

Roma, 24 giugno 2013  
Prot. n. 48/2013

**OGGETTO: Risposta a Consultazione della Commissione Europea in merito al Libro Verde  
“Il Finanziamento a lungo termine dell’economia Europea”.**

*Concorda con l’analisi sopra esposta sull’offerta e sulle caratteristiche del finanziamento  
a lungo termine?*

È evidente che la volatilità osservata nei mercati ha prodotto un sensibile riposizionamento degli investimenti lungo la parte breve della curva di *duration*. Inoltre l’approccio contabile particolarmente prudentiale che il sistema bancario europeo ha dovuto ulteriormente stressare ha indubbiamente contratto l’offerta di finanziamenti a lungo termine ed il sistema finanziario per ragioni simili non è stato in grado di assorbirne il bisogno. Va infatti evidenziato che la crisi ha profondamente modificato l’atteggiamento degli investitori privati ed istituzionali che prediligono ora rendimenti più contenuti a fronte di rischi minori in termini di esposizione alle oscillazioni dei mercati. Una recente *survey* del Fondo Monetario Internazionale nel suo *Global Financial Stability Report* ha confermato questo *trend* dimostrando come lo stesso abbia particolarmente influenzato proprio gli investitori istituzionali, prudentiali per definizione. Va rilevato che anche le scelte di *asset allocation* dell’investimento a lungo termine si sono profondamente modificate, in particolar modo in termini di diversificazione geografica oggi non più così sensibilmente concentrata sugli emittenti UE. Vi è poi un problema di regolazione. Il Rapporto del *Gruppo de Larosière*, pubblicato a febbraio 2009, e successivamente recepito dalla Commissione UE – oltre ad ispirare le linee guida di regolazione finanziaria comune - ha mostrato come le attuali norme contabili e prudentiali siano eccessivamente fedeli al principio mark-to-market e per questo – come ben analizzato in un articolo apparso già nel 2009 sul Wall Street Journal e sul Financial Times a firma di Franco Bassanini, Augustin de Romanet, Philippe Maystadt e Ulrich Schröder (presidente della Cassa Depositi e Prestiti, direttore generale della Caisse des Dépôts et Consignations, presidente della Bei, direttore generale del Kreditanstalt) “*siano sistematicamente orientate alle performance a breve termine e incoraggino quindi effetti pro-ciclici. Nella riforma dei sistemi di regolamentazione, è dunque*

*auspicabile che i policy maker operino una chiara distinzione tra investitori di lungo termine, capaci di mantenere in portafoglio i loro asset anche in periodo di crisi finanziaria, e le banche e i fondi comuni, che devono rendere conto in qualsiasi momento ai loro azionisti e sottoscrittori e creare per essi valore a breve termine. In particolare, le norme contabili e prudenziali dovranno tenere conto del fatto che i capitali degli investitori di lungo termine, e in particolare i loro portafogli azionari, saranno di norma detenuti per decenni. Gli investitori di lungo termine dovranno sottostare a regolamentazioni più rigide per quanto concerne i requisiti di capitale e le responsabilità e obblighi nei confronti degli azionisti, delle autorità pubbliche o di altri stakeholder. Impegnati a eliminare l'attuale volatilità dei mercati finanziari, a contenere l'aumento incessante del debito pubblico e a continuare a investire sulle infrastrutture e sullo sviluppo necessari alla prosperità del futuro, i nostri governi e i nostri legislatori hanno oggi compiti e responsabilità straordinari. Meritano tutto l'aiuto possibile. Un aiuto importante potranno trovarlo nell'attività dei veri investitori di lungo termine, se sapranno creare per loro un quadro regolamentare favorevole, senza obbligarli a giocare con le stesse regole dei protagonisti del breve termine".* Da allora però poco è cambiato, anche per gli investitori di tipo previdenziale italiani la cui regolamentazione – primaria e secondaria - rischia per certi aspetti di rendere oggettivamente più difficili proprio quegli investimenti *long term* che in altri Paesi sono privilegiati dagli investitori istituzionali previdenziali per le loro caratteristiche di *duration* coerenti con lo scopo istituzionale.

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

Quanto alla definizione di investimento a lungo termine si ritiene di poter condividere lo schema di classificazione generalmente assunto dall'OCSE e generalmente dal sistema bancario: breve termine < 1 anno (o 18 mesi come da definizione Banca d'Italia), medio termine 1 – 5 anni, lungo termine > 5 anni. Va peraltro segnalato che l'attività di lungo termine è dalla stessa Banca d'Italia definita come il complesso delle attività con vita residua superiore a 5 anni.

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

Gli investitori istituzionali possono e devono giocare un ruolo decisivo, in special modo nell'attuale contesto economico caratterizzato dalla necessità di coniugare il rigore dei conti pubblici e la crescita. La contrazione dell'offerta di credito sempre più intensa rende decisivo l'apporto ed il

coinvolgimento degli investitori di lungo termine per il finanziamento e la realizzazione di progetti finalizzati ad aumentare la crescita e ad innalzare il livello di competitività del sistema economico. Ci sono ormai numerose ricerche empiriche (Zingales, CERP, 2009) che dimostrano la correlazione virtuosa tra la quota proprietaria degli investitori istituzionali e l'intensità nell'attività di ricerca, sviluppo ed innovazione. Driver fondamentali per la ripresa economica e produttiva. Peraltro l'approccio tipicamente non speculativo di questi investitori potrebbe favorire in maniera importante sia la stabilità dei mercati che dei flussi di finanziamento garantendo la possibilità di una migliore programmazione.

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

Intanto vanno aiutati a crescere gli investitori istituzionali, e previdenziali in particolare, creando le condizioni di sviluppo più idonee in termini di propensione al risparmio. Vanno poi ricercati strumenti capaci di coniugare la finalità previdenziale e di contenimento del rischio con l'esigenza di allungare l'orizzonte temporale medio della tipologia di investimento, anche prevedendo strumenti di garanzia pubblica per le emissioni orientate al finanziamento dell'economia reale in un contesto di *credit crunch* e di rigidità dei vincoli di bilancio. Emblematico l'esempio delle *monoline* sulle emissioni di obbligazioni municipali USA in infrastrutture (ma anche per il finanziamento di alcune opere infrastrutturali europee, come l'autostrada Leon-Astorga in Spagna) e, più di recente, i *project bond* con garanzia SACE per lo sviluppo dei settori strategici in Italia e all'estero da parte di società italiane. Interessante in tale direzione la recente proposta di cassa Depositi e Prestiti – esposta all'Eurofi Financial Forum 2012 - di una nuova LTRO della Banca Centrale Europea, di misura ridotta (100-200 miliardi) ma di durata maggiore (7 anni) e vincolata non solo alla presentazione di adeguati collaterali, ma anche dei contratti di finanziamento a medio-lungo termine. Nell'ambito dell'evento il Presidente della Cassa depositi e prestiti Bassanini, nella relazione introduttiva alla tavola rotonda "*Improving the financing of long term projects to favour growth*", ha sottolineato che la crescita e la competitività dell'economia europea richiedono la ripresa dei finanziamenti agli investimenti di lungo termine nelle infrastrutture e nei piani di sviluppo delle imprese: "*La crisi*

*finanziaria e la conseguente regolazione contabile prudenziale hanno esasperato le difficoltà del sistema bancario a offrire finanziamenti a lungo termine, occorrono regole, strumenti ed incentivi per aumentare l'attrattività degli investimenti di lungo termine per gli investitori istituzionali e che consentano al sistema bancario di riprendere a svolgere il ruolo di finanziatore dell'economia reale che lo vedeva protagonista almeno in Europa. I due LTRO effettuati mesi fa hanno tamponato efficacemente la crisi di liquidità sul breve e medio-breve termine, ma nulla potevano fare per la crisi di liquidità che oggi penalizza gli investimenti e la crescita, quella a medio-lungo termine". Poi c'è il ruolo della politica "che dovrebbe garantire un framework regolatorio più favorevole agli investimenti di lungo periodo, ricalibrando le regole di CRD IV (Basilea III), Solvency II e IORP".* Gli investitori istituzionali devono essere il collante tra il sistema finanziario e l'economia reale ma vanno create le condizioni idonee per favorire tale processo. In tal senso il sistema dei Fondi Pensione non può in parte non orientarsi verso tipologie di investimento in forma diretta – modificando gli Statuti ove necessario - le quali richiedono però strutture organizzative-professionali, interne, e processi decisionali adeguati e proporzionati alle masse amministrare e alla politica di investimento adottata. Tali strutture e processi devono assicurare, in maniera trasparente, una comprensione, controllo e gestione continua di tutti i rischi cui il fondo può essere esposto nell'attività di investimento ed in particolar modo nell'attività di investimento in forma diretta. Per questo motivo Assofondipensione ha avviato un progetto finanza consorziato e che si sostanzia in una prima fase di alta formazione e in una seconda di messa a disposizione di una serie di servizi associativi in materia finanziaria e di gestione.

Per favorire poi investimenti di lungo periodo – anche nel quadro della gestione tipicamente in convenzione – va forse ricercato anche un nuovo rapporto tra gestori e investitore con i primi oggettivamente influenzati dalla durata delle convenzioni, dalle modalità di calcolo delle commissioni e dai criteri di misurazione delle performance. Serve una nuova cultura finanziaria ma anche regole, strumenti ed incentivi per aumentare l'attrattività degli investimenti di lungo termine per gli investitori istituzionali e, dall'altro lato, che consentano al sistema bancario di riprendere a svolgere il ruolo di finanziatore dell'economia reale cui è primariamente chiamato. Con la consapevolezza che le opzioni di finanziamento a disposizione dell'economia reale non potranno più essere quasi interamente affidate al sistema bancario ma dovranno necessariamente trovare nuovi canali e strumenti di raccolta e finanziamento, non tipicamente bancari, orientati proprio alla

partecipazione primaria degli investitori istituzionali. In tal senso non si può prescindere da un'attenta analisi dell'impianto regolatorio sovranazionale - a partire da Basilea III, Solvency II e Direttiva IORP - e dall'analisi di strumenti incentivanti tale tipo di investimento ad esempio riconoscendo agli stessi un'aliquota di tassazione del rendimenti ridotta rispetto al normale investimento finanziario come già avviene per i Titoli di Stato.

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

In materia di veicoli di investimento comune va sicuramente favorita la cooperazione tra gli investitori di lungo termine, sul modello dei fondi infrastrutturali già sperimentati a livello UE. D'altro canto anche le banche di sviluppo dovrebbero maggiormente contribuire alla creazione di fondi comuni finalizzati al finanziamento di investimenti di lungo termine. La dimensione associativa e consortile può favorire la realizzazione di livelli di investimento significati per gli obiettivi di economia reale che ci si prefigge. Le politiche di investimento attuate con l'idea di concorrere allo sviluppo economico sarebbero indubbiamente più efficaci se gestite in modo aggregato e partecipato dai Fondi Negoziali Soci di Assofondipensione. In prospettiva, il nuovo contesto regolatorio, creando un legame tra opzioni di investimento potenzialmente esplorabili e sistema di governance del processo di investimento, potrebbe spingere i fondi pensione a rafforzare le strutture in modo da gestire adeguatamente il processo di investimento, dotandosi di opportuni presidi di risk management.

Il Presidente  
f.to Michele Tronconi