

MARCO LAMANDINI

Dalla crisi del credito alla *Capital Markets Union* Una breve nota introduttiva (*)

1.- In due giornate così ricche di interventi specifici su molti dei cantieri aperti – a vario titolo – per la riforma o la “messa a terra” del diritto finanziario dell’Unione, il mio compito è solo quello di offrire un breve inquadramento iniziale di natura generale, che possa favorire una considerazione di sistema dei contributi specifici – di necessità assai più approfonditi di questo mio introduttivo – che saranno offerti dai relatori che mi seguiranno. Nel farlo muoverò naturalmente dalla prospettiva del Piano di Azione della Commissione sulla CMU del 30 settembre 2015¹ e dalla sua assai interessante analisi economica di impatto², considerandone alcune prospettive evolutive.

2.- Il titolo dell’intervento che mi è stato assegnato muove, intenzionalmente, dalla “crisi del credito”. Ed è, naturalmente, un punto di partenza opportuno, solo che si consideri come il sistema finanziario europeo, e il segmento italiano ancor più, evidenzi un eccesso di dipendenza dal credito bancario. Come è stato ben illustrato da un recente, e importante, studio³ gli attivi bancari rappresentano circa tre volte il PIL europeo e superano di oltre il doppio la dimensione combinata dei mercati azionario, obbligazionario *corporate* e del debito sovrano. Negli Stati Uniti il rapporto è invertito con i tre segmenti principali di investimenti finanziari sostanzialmente tra loro equivalenti in termini dimensionali (ma con quella soddisfatta dal mercato azionario prima tra i tre e le altre due sostanzialmente di pari dimensione). In Giappone, dove pure il mercato azionario è all’ultimo posto, esso è comunque percentualmente più grande di quello europeo e quello obbligazionario *corporate* è maggiore di quello bancario. In Cina si assiste ad un fenomeno simile a quello europeo, ma in tutt’altro contesto macroeconomico e comunque con una percentuale di attivi bancari che resta tuttora inferiore rispetto a quella europea se misurata in rapporto al prodotto interno lordo. *Non stupisce dunque che dall’avvio della crisi finanziaria del 2007-2008 si riconosca l’inevitabilità di politiche restrittive degli attivi bancari* (e dunque di una “crisi del credito”); e anche di recente nell’ambito delle politiche macroprudenziali del Comitato per il Rischio Sistemico si è insistito sulla necessità di azioni decise volte a ridurre il ruolo – eccessivo – del settore bancario.⁴

3.- Il quadro si presenta ancora più preoccupante se si presta attenzione al fatto che, ove si analizzi il solo mercato dei capitali, quello europeo presenta una dimensione (relativa, rispetto al prodotto interno lordo) dei mercati azionario e obbligazionario *corporate* inferiore alla metà di quello nordamericano, mentre sono simili le dimensioni dei mercati obbligazionario bancario e del debito pubblico. Inoltre, i mercati azionario ed obbligazionario restano tutt’oggi largamente “compartimentali” su base nazionale, con troppo scarsa integrazione transfrontaliera. Ne deriva anche una eccessiva granularità di strutture di mercato tra Stati membri. Non mancano in altri termini Stati membri – come ad esempio l’Olanda – il cui mercato azionario e obbligazionario *corporate* è quantitativamente molto sviluppato (totalizzando oltre 4 volte il prodotto interno lordo), benché nel paese esista anche un sistema bancario significativo (con ciò evidenziandosi che non necessariamente ricorre una correlazione inversa tra i due settori); a fronte di ciò numerosi sono gli Stati membri il cui mercato di capitali è troppo piccolo e quello azionario eccessivamente ridotto (e

* Relazione al Convegno organizzato dalla Associazione Gian Franco Campobasso e dall’Università di Bergamo su “Efficienza del mercato e nuova intermediazione”, Bergamo, 28-29 ottobre 2016. L’Autore è componente della Commissione di Riesame (BoA) dello European System of Financial Supervisors (ESFS), della Commissione di Riesame (Appeal Panel) del Single Resolution Board (SRB) e dello *Informal Group of Company Law Experts* (ICLEG) della Commissione Europea. Le opinioni espresse sono a titolo personale e non impegnano in alcun modo le istituzioni di appartenenza. Si applicano gli usuali *disclaimer*.

¹ COM(2015) 468 final

² SWD(2015) 183 final

³ D.Valiante, *Europe’s Untapped Capital Market* (Brussels: CEPS/ECMI, 2016), in specie p. 73 ss

⁴ M. Pagano et al., *Is Europe Overbanked?* Report N. 4/2014 ESRB Advisory Scientific Committee

l'Italia, naturalmente, è tra questi). Indicativo di squilibrio – seppur di segno opposto - è ovviamente anche lo sproporzionato rapporto tra mercato dei capitali e prodotto interno lordo di alcuni piccoli Stati membri che operano da “hub” finanziario (esemplare il caso del Lussemburgo il cui mercato dei capitali capitalizza circa 180 volte il prodotto interno lordo; ma interessanti sono anche i casi di Irlanda, Malta e Cipro).

4.- Il grado di eccessiva dipendenza dal finanziamento bancario che, malgrado la crisi, tuttora connota, complessivamente – seppur con variazioni significative su scala nazionale – l'industria europea emerge nitidamente anche dall'esame dei dati che si riferiscono alla struttura finanziaria delle imprese europee. In termini relativi, le imprese europee dipendono per oltre il triplo di quelle statunitensi da prestiti bancari, con la conseguenza che raccolgono circa la metà di quanto non raccolgano le imprese statunitensi dai mercati dei capitali. Ciò – al netto di una serie di necessarie ponderazioni – ha portato a stimare che, mentre in Europa il finanziamento delle imprese è per circa l'80% di tipo bancario, negli Stati Uniti lo è per meno della metà. A sua volta la Commissione Europea ha calcolato che in Europa i debiti bancari costituiscono l'11% del passivo complessivo delle società mentre negli Stati Uniti solo il 3%; a loro volta le obbligazioni *corporate* costituiscono il 4% del passivo complessivo delle società europee, mentre rappresentano l'11% di quelle statunitensi. Il capitale azionario è sostanzialmente equivalente per società statunitensi e europee, ma mentre circa il 50% di esso è quotato per le società statunitensi, per quelle europee quello quotato non supera il 30%. *Ciò offre una chiara indicazione dei pericoli insiti, per il finanziamento delle imprese, nella contrazione degli attivi bancari, originata dal deterioramento complessivo degli stessi dovuti (anche) agli effetti della lunga crisi finanziaria ed economica avviatasi nel 2007-2008; ciò indica pure la strada più logica da intraprendere: quella della progressiva sostituzione di parte del finanziamento bancario mediante capitale azionario o debito corporate da collocarsi sul mercato dei capitali.* Con una nota di metodo, già opportunamente evidenziata dalla Commissione nella sua analisi di impatto del Piano d'azione per la CMU⁵: quella secondo cui il rapporto tra mercato bancario e mercato dei capitali dovrebbe essere complementare; *a ben vedere infatti i due sistemi, più che competere tra loro, si completano e dovrebbero evolvere insieme.* Ne è chiara dimostrazione, *in apicibus*, il ruolo che è affidato al mercato dei capitali per rifinanziare le banche stesse: avvenga ciò attraverso operazioni di cartolarizzazione ovvero tramite operazioni di pronti contro termine o altre operazioni di mercato aperto o con l'emissione, che sarà crescente anche per effetto dei requisiti MREL e TLAC, di titoli bail-inable (a fronte della aspirazione delle autorità di supervisione e risoluzione a rimuovere per quanto possibile ogni eccessivo rischio di impatto della risoluzione sui depositi).

5.- Un'osservazione, per quanto sommaria, della struttura del mercato finanziario europeo offre ulteriori indicazioni utili al nostro successivo discorso.

a) Anzitutto, l'eccesso di dipendenza dal credito bancario ha dato vita, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-8, ad una spirale in avvitamento negativo una volta che la crisi ha indotto perdite permanenti di prodotto interno lordo in un contesto segnato altresì dalla riduzione delle prospettive di crescita future. Infatti, si sono realizzati, nell'ordine, (i) sia perdite permanenti di valore per il significativo (e spesso) rapido deterioramento degli attivi, (ii) sia “ritirate” strategiche dei gruppi bancari transfrontalieri dai paesi – in genere periferici – in cui il credito era affluito in eccesso a seguito dell'Unione monetaria, anche per i segnali fuorvianti di premio sul rischio che nella sua prima fase l'Unione monetaria ha inviato proprio rispetto alle economie periferiche e che si sono tradotti in distorsioni sul mercato interbancario, (iii) sia crisi bancarie associate talora anche a crisi sovrane (ciò che, tradizionalmente, genera un aggravamento complessivo della spirale economica negativa). *L'Italia offre un campionario estremo di tutti questi fenomeni, con*

⁵ *Ibidem*, p. 25.

un'evidente spinta alla contrazione delle attività economiche indotta (anche) dalla contrazione delle attività bancarie dovuta (tra l'altro) a ragioni prudenziali (a loro volta inasprite dai requisiti più restrittivi di Basilea 3 e della CRD IV e CRR), che non è stato possibile contrastare per intero mediante la, pur assai opportuna, politica monetaria espansiva della BCE la quale, mentre ha offerto un contributo essenziale nell'evitare l'insorgere di una crisi di liquidità sistemica, ha nel tempo (e inevitabilmente) generato a sua volta effetti pregiudizievoli sia sul margine di interesse delle banche e dunque sul modello tradizionale di banca commerciale sia sulla redditività attesa dalle attività finanziarie, con ricadute non trascurabili sulle politiche di portafoglio di assicurazioni e fondi pensione.

b) In secondo luogo, l'andamento dei flussi transfrontalieri di capitale ha evidenziato un netto deterioramento. Dal 2011 fino a tempi recenti il bilancio dei flussi di capitale in entrata e in uscita nell'area euro ha evidenziato un saldo netto negativo. I flussi lordi, a loro volta, si sono a lungo mantenuti ad un livello del 70% circa al di sotto del picco pre-crisi, a livelli corrispondenti a quelli del 2005⁶. I dati del 2015 hanno cominciato ad introdurre elementi di mitigazione del fenomeno, ma è tuttora prematuro trarre conclusioni definitive da ciò. L'entità del saldo netto negativo è significativa: oltre Euro 100 miliardi investiti o prestati al di fuori dell'Unione per ciascun anno nel triennio 2012-2014⁷. A loro volta, gli investimenti diretti intra-EU sono precipitati dopo la crisi e permangono a livelli assai bassi: nella media si è passati da Euro 435 miliardi annui del periodo 2004-2008 a Euro 245 miliardi del periodo 2009-13. Il dato puntuale degli investimenti intra-EU del 2013 era un preoccupante Euro 123 miliardi *pari al 74% in meno rispetto al dato 2011*. Nello stesso periodo l'investimento diretto verso l'Europa da paesi terzi è aumentato del 49% e quello in uscita dall'Europa verso i paesi terzi del 4%. *Questo ha fatto dire alla Commissione Europea che l'Europa è stata la regione maggiormente colpita quanto ad effetti sull'investimento diretto dalla crisi finanziaria*. A differenza di ciò, gli investimenti di portafoglio, pur volatili, si sono mantenuti relativamente più stabili, anche se sono divenuti progressivamente meno interessanti per gli investitori stranieri nell'area euro, per effetto delle operazioni straordinarie di politica monetaria della BCE che hanno compresso i rendimenti dei titoli di debito sovrani e *corporate*.

c) In terzo luogo, un'analisi della struttura dei portafogli delle imprese finanziarie europee mostra come una significativa componente di esso (oltre il 17%) sia investita in strumenti di mercato monetario, contro il 4% nord-americano: *ciò potrebbe, teoricamente, indicare la disponibilità di almeno un parte di oltre 17 trilioni di Euro per investimenti più a lungo termine*. Parallelamente, il ruolo di investitori istituzionali quali assicurazioni e fondi pensioni evidenzia al momento un peso percentuale minore che negli Stati Uniti di titoli azionari quotati. La stessa minore propensione all'investimento in titoli azionari o obbligazionari *corporate* si evidenzia per l'investitore *retail* europeo (21% del portafoglio rispetto al 39% nordamericano), con una assai significativa quota di risparmio anche qui investita in prodotti monetari (30% rispetto al 13% statunitense). Peraltro, anche la struttura degli appetiti finanziari è fortemente granulare in Europa, con grandi differenze tra Stati membri⁸. Parallelamente, anche le banche europee, a seguito della crisi finanziaria del 2007-8, hanno modificato le proprie strategie proprietarie e di trading, con una diminuzione media dei profitti derivanti da esse. A sua volta, l'industria del risparmio gestito – che è quasi raddoppiata nelle sue attività dal 2008 – evidenzia ancora una forte frammentazione nazionale (malgrado il 50% dei fondi sia formalmente lussemburghese o irlandese, ma mediante la formula del *round-trip fund*, in realtà offerto solo in uno Stato membro, diverso da quello di stabilimento), con dimensioni medie dei fondi pari circa ad un sesto di quelle nordamericane. I fondi di *private equity* e di *venture capital* europei totalizzano a loro volta attività che sono inferiori

⁶ Commission Staff Working Document, *On the movement of capital and the freedom of payments* (Brussels, 2015) p. 7.

⁷ Lo rileva la Commissione, *Analisi di impatto*, cit. p. 60

⁸ Ne offre un quadro analitico Valiante, *op. cit.*, p. 91

ad un terzo di quelle nordamericane e il *crowdfunding* europeo è ancora in uno stato embrionale (2,5 miliardi di Euro rispetto agli oltre 7 miliardi nordamericani)

d) Infine, anche l'analisi del mercato (primario e secondario) azionario e obbligazionario evidenzia come l'integrazione geografica – inizialmente rapidamente aumentata allorché si diede avvio all'eurosistema – abbia subito ampi ritardi. Il mercato primario europeo appare dominato dalle emissioni di società grandi e molto grandi e già quotate (dimostrandosi così poco recettivo per le PMI e le *start up*) e altamente concentrato avendo raggiunto nel 2014 il punto più basso in termini di numero di società quotate. A sua volta la dimensione del mercato secondario azionario è circa un quinto di quello degli Stati Uniti, e si presenta così, rispetto a quest'ultimo, assai meno liquido e adatto agli investimenti di *private equity* e *venture capital*. Ancor più modesto il grado di liquidità e di scambi transfrontalieri che interessano le società a minor capitalizzazione, per le quali l'*home bias* è la regola. Il mercato primario obbligazionario è storicamente piuttosto evoluto anche in Europa; stenta tuttavia, nel confronto con gli Stati Uniti, quello del *private placement*, pur con un ruolo crescente sia per il mercato tedesco dei *Schuldscheine* sia per quello francese dell'*EuroPP* (e, progressivamente, dei minibond in Italia). Malgrado ciò, si resta a livelli inferiore alla metà di quelli statunitensi e di mercati sostanzialmente nazionali (e non paneuropei). Allo stesso modo, anche il mercato secondario è afflitto da *home bias*. Per molti versi non dissimile appare infine il mercato delle cartolarizzazioni che, dopo la crisi del 2008, non ha ancora ripreso smalto ed appare in gran parte finalizzato all'emissione di titoli da utilizzare come collaterale per le operazioni di rifinanziamento con la banca centrale (non a caso nel 2009 il 95% dei titoli erano detenuti da banche, e oggi il dato appare prossimo al 65%).

6.- Le considerazioni che precedono ben illustrano le ragioni per le quali il Piano di Azione della Commissione Europea per un'Unione dei Mercati dei Capitali sia articolato in una molteplicità di azioni tra loro anche piuttosto eterogenee *tanto negli strumenti* (dall'introduzione di nuove regole europee alla revisione di quelle esistenti, al mero monitoraggio dell'evoluzione di mercato al rafforzamento delle misure di sostegno, al ripensamento delle regole e degli incentivi fiscali che incidono sulle scelte di finanziamento) *quanto negli obiettivi* (promuovere i flussi di investimento, favorire il finanziamento dei migliori progetti su base non nazionale ma di macroarea, rendere il sistema finanziario più stabile, accrescere il grado di integrazione del mercato finanziario europeo, il suo grado di concorrenza e con esso e indirettamente la competitività europea). Ed anche per questo l'Unione dei Mercati dei Capitali si differenzia nettamente dall'Unione bancaria.

7.- Le principali linee di azione indicate dalla Commissione, sono state raccolte attorno a 6 principali aree tematiche: (1) *il finanziamento dell'innovazione, delle start up e delle società non quotate* (specialmente mediante misure volte a dare sostegno al *venture capital* mediante la promozione di fondi di fondi e fondi transfrontalieri e mediante possibili incentivi fiscali, da estendersi anche ai *business angels*); (2) *la semplificazione di accesso al mercato dei capitali per le PMI* (specialmente mediante misure di semplificazione del prospetto e degli *SME Growth Markets*); (3) *la promozione di politiche di portafoglio per assicurazioni, banche e ELTIFs che promuovano investimenti sostenibili, infrastrutturali e comunque di lungo periodo*; (4) *la promozione della tutela degli investitori retail* (dando seguito al Libro verde sui servizi finanziari del 2015); (5) *la riattivazione della capacità delle banche di finanziare l'economia reale*, mediante la promozione di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, l'utilizzo dei *covered bonds* per le PMI e l'introduzione di maggiori spazi di libertà per le banche di credito cooperativo; (6) *la facilitazione dell'investimento transfrontaliero*, mediante la rimozione delle barriere che vi ostano, ivi comprese quelle di diritto societario (anche collegate al funzionamento delle società di gestione accentrata e di liquidazione dei titoli, come da tempo evidenziato dai rapporti del c.d. gruppo Giovannini) e fallimentare. E' in questo contesto che viene ritenuta necessaria una maggiore convergenza delle prassi di vigilanza e un parziale rafforzamento dell'ESMA.

8.- Si tratta, naturalmente, di azioni tutte opportune e al tempo stesso necessarie. Rivolgendomi qui principalmente a giuristi, mi concentro conclusivamente sui profili di riforma istituzionale della supervisione. Corrispondendo a istanze sempre più fortemente avvertite, la Commissione Europea ha finalmente messo mano ad una maggiore devoluzione di competenze di supervisione diretta all'ESMA e ad una parallela riforma della *governance* della stessa (capace di temperare l'influenza, finora dominante, delle autorità nazionali che siedono nei suoi organi). Ciò testimonia che l'esperimento della vigilanza diretta dell'ESMA su agenzie di rating e *trades repositories* si è dimostrata efficace e può essere replicata in altri casi. Del resto, nella prospettiva di una Unione dei mercati dei capitali volta a finalmente superare le purtroppo perduranti segmentazioni nazionali dei mercati in Europa, *una vigilanza unitaria per le operazioni transfrontaliere e le infrastrutture di mercato transfrontaliere è, in linea di principio, una risposta ragionevole e, al tempo stesso, necessaria*. E ciò senza che la scelta del modello debba essere eccessivamente condizionata dal percorso evolutivo compiutosi nel contesto, in verità diverso, dell'Unione bancaria o dall'archetipo storico della *Securities and Exchange Commission* negli Stati Uniti d'America. In una non troppo risalente tassonomia degli assetti organizzativi delle reti di autorità di vigilanza⁹, Scholten e Ottow mostrano che il gradiente di europeizzazione dei meccanismi di cooperazione istituzionale nella vigilanza finanziaria è molto variabile (va, come efficacemente scrivono gli AA., da una "taglia small" a una "extralarge"). Anche nel quadro del divisato ridisegno istituzionale dell'ESMA non si muove, opportunamente, verso "una taglia unica" bensì verso un mix di vigilanza centralizzata e decentrata che assicuri, in relazione alle specifiche caratteristiche dei singoli segmenti di mercato, l'esito organizzativo e funzionale più efficiente. Ciò trova corrispondenza anzitutto nella proposta di regolamento del giugno 2017 che prefigura un nuovo e importante ruolo dell'ESMA nella supervisione non solo delle controparti centrali europee ma anche su quelle di paesi terzi, con una vera e propria forma di vigilanza extraterritoriale in relazione alle controparti centrali extra europee di rilevanza sistemica.¹⁰ Ma soprattutto trova attuazione nella proposta di regolamento presentata dalla Commissione Europea il 20 settembre 2017 diretto a modificare, tra l'altro, il regolamento 1095/2010, con la quale vengono centralizzate presso l'ESMA le competenze di vigilanza diretta su talune categorie di prospetti, circa l'autorizzazione e la supervisione dei fondi armonizzati EuVECA, EuSEF e ELTIF, circa la registrazione e vigilanza dei *data reporting services providers* e degli indici (*benchmarks*). E al tempo stesso si prefigura una struttura organizzativa, ispirata (con talune differenze) a quella già sperimentata dal Meccanismo Unico di Risoluzione e in particolare dal Board, in modo da assicurare maggiore centralità all'interesse europeo. Queste proposte – che presentano anche taluni elementi di contraddittorietà interna, come ad esempio la costituzione di una CCP Executive Session prefigurata dalla proposta del giugno 2017 ma non adeguatamente raccordata con la rinnovata *governance* dell'ESMA quale prefigurata dalla proposta del settembre 2017 - non possono considerarsi ancora il punto di arrivo degli assetti di vigilanza che paiono necessari per una efficiente Unione dei Mercati dei Capitali. Esse costituiscono tuttavia, nel non favorevole contesto politico attuale, un piccolo ma significativo passo in avanti in un processo evolutivo che, di necessità, impiegherà ancora lunghi anni prima di pervenire al suo esito finale.

⁹ M. Scholten, A. Ottow, *Institutional Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets*, in *Utrecht Law Review* vol. 10, n. 5 (2014), p. 85

¹⁰ Sul tema sia consentito rinviare, per tutti i riferimenti all'ampia letteratura, a M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, *Supervisory systems after Brexit: coordination between EU and UK on a daily basis. Dispersed vs. single supervisor (systemic risk aspects)*, EBI working paper (forthcoming).