struttura dei requisiti patrimoniali necessitino di qualche adeguamento, fatta salva l'efficacia prudenziale del regime, specie per quanto concerne gli investimenti nelle infrastrutture, nelle PMI e nelle imprese sociali (compresa la cartolarizzazione dei debiti finalizzata a tali scopi). L'analisi dell'EIOPA è stata presentata nel dicembre 2013[21]. Essa raccomanda criteri volti a definire le cartolarizzazioni di alta qualità e delinea un trattamento più favorevole di tali strumenti, alleggerendone i fattori di stress[22]. Si tratta di un passo fondamentale del più ampio programma volto a favorire i mercati della cartolarizzazione sostenibile (*cfr. il paragrafo 4 sulla cartolarizzazione*). La Commissione terrà conto dell'ultima relazione dell'EIOPA nel formulare i pertinenti atti delegati relativi alla direttiva solvibilità II, compresi i possibili adeguamenti del trattamento di classi di attività diverse dalla cartolarizzazione (infrastrutture, PMI e imprese sociali), di cui all'originario mandato conferito all'EIOPA.

Inoltre la direttiva Omnibus II[23] introdurrà nella direttiva solvibilità II misure destinate specificamente a rafforzare gli attuali incentivi ad allineare le passività e le attività a lungo termine e a detenere queste ultime fino alla scadenza. L'elenco delle attività ammissibili ai fini dell'adeguamento dell'allineamento è stato ampliato in modo da includervi fondamentali investimenti a lungo termine, come l'emissione di obbligazioni per il finanziamento di progetti infrastrutturali.

Azioni

[18] Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II).
[19] Articolo 132 della direttiva solvibilità II.
[20] I requisiti patrimoniali sono soltanto uno dei fattori di decisione dell'investimento, insieme ai regimi fiscali, ai principi contabili o alla scarsa esperienza degli assicuratori in fatto di prodotti meno liquidi.
[21] Cfr. https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf.
[22] Diversamente dal settore bancario, i requisiti patrimoniali dipendono dal profilo di rischio di ciascun assicuratore e sono molto più bassi dei fattori di stress, poiché il calcolo non si basa esclusivamente sui fattori. I requisiti patrimoniali corrispondono alla potenziale perdita degli assicuratori in condizioni di stress del mercato, tenuto conto di una serie di fattori di attenuazione specifici di ciascuna impresa di assicurazione (riduzione dei future bonus agli assicurati, crediti d'imposta differiti, hedging, diversificazione del rischio fra più fonti, ecc.). Sulla base dei più recenti studi d'impatto quantitativo a livello europeo, la Commissione stima che i requisiti patrimoniali relativi alla copertura del rischio di mercato di una tipica impresa di assicurazione vita con passività a lungo termine siano da due a tre volte più bassi dei fattori di stress per ciascun tipo di investimento.
[23] Una direttiva proposta nel 2011 (COM 2011/0008) per adattare la direttiva solvibilità II al nuovo quadro normativo per le misure di esecuzione introdotto dal trattato di Lisbona, nonché alla creazione dell'EIOPA.

- La Commissione intende adottare al più tardi nel settembre 2014 l'atto delegato per la direttiva solvibilità II, compresa una serie di incentivi atti a stimolare l'investimento a lungo termine delle imprese di assicurazione.

Fondi pensione

I fondi pensione sono investitori istituzionali con passività a lungo termine. In quanto tali, sono investitori capaci di essere "pazienti". La Commissione apprezza che i fondi pensione si stiano orientando in misura crescente verso investimenti alternativi, quali il private equity e il finanziamento delle infrastrutture, per diversificare i portafogli ed ottenere rendimenti più elevati[24]. La proposta IORP 2 adottata oggi potrebbe contribuire ad accrescere il volume degli investimenti a lungo termine da parte dei fondi pensioni aziendali o professionali limitando la possibilità degli Stati membri di restringere taluni tipi di investimento a lungo termine.

Oltre ai fondi pensione aziendali o professionali, anche i prodotti pensionistici personali sono suscettibili di favorire gli investimenti a lungo termine. Nel novembre 2012 la Commissione ha invitato l'EIOPA a preparare un parere tecnico sullo sviluppo di un quadro normativo a livello dell'UE per le attività e la vigilanza degli schemi pensionistici personali[25]. Ciò darebbe l'opportunità di mobilitare una maggiore quantità di risparmio per finanziare gli investimenti a lungo termine, favorendo così sia l'adeguatezza del reddito pensionistico che la crescita economica. All'EIOPA è stato chiesto di considerare almeno due approcci: i) sviluppare regole comuni per consentire lo svolgimento di attività transfrontaliere degli schemi pensionistici personali; oppure ii) sviluppare un 29° regime in cui le norme unionali non sostituiscono quelle nazionali ma rappresentano un'alternativa facoltativa ad esse. L'EIOPA ha fornito un rapporto preliminare sui prodotti pensionistici personali nel febbraio 2014.

Azioni

- Nella seconda metà del 2014 la Commissione chiederà all'EIOPA di fornire un parere esauriente, mirato alla creazione di un mercato unico dei prodotti pensionistici personali, onde mobilitare un volume potenzialmente maggiore di risparmio legato ai fondi previdenziali personali e orientato al finanziamento a lungo termine.

Conti di risparmio privati

Alcune parti interessate hanno collaborato con gli autori del Libro verde a esaminare i modi per accrescere i flussi transfrontalieri di risparmio, anche tramite l'introduzione di un conto di risparmio unionale, volto a offrire un quadro standardizzato che stimoli i risparmiatori a contribuire al finanziamento a lungo termine. Tale esercizio prenderebbe innanzitutto in considerazione i modelli nazionali e ne esaminerebbe alcuni aspetti, quali i tassi di remunerazione, la protezione nazionale dei depositi, la complementarità rispetto ai regimi nazionali esistenti, la raccolta dei fondi e i criteri di prestito.

Azioni

- Entro la fine del 2014 i servizi della Commissione eseguiranno uno studio dei possibili fallimenti di mercato e di altre carenze riguardanti i flussi transfrontalieri di risparmio, fra cui una rassegna dei modelli di conti di risparmio nazionali e una valutazione dell'opportunità di introdurre un conto di risparmio unionale.

[24] Ad esempio, una recente indagine OCSE relativa a 86 grandi fondi pensione e fondi di riserva pubblici per le pensioni (http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm) ha trovato che soltanto l'1% delle attività era investito in strumenti non quotati collegati a infrastrutture, contro il 12-15% collocato in altri investimenti alternativi (il resto delle attività era investito in strumenti a reddito fisso, liquidità e azioni quotate).

[25] http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf

3. UTILIZZARE MEGLIO I FONDI PUBBLICI

Il settore pubblico dà un contributo fondamentale alla formazione di capitale lordo sotto forma di investimenti materiali e immateriali. È necessario compiere ulteriori sforzi per garantire una maggiore trasparenza ed efficienza nell'impiego dei fondi pubblici, per massimizzare il rendimento degli investimenti pubblici, il loro contributo alla crescita e la loro capacità di fare da leva per gli investimenti privati. Nel semestre europeo la Commissione continuerà a controllare le politiche fiscali dell'UE-28, compresa la qualità della spesa pubblica e la conformità con la procedura per i disavanzi eccessivi. Occorre in aggiunta eseguire un'ampia disamina che comprenda anche l'attività delle banche di promozione nazionali e delle agenzie di credito all'esportazione.

Banche di promozione nazionali (NPB)

Le banche di promozione nazionali e regionali svolgono un ruolo importante nel catalizzare il finanziamento di lungo termine, insieme a BEI/FEI e altre banche multilaterali di sviluppo (MDB) come la BERS. In anni recenti esse hanno accelerato le proprie attività, nell'intento di controbilanciare la contrazione dei bilanci dei prestatori commerciali. Data la stabilizzazione della situazione economica e la limitata capacità di prestito di tali istituzioni, è necessario concentrarsi sui fallimenti di mercato e sulle operazioni a valore aggiunto. Durante la consultazione sono stati auspicati l'aumento delle iniziative congiunte UE/nazionali o multinazionali e la semplificazione delle procedure di promozione della cooperazione e delle sinergie fra il bilancio dell'UE e BEI/FEI, MDB e NPB, nonché un maggiore coinvolgimento delle NPB nelle politiche dell'UE e nell'accesso ai fondi unionali. Tali politiche comprendono l'ambiente, le esternalità in campo climatico, l'innovazione e lo sviluppo del capitale sociale e umano. Inoltre la questione del coordinamento fra banche multilaterali e NPB è stata ritenuta importante al fine di ottimizzare le sinergie e le complementarità, e di evitare la sovrapposizione delle azioni e la duplicazione dei finanziamenti.

Azioni

- Nel 2014 la Commissione emetterà una comunicazione riguardante le banche di promozione, che fornirà orientamenti sui principi generali; su governance e trasparenza, in quanto fattori fondamentali per garantire la fiducia degli investitori e creare condizioni di finanziamento favorevoli; su aspetti relativi alla vigilanza e alla regolamentazione; e sul ruolo delle NPB nel coinvestimento e nella fornitura di fondi di bilancio dell'UE destinati a sostenere le priorità della politica europea per il 2020 e oltre.
- La Commissione incoraggerà e controllerà la cooperazione delle NPB con BEI/FEI e possibilmente con altre MDB, come richiesto dal Consiglio europeo nel giugno 2013, e riferirà al Consiglio del dicembre 2014.

Agenzie di credito all'esportazione

Le agenzie di credito all'esportazione sono sia investitori che garanti/sottoscrittori del rischio cui è esposto il finanziamento a lungo termine. In quanto tali, esse potrebbero svolgere un importante ruolo di sostegno degli investimenti transfrontalieri nell'UE, nonché delle esportazioni di beni capitali verso l'esterno. Si tratta di un'area in cui le tensioni inerenti al rischio sovrano hanno un impatto immediato sul finanziamento a lungo termine, specie nel caso delle garanzie a lungo termine.

Azioni

- I servizi della Commissione pubblicheranno una relazione sul miglioramento del coordinamento e della cooperazione fra gli attuali regimi nazionali di credito all'esportazione.

4. SVILUPPO DEI MERCATI EUROPEI DEI CAPITALI

In Europa occorre compiere sforzi per diversificare con apposite misure i canali di finanziamento. I mercati dei capitali europei sono relativamente sottosviluppati e attualmente risultano insufficienti a colmare il deficit di finanziamento creato dalla riduzione della leva finanziaria. Occorrono anche strumenti finanziari idonei a consentire ai mercati finanziari di svolgere un attivo ed efficace ruolo di incanalamento dei fondi verso l'investimento a lungo termine, compresi taluni strumenti finanziari innovativi atti a fronteggiare le fondamentali sfide poste dalla crescita sostenibile in Europa, quali le emissioni di obbligazioni a sostegno di progetti nel settore delle infrastrutture, in campo climatico, e ad alto impatto sociale (*si veda il paragrafo 6*).

Mercati azionari e mercati delle obbligazioni societarie

Il finanziamento ad opera del mercato dei capitali ha risentito significativamente della crisi, ma la tendenza al declino risale agli anni '90. Rispetto al periodo anteriore al 1999 il numero delle offerte pubbliche iniziali (IPO) in Europa e negli USA è diminuito di circa cinque volte[26]. Studi effettuati negli USA mostrano inoltre che il tempo che trascorre mediamente prima del lancio dell'IPO è raddoppiato, passando da 4,8 anni all'inizio degli anni '80 a oltre 9 anni a partire dal 2007[27]. Anche tenendo conto della natura ciclica delle IPO queste tendenze sono preoccupanti, specie per quanto concerne la creazione di posti di lavoro, giacché gli stessi studi statunitensi mostrano che il 92% della crescita di un'impresa si verifica successivamente all'IPO. L'istituzione da parte di varie associazioni di mercato di una task force IPO che si occupa di tali questioni è un'iniziativa positiva[28].

All'emissione di obbligazioni societarie ricorrono grandi imprese provviste di rating, con obbligazioni di valore nominale elevato acquistate da istituti finanziari. Negli ultimi anni questo mercato è andato crescendo. Questi strumenti non sono però di regola disponibili per le PMI e le società a media capitalizzazione, sebbene negli ultimi anni siano stati creati diversi mercati di obbligazioni al dettaglio in Germania (il mercato BondM lanciato nel 2010), nel Regno Unito (ORB lanciato nel 2010), in Francia (IBO lanciato nel 2012) e in Italia (ExtraMOT PRO lanciato nel 2013).

Nonostante tali iniziative nazionali, i mercati europei dei capitali, sia azionari che obbligazionari, rimangono frammentati, non risultano sufficientemente attraenti per le PMI e le società a media capitalizzazione, e finanziano bassi livelli di investimenti transfrontalieri in titoli diversi dalle blue chips. Persistono importanti ostacoli quali le differenze nelle normative in materia mobiliare e nel diritto fallimentare.

Azioni

- L'atto delegato della Commissione per la MiFID 2[29] garantirà che i requisiti per i mercati di crescita delle PMI minimizzino gli oneri amministrativi per gli emittenti in tali mercati, mantenendo al tempo stesso elevati i livelli di protezione degli investitori.

[26] Le IPO di Regno Unito, Germania, Francia, Italia e Spagna sono scese da circa 350 all'anno nel periodo 1996-2000 a circa 70 all'anno nel periodo 2008-2012 (cfr. OECD Working Paper "Making Stock Markets Work to Support Economic Growth" http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). Un calo analogo è stato registrato negli USA, da circa 500 IPO all'anno anteriormente al 1999, a circa 100 nel periodo successivo al 1999 (cfr. http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf).

[27] Cfr. http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf.

[28] The Federation of European Securities Exchanges (FESE), EuropeanIssuers and the European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). See http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8.

[29] Secondo l'articolo 35 della direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2004/39/CE (MiFID 2) così come formulata nel testo definitivo di compromesso.

I requisiti in questione comprenderanno la proporzione minima di PMI emittenti in tali mercati, i criteri appropriati per l'ammissione alle contrattazioni, le informazioni agli investitori e l'informativa finanziaria.

- I servizi della Commissione eseguiranno uno studio per stabilire se, a seguito dei miglioramenti introdotti dalla direttiva MiFID II per gli strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale di rischio, siano necessarie ulteriori misure che consentano la creazione di un mercato secondario liquido e trasparente per la contrattazione delle obbligazioni societarie nell'UE.
- La Commissione valuterà le implicazioni e gli effetti delle norme di cui alla direttiva sui prospetti entro la fine del 2015[30], compresa la valutazione del regime di informativa proporzionato per le PMI emittenti e per le imprese con ridotte capitalizzazioni di mercato.
- La Commissione valuterà se i criteri di ammissibilità stabiliti per gli investimenti degli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) possano essere estesi ai titoli quotati nei mercati di crescita delle PMI che dimostrino di possedere certe caratteristiche di liquidità, in vista dell'attuazione del quadro MiFID 2. Se anche i fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF) debbano essere in grado di investire nelle PMI quotate è una questione fondamentale attualmente dibattuta nel contesto della proposta della Commissione relativa ai fondi ELTIF[31]. La proposta della Commissione comprende già le PMI non quotate nell'ambito delle classi di attività che sarebbero ammissibili a investimenti dei fondi ELTIF.

Cartolarizzazione

Le operazioni di cartolarizzazione consentono alle banche di rifinanziare i prestiti aggregando attività e convertendole in titoli attraenti per gli investitori istituzionali. Nella prospettiva delle banche, tali transazioni sbloccano risorse di capitale, aumentando la capacità delle banche di espandere i propri prestiti e finanziare la crescita economica. Per gli investitori istituzionali tali titoli, se di dimensioni sufficienti, offrono l'opportunità di investimenti liquidi in classi di attività in cui essi non investono direttamente, ad esempio PMI o mutui ipotecari.

In passato alcuni modelli di cartolarizzazione erano regolamentati inadeguatamente. Le carenze di questi modelli sono state identificate tempestivamente e affrontate nella conseguente riforma finanziaria attuata dall'UE. I requisiti relativi alla conservazione di una parte del rischio ("skin-in-the-game") sono in essere nel settore bancario unionale dal 2011 e sono stati estesi a tutti i settori finanziari. Inoltre gli obblighi di divulgazione delle informazioni sono stati rafforzati per consentire agli investitori di acquisire una conoscenza completa degli strumenti in cui investono.

Le autorità stanno attuando molte azioni concrete per rendere più uniformi e trasparenti le operazioni di cartolarizzazione, aumentando così la fiducia degli investitori[32]. Occorre che le

[30] Articolo 4 della direttiva 2010/73/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, recante modifica delle direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

[31] Cfr. ad esempio, Parlamento europeo, Kratsa-Tsagaropoulou, progetto di relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine.

[32] Le principali iniziative sono quelle previste dalle disposizioni legislative di cui al regolamento sulle agenzie di rating del credito, che richiedono all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) di

istituzioni e le agenzie dell'UE intensifichino la loro cooperazione e sviluppino sinergie, ad esempio sotto il profilo della standardizzazione dei moduli di segnalazione. Anche le iniziative guidate dall'industria, quali l'attuazione delle norme in materia di etichettatura (*labelling*), contribuiscono alla realizzazione di questi obiettivi.

Nonostante tali misure, sinora questo mercato non ha dato segni sostanziali di ripresa. Ciò dipende in gran parte dallo stigma ancora associato a queste operazioni, nonché dalla loro regolamentazione. Molte parti interessate hanno auspicato che si differenzino i prodotti di cartolarizzazione per fini prudenziali, allo scopo di favorire lo sviluppo di mercati della cartolarizzazione sostenibili. La relazione tecnica dell'EIOPA per la direttiva solvibilità II e la proposta della Commissione di una riforma strutturale del settore bancario introducono una differenziazione per i prodotti di cartolarizzazione di "alta" qualità.

Azioni

- La Commissione si adopererà per differenziare i prodotti di cartolarizzazione di "alta" qualità, al fine di assicurare coerenza fra i settori finanziari e di esplorare la possibilità di una regolamentazione preferenziale compatibile con i principi prudenziali. La Commissione considererà l'ipotesi di introdurre questo approccio nella legislazione comunitaria pertinente per tutti i settori finanziari. La Commissione terrà particolarmente conto dei possibili incrementi futuri della liquidità di una serie di prodotti di cartolarizzazione, a seguito della loro ulteriore differenziazione e standardizzazione.

- La Commissione lavorerà inoltre insieme a organismi internazionali di normazione, in particolare il comitato di Basilea e l'International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) per sviluppare e attuare norme internazionali, specie in materia di conservazione del rischio, di standardizzazione di alta qualità e di trasparenza, onde garantire coerenza ed evitare il ricorso all'arbitraggio regolamentare.

Obbligazioni garantite

Le obbligazioni garantite costituiscono uno strumento standard di finanziamento sul mercato dei capitali coperto da attività di buona qualità. Questo strumento offre agli investitori sicurezza e liquidità rispetto ai titoli senior non garantiti, mentre gli emittenti ne traggono vari benefici, quali l'efficienza in termini di costo e la diversificazione del finanziamento. Benché varie norme dell'UE riguardino le obbligazioni garantite, non esiste in materia un quadro normativo unico armonizzato. In alcuni Stati membri non vigono norme pertinenti. Si è tuttavia verificata una certa convergenza dovuta al fatto che i criteri di ammissibilità per i regimi di requisiti patrimoniali preferenziali del settore bancario sono diventati una norma di mercato ampiamente accettata[33].

Azioni

- La Commissione rivedrà il trattamento delle obbligazioni garantite di cui al CRR entro il 2014[34], nell'ottica di costruire la base di un mercato europeo integrato di tali obbligazioni. La revisione considererà la qualità creditizia, l'idoneità delle garanzie e la trasparenza. Potrà altresì prendere in considerazione il rafforzamento della

istituire un sito web pubblico (CRA3, art. 8b), e dalla centralised European DataWarehouse (EDW) sponsorizzata dalla BCE.

[33] Le disposizioni incluse nella CRD a partire dal 2006 e ora il CRR hanno già introdotto un'importante armonizzazione per quanto concerne la serie di attività ammissibili a copertura delle obbligazioni garantite. Anche per quanto concerne la trasparenza, il CRR ha già fissato uno standard minimo.

[34] Cfr. CRR articolo 503.

vigilanza e gli aspetti connessi all'esecutività dei diritti di prelazione e alla separazione delle attività in caso di fallimento.

- Tenendo conto dei risultati della revisione suddetta, i servizi della Commissione avvieranno uno studio sull'opportunità di introdurre un quadro normativo unionale per le obbligazioni garantite.

Collocamento privato

Il collocamento privato può offrire un'alternativa al prestito bancario e all'emissione pubblica di obbligazioni societarie, ed è potenzialmente in grado di ampliare il volume di mezzi finanziari a disposizione delle imprese di dimensioni medie/grandi non quotate e dei progetti infrastrutturali. Il contesto normativo esistente consente il collocamento privato e taluni Stati membri hanno già sviluppato tali mercati (ad esempio, il mercato "Schuldschein" in Germania e il mercato "Euro PP" in Francia). L'offerta e la domanda relative a questo canale di finanziamento stanno crescendo, come è evidenziato dalla crescita dei rispettivi mercati esistenti nell'UE e dal numero di emittenti europei che accedono al mercato del collocamento privato statunitense[35].

Su scala europea questa attività non è però cresciuta. Fra i motivi vi sono la mancanza di documentazione e di informazioni standardizzate sul merito creditizio degli emittenti e la mancanza di liquidità nel mercato secondario. Poiché le informazioni sul recupero crediti sono particolarmente importanti per gli investitori in questi prodotti, anche le differenze esistenti nel diritto fallimentare europeo sono state citate come ostacoli allo sviluppo di un più ampio mercato transfrontaliero del collocamento privato.

Azioni

- I servizi della Commissione eseguiranno entro il 2014 uno studio volto a individuare i mercati del collocamento privato in Europa in contrapposizione ad altre localizzazioni/pratiche, ad analizzare i fattori determinanti del loro successo e a raccomandare politiche atte a replicare tale successo su scala europea. Saranno anche valutati i potenziali rischi relativi, poiché i mercati del collocamento privato sono, per definizione, meno trasparenti dei mercati pubblici dei capitali e sono altamente illiquidi. Lo studio si baserà sulla consultazione pubblica e sulla valutazione d'impatto eseguita nel 2007/2008[36].

5. MIGLIORARE L'ACCESSO DELLE PMI AL FINANZIAMENTO

A causa della particolare dipendenza dal finanziamento bancario, le PMI hanno risentito con particolare forza degli effetti della crisi. Esse trovano tuttora difficile ottenere prestiti, specie nelle economie periferiche, in parte a causa della frammentazione del settore bancario[37].

[35] Nel 2012, 36 imprese europee (fra le quali 11 di dimensioni particolarmente modeste, con ricavi inferiori a 500 milioni di dollari) ricorsero al mercato USA del collocamento privato, ottenendone quasi 20 miliardi di dollari. Cfr. http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/.

[36] Cfr. http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm.

[37] Cfr. l'indagine della BCE sull'accesso al finanziamento delle PMI nell'area dell'euro, da aprile 2013 a settembre 2013 http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0. Fra le PMI che domandano credito soltanto il 33% ottengono l'intero importo richiesto in Grecia e soltanto il 50% in Spagna e in Italia (contro la media del 65% nell'area dell'euro e l'87% in Germania). Si nota però qualche timido segno di miglioramento: in Irlanda il 60% delle PMI riferisce di avere ottenuto l'intero importo richiesto, contro il 30% del semestre precedente, mentre anche in Spagna si segnala un aumento dal 40% al 50%.

Una questione cruciale per il finanziamento delle PMI è quella di agevolare la transizione da start-up a PMI e poi a imprese a media capitalizzazione, il cosiddetto "*funding escalator*". Progredendo lungo il ciclo di vita, le PMI si avvalgono di una combinazione di fonti finanziarie comprendenti il credito bancario, il capitale proprio fornito da business angels, il venture capital, i fondi di private equity e, in ultima istanza, i mercati dei capitali. Per le PMI risulta spesso difficile passare da una combinazione di fonti di finanziamento all'altra. Nella transizione da uno stadio di crescita all'altro, le imprese si trovano solitamente di fronte a "deficit di finanziamento" e "deficit di formazione". Questa situazione prevale in particolare nello stadio dell'avviamento e in quello della crescita, ed è in parte dovuta al limitato finanziamento a mezzo di venture capital in Europa.

Nel 2011 la Commissione ha adottato un piano di azione per il finanziamento delle PMI. Molte di tali azioni sono state già eseguite, compresi l'adozione di misure regolamentari, programmi finanziari e iniziative di facilitazione. Una rassegna dell'attuazione del piano di azione è fornita dal documento di lavoro dei servizi della Commissione, che accompagna la presente comunicazione. Alcune di tali azioni sono tuttora in fase di attuazione, come le iniziative volte ad ovviare ai deficit di formazione e di informazione tramite la rete Enterprise Europe Network. La futura rete, che diverrà operativa nel 2015[38], fornirà alle PMI pareri e assistenza più ampi sull'accesso ai finanziamenti e collaborerà strettamente con altri fornitori locali di servizi, quali intermediari finanziari ed esperti contabili. A livello nazionale esistono vari programmi di formazione, soprattutto per preparare le PMI all'accesso ai mercati dei capitali (come il programma ELITE sviluppato da Borsa italiana)[39].

La mancanza di informazioni adeguate, confrontabili, attendibili e prontamente disponibili sul merito di credito delle PMI è un problema strutturale che viene spesso citato come un ostacolo che ha tradizionalmente accresciuto la dipendenza delle PMI dal finanziamento bancario locale. Nel novembre 2013 la Commissione ha organizzato un workshop con la partecipazione di una molteplicità di parti interessate per discutere le nuove pratiche e le nuove iniziative nazionali private e pubbliche, al fine di trovare il modo per migliorare le informazioni sulle PMI. Il workshop ha confermato che esistono evidenti ostacoli all'accesso di investitori e fornitori di servizi finanziari a informazioni attendibili, disponibili e comparabili sulle PMI nell'intera UE. Tali ostacoli sono dovuti in parte alle profonde differenze esistenti nel grado di informazione pubblica e della rispettiva divulgazione negli Stati membri, legate soprattutto ai quadri giuridici nazionali.

Azioni

- Nel 2014 i servizi della Commissione eseguiranno una mappatura delle legislazioni e delle pratiche unionali e nazionali che incidono sulla disponibilità di informazioni creditizie relative alle PMI, al fine di considerare possibili orientamenti dell'UE nei confronti delle società di classificazione del merito creditizio e di valutare la fattibilità dell'armonizzazione/incremento della comparabilità dei dati sulle PMI in Europa.
- I servizi della Commissione daranno inoltre nuovo impulso al dialogo fra le banche e le PMI con l'obiettivo di migliorare le conoscenze finanziarie delle PMI, in particolare per quanto riguarda il feedback dato dalle banche sulle richieste di prestito. I servizi della Commissione valuteranno anche le migliori pratiche sotto il profilo dell'aiuto fornito alle PMI ad accedere ai mercati dei capitali.

[38] Cfr. il recente invito della Commissione a presentare proposte (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_en.htm).
[39] Cfr. http://elite.borsaitaliana.it/en.

6. ATTRARRE FINANZIAMENTI PRIVATI NEL SETTORE DELLE INFRASTRUTTURE NELL'ATTUARE EUROPA 2020

In origine il finanziamento infrastrutturale era per lo più integrato a progetti d'investimento di grandi dimensioni, quali reti stradali e ferroviarie, strutture per la fornitura di energia e reti di trasmissione, nonché strutture nazionali di telecomunicazioni. Il nuovo approccio adottato nell'ambito del meccanismo per collegare l'Europa (CEF) e dei fondi strutturali e d'investimento europei (fondi ESI) accentua la sostenibilità, l'efficienza energetica, l'innovazione, l'interoperabilità e le connessioni di un'infrastruttura europea multimodale. Ciò comporta uno spostamento verso la ferrovia e la gestione intelligente del traffico nel settore dei trasporti, la generazione di energia a bassa emissione di carbonio, l'efficienza energetica degli edifici e le connessioni nei settori energetico e delle TIC.

Molte parti interessate hanno sottolineato che l'Iniziativa prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti (PBI)[40] dell'UE costituisce un esempio positivo di buona pratica atta ad attrarre capitali privati in progetti infrastrutturali; i servizi della Commissione stanno valutando una serie di miglioramenti per la PBI e la possibile estensione di questa soluzione ad altri settori infrastrutturali, compresi il trasporto sostenibile, le fonti energetiche rinnovabili e le reti intelligenti. In particolare si possono esaminare le modalità pratiche di un possibile contributo dei fondi ESI in linea con i rispettivi regolamenti.

In questo contesto la Commissione incoraggerà le autorità aggiudicatrici in tutta l'UE a prendere in considerazione, ove sia economicamente vantaggioso, il coinvolgimento del settore privato nell'esecuzione di progetti infrastrutturali; incoraggerà altresì le autorità ad avvalersi di analisi basate sul ciclo di vita completo e sul rapporto costi-benefici, e a promuovere offerte basate su un ventaglio più ampio di opzioni di finanziamento, in piena linea con le recenti modifiche delle direttive sugli appalti pubblici. Anche la migliore disponibilità di informazioni e dati trasparenti sui nuovi progetti dei partenariati pubblico privato (PPP) potrebbe attrarre investitori istituzionali verso i progetti europei.

Nonostante l'importanza dell'investimento in infrastrutture, vi è una scarsa disponibilità di coerenti dati paneuropei sui risultati dei prestiti che finanziano i progetti infrastrutturali. Nella relazione alla Commissione del dicembre 2013 l'EIOPA ha segnalato la carenza di dati come un ostacolo che impediva di eseguire le analisi necessarie per poter raccomandare di abbassare la calibrazione dei requisiti patrimoniali per le attività infrastrutturali.

Le attività infrastrutturali hanno dimensioni elevate e i campioni sono di conseguenza più piccoli di quelli dei tipici prestiti a imprese. Le informazioni sono spesso di proprietà esclusiva di banche ed equity sponsors e assoggettabili a clausole che le rendono strettamente confidenziali. Mettendo questi dati a disposizione di un mercato più ampio, oltre a contribuire ad ampliare la base degli investitori istituzionali, si aiuterebbero le autorità di regolamentazione a esaminare l'opportunità di adottare un regime prudenziale specifico per gli investimenti infrastrutturali.

Azioni

- Nel 2014 i servizi della Commissione valuteranno la possibilità di mettere a disposizione volontariamente, possibilmente tramite un portale unico, le informazioni esistenti sui piani e i progetti di investimenti infrastrutturali delle autorità nazionali, regionali e municipali.

[40] Il PBI è uno strumento di condivisione del rischio creato dalla Commissione e dalla BEI allo scopo di consentire alle imprese beneficiarie di un progetto di finanziarlo emettendo obbligazioni che siano attraenti per gli investitori di capitale di prestito nei settori delle rete transeuropee dei trasporti (TEN-T), dell'energia (TEN-E) e delle reti delle telecomunicazioni e della banda larga.

- Nel 2014 i servizi della Commissione valuteranno la fattibilità e le modalità pratiche sia della raccolta e, ove possibile, della messa a disposizione di dati statistici esaurienti e standardizzati sui prestiti al settore delle infrastrutture presso un unico punto di accesso. Questo esercizio sosterrebbe il lavoro svolto nel contesto dell'FSB e del G20 e potrebbe coinvolgere la BEI, la BERS, le NPB e gli investitori istituzionali.

7. SOSTENERE L'AMPLIAMENTO DEL QUADRO DELLA FINANZA SOSTENIBILE

La capacità dell'economia di incanalare fondi verso il finanziamento a lungo termine dipende altresì da una serie di fattori trasversali, compresi il governo societario, il quadro contabile e il contesto fiscale e giuridico. Il quadro economico e regolamentare generale riveste importanza sia per gli investimenti interni che per quelli transfrontalieri.

Governo societario

Le modalità di gestione degli attivi possono svolgere un ruolo importante nel finanziamento a lungo termine sotto due aspetti: l'allineamento degli incentivi afferenti agli investitori istituzionali, ai gestori di attività e alle imprese, che influiscono sulle rispettive strategie di lungo termine; e l'attenuazione delle preoccupazioni suscitate dalla predilezione per il breve termine, dalla speculazione e dal rapporto di agenzia.

Molte parti interessate, come pure un gran numero di studi e relazioni di natura empirica, hanno sottolineato i potenziali benefici della partecipazione finanziaria dei dipendenti (EFP) e della loro partecipazione azionaria (ESO) in termini di aumento della produttività e della competitività, da un lato, e della motivazione e della conservazione del personale dall'altro. Inoltre tali programmi consentono alle imprese di poter contare su azionisti orientati e impegnati a lungo termine.

Esistono inoltre sostanziali prove dell'importanza delle questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) per la sostenibilità di lungo termine della performance di imprese e investitori la cui attività li coinvolge in tali questioni. La Commissione ha già lavorato a diverse iniziative volte ad accrescere la trasparenza societaria da parte delle imprese, quali la proposta di estendere gli obblighi di informativa a questioni di natura non finanziaria[41]. Tuttavia soltanto pochi investitori tengono conto delle questioni suddette (ESG) nel formare i propri portafogli e certi investitori ritengono persino che integrare tali fattori nelle proprie politiche sarebbe contrario al loro dovere di fiduciari di massimizzare il rendimento a favore dei beneficiari.

Azioni

- La Commissione prenderà in considerazione la possibilità di presentare una proposta di revisione della direttiva sui diritti degli azionisti per allineare meglio gli interessi di lungo termine di investitori istituzionali, gestori di attività e imprese.
- Nel contesto del progetto pilota del Parlamento europeo su "Promozione della proprietà e della partecipazione dei dipendenti", nel 2014 la Commissione procederà a valutare l'ESO in tutta l'UE, al fine di individuare i problemi relativi all'attuazione transfrontaliera dei regimi EFP/ESO, e di prospettare possibili azioni unionali per promuovere l'EFP e in particolare l'ESO.
- La Commissione prenderà in considerazione la possibilità di emanare una raccomandazione mirante a migliorare la qualità dell'informativa sul governo societario, una relazione sull'incentivazione di investitori istituzionali e gestori di attività a prestare maggiore attenzione alle informazioni ambientali (ad esempio,

[41] COM(2013) 207

l'impronta di carbonio e i rischi climatici), nonché a quelle sociali e relative al governo societario (ESG), nelle loro decisioni di investimento, nonché uno studio sui doveri del fiduciario e la sostenibilità.

Principi contabili

Il Libro Verde ha esaminato la questione di far quadrare l'accuratezza delle informazioni fornite agli investitori con la presenza di incentivi sufficienti a far sì che gli investimenti a lungo termine vengano mantenuti e gestiti. In questo contesto la contabilità al fair value è stata criticata da varie parti interessate poiché introduceva la volatilità di mercato nelle relazioni finanziarie, favorendo così comportamenti orientati al breve termine. Molti rispondenti hanno commentato l'importanza che il quadro concettuale dello IASB riveste nel garantire che i futuri principi contabili siano sviluppati in modo da non risultare pregiudizievoli per l'investimento a lungo termine. Essi hanno anche sottolineato il riesame che lo IASB sta eseguendo in merito al trattamento degli strumenti finanziari (IFRS 9).

È oggetto di valutazione il regolamento adottato nel 2002 relativo all'applicazione di principi contabili internazionali (IAS), anche in merito alla questione se i criteri di omologazione stabiliti nel 2002 siano ancora oggi adeguati e sufficientemente robusti per l'Europa e se lo siano anche per il futuro[42].

Il trattamento contabile delle PMI svolge un ruolo importante a tale riguardo. Molte parti interessate hanno sollecitato la creazione di una versione semplificata per le PMI quotate dell'intera serie di principi IFRS applicabili a tutte le imprese quotate, pur riconoscendo che occorrono principi robusti per conservare la fiducia degli investitori[43]. Inoltre un completo quadro contabile a sé stante per le PMI non quotate potrebbe essere utile ai gruppi transfrontalieri. Oggi le PMI non quotate sono soggette alle norme contabili nazionali basate sulla direttiva contabile dell'UE rivista recentemente, che stabilisce i principi comuni basilari che gli Stati membri devono applicare nel progettare i quadri contabili nazionali per le PMI (*si veda il documento di lavoro dei servizi della Commissione*).

Azioni

- Nel contesto dell'omologazione dell'IFRS 9 sottoposto a revisione, la Commissione considererà se l'applicazione del criterio del fair value sia appropriata per quel principio, in particolare per quanto concerne i modelli di investimento aziendale a lungo termine.
- La Commissione inviterà lo IASB a considerare debitamente l'effetto che le sue decisioni hanno sugli orizzonti temporali degli investitori, sia nel caso degli specifici progetti per cui tale effetto è rilevante, sia nello sviluppo del suo stesso quadro concettuale, prestando particolare attenzione alla reintroduzione del concetto di prudenza.
- Nel valutare il regolamento IAS, nel corso del 2014 i servizi della Commissione esamineranno con le parti interessate l'adeguatezza dei criteri di omologazione, tenendo conto del fabbisogno dell'Europa di finanziamenti a lungo termine.
- Nel 2014 i servizi della Commissione indiranno una consultazione per esaminare i) l'opportunità di introdurre un principio contabile semplificato per il bilancio

[42] Cfr. la relazione di Philippe Maystadt "*Should IFRS Standards be More European?*", http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.
[43] L'organismo internazionale di normazione contabile (IASB) ha sviluppato una serie di principi semplificati, i cosiddetti IFRS per le PMI. Questi riguardano però le imprese non quotate.

consolidato delle PMI quotate, e ii) l'utilità di un quadro contabile completo a sé stante per le PMI non quotate, atto a integrare la direttiva contabile dell'UE.

Contesto fiscale e giuridico

La maggior parte dei sistemi europei (e internazionali) di tassazione delle imprese privilegia il finanziamento tramite capitale di prestito rispetto al finanziamento tramite capitale proprio, in quanto consente la deduzione delle spese per interessi, mentre non esiste alcun analogo trattamento dei costi della raccolta di capitale proprio. Questa preferenza del sistema fiscale per il finanziamento tramite debito può indurre le imprese a contrarre volumi di debito particolarmente elevati e può penalizzare le imprese innovative e le start-up, che si finanziano tramite capitale di rischio. Questo punto ha suscitato notevole interesse nel corso della consultazione pubblica.

Per quanto concerne il contesto giuridico del finanziamento a lungo termine le discrepanze fra le normative nazionali in materia di insolvenza, sommate all'inflessibilità di tali normative, danno luogo a costi elevati per gli investitori, bassi rendimenti per i creditori e difficoltà per le imprese che svolgono attività transfrontaliere o detengono proprietà in altri paesi dell'UE. Queste inefficienze incidono sulla disponibilità di finanziamenti, come pure sulla capacità delle imprese – in particolare delle PMI – di consolidarsi e crescere. Esistono per di più ostacoli giuridici attinenti al trasferimento dei crediti, fattispecie nota nel lessico giuridico come cessione dei crediti e comune a molte operazioni di finanziamento transfrontaliero, quali la cartolarizzazione e il factoring. L'assenza di una chiara regolamentazione a livello dell'UE[44] genera incertezza riguardo alle norme giuridiche che si applicano alle cessioni transfrontaliere di crediti.

Azioni

- La Commissione continuerà a incentivare gli investimenti in equity, tramite le raccomandazioni specifiche per paese nel processo del semestre europeo, in particolare per gli Stati membri il cui regime di tassazione delle imprese favorisce notevolmente il finanziamento tramite debito.
- Come stabilito nella sua raccomandazione del marzo 2014[45] sui principi delle migliori pratiche che permettano ad imprese sostenibili di ristrutturarsi in una fase precoce e di dare agli imprenditori falliti una seconda opportunità, la Commissione rivedrà l'attuazione della raccomandazione e valuterà l'opportunità di ulteriori misure.
- Nel 2014 i servizi della Commissione pubblicheranno una relazione sul diritto applicabile agli aspetti concernenti le terze parti nella cessione di crediti.

8. CONCLUSIONE

Promuovere il finanziamento a lungo termine è essenziale per la crescita intelligente, sostenibile e inclusiva dell'Europa. La presente comunicazione espone un ampio ventaglio di iniziative su diversi fronti. Alcune si riferiscono alla legislazione vigente, mentre altre sono di natura più propriamente esplorativa. Tutte intendono migliorare la capacità del sistema di incanalare risorse verso gli investimenti a lungo termine.

La Commissione è impegnata ad attuare il presente piano di azione. A tal fine si incontrerà regolarmente, se del caso, con tutte le parti interessate. La Commissione invita gli Stati membri e il Parlamento europeo a sostenere le iniziative esposte nella presente comunicazione.

[44] Attualmente il regolamento CE 593/2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I) non regolamenta espressamente questo aspetto.
[45] C(2014) 1500.