

# Il risparmio gestito: ripensare il proprio ruolo nella transizione verso un'economia digitale e sostenibile?

Ugo Bassi

## 1. Introduzione

- Una frase di ringraziamento per l'invito e di apprezzamento per l'iniziativa della Consob, considerata la rilevanza del tema oggetto del seminario nel contesto dell'economia europea oltreché italiana.
- Rilevanti sfide ed opportunità si stanno presentando agli investitori istituzionali ed ai gestori di fondi di investimento derivanti da molteplici fattori quali: spinte competitive derivanti dalle nuove tecnologie e da una crescente pressione sui costi, nuovi canali di distribuzione, nuovi prodotti, Brexit e la crisi ambientale, per citarne alcuni.
- Le iniziative regolamentari della Commissione Europea, in un contesto caratterizzato da regole prudenziali più stringenti sugli intermediari creditizi e da un ambiente di bassi tassi di interesse, hanno contribuito all'espansione/crescita dei fondi di investimento nel mercato dei capitali. Ne è derivata una significativa e costante espansione degli *assets* illiquidi. L'industria degli investimenti alternativi continua a crescere: la massa gestita complessiva ammonta a 1.620 miliardi di euro (a giugno 2018 - EFAMA), con un incremento di 300 miliardi in tre anni.
- Il piano di azione per l'integrazione dei mercati dei capitali è, e rimane, il quadro di riferimento delle misure necessarie per migliorare il funzionamento del mercato unico dei capitali. e stimolare così l'utilizzo produttivo e innovativo del capitale privato per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro.

- Mercati dei capitali forti e integrati sono il necessario complemento di un settore bancario solido, per finanziare investimenti nell'innovazione e negli sviluppi tecnologici, e liberare risorse per preparare l'Unione Europea ad affrontare la nuova era digitale e la transizione verso un'economia più sostenibile.
- Finanziare l'innovazione è indispensabile affinché le imprese europee possano occupare posizioni sempre più elevate nella catena globale del valore, promuovendo così la competitività globale dell'UE.
- La CMU si prefigge di eliminare gli ostacoli normativi e non normativi alla libera circolazione dei capitali transfrontalieri per facilitare il finanziamento dell'economia reale, in particolare per le piccole e medie imprese innovative che ancora oggi dipendono molto dalle banche.
- Ci sono molte evidenze che dimostrano come i finanziamenti basati sul mercato siano più adatti per progetti ad alto rischio, in quanto consente la condivisione del rischio privato in tutta l'Unione, contribuendo alla riduzione dei rischi nel settore finanziario.
- L'industria europea del capitale di rischio è cinque volte più piccola dell'industria degli Stati Uniti e non è in grado di alimentare un flusso sufficiente di fondi per le nostre piccole e medie imprese e in modo particolare per le *start-ups* e le *scale-ups*. A motivo dell'importanza di Londra come centro finanziario, in questo contesto, Brexit potrebbe ridurre l'accesso delle imprese europee a finanziamenti di tipo *early stage*; la CMU assume quindi ancora maggiore rilievo.
- A tutto questo si aggiunge la sfida legata all'impatto climatico e ambientale delle attività economiche e su cui la Commissione Europea è molto impegnata.

## **2. Capital Market Union – dove siamo ed i passi successivi**

- Le azioni annunciate nel piano d'azione del 2015 e nella comunicazione del 2017 si sono in gran parte concluse e contribuiranno a rimodellare il sistema finanziario nel prossimo futuro. In particolare, grazie allo sforzo considerevole impresso dalla Presidenza rumena e dal Parlamento europeo in dirittura d'arrivo della legislatura, il Parlamento ed il Consiglio hanno accolto 11 delle 13 proposte legislative adottate dalla Commissione nel contesto della CMU, oltre a 2 delle 3 proposte legislative in tema di finanza sostenibile.
- Per quanto riguarda le PMI, oggetto di discussione oggi, la Commissione ha adottato diverse misure, sia legislative che non legislative, per promuovere un più facile accesso al capitale per le medesime, e proseguirà gli sforzi in questa direzione. Mi preme soffermarmi sulle iniziative in proposito che ritengo siano particolarmente rilevanti nel contesto della gestione del risparmio.
  - **Primo, Ampliamento dei canali di finanziamento disponibili per le PMI.**
- Le PMI hanno una rilevanza assoluta nell'economia europea in termini di numero di addetti e di valore aggiunto prodotto. E l'Italia è tra i Paesi europei in cui il peso delle PMI è più significativo.
- Dal punto di vista della struttura finanziaria, le PMI ricorrono prevalentemente all'indebitamento bancario. Strumenti basati sul mercato, quali azioni, titoli di debito e factoring, sono considerati molto meno frequentemente come una potenziale fonte di finanziamento.

- Gli imprenditori sono, infatti, riluttanti ad aprire il capitale ad investitori esterni per non perdere il controllo sulle strategie di *business* nel lungo periodo.
- Inoltre la maggioranza degli imprenditori preferisce mantenere il proprio status di PMI piuttosto che crescere come dimensione.
- La crisi finanziaria ed il conseguente razionamento del credito bancario e delle altre forme di finanziamento all'economia hanno colpito in modo più marcato le imprese di piccole e medie dimensioni, a motivo del più elevato tasso di indebitamento che contraddistingue tali imprese, nonché della minore redditività rispetto a imprese di maggiori dimensioni che possono sfruttare economie di scala e di scopo, rafforzando gli impulsi recessivi per l'economia. Le PMI localizzate in alcuni Paesi europei sono state penalizzate anche dalla mancanza di un mercato integrato del credito nell'Eurozona.
- Per altro verso, la crisi finanziaria e l'attuale situazione di debolezza macroeconomica hanno avuto un impatto negativo sulla fiducia e sulla propensione al rischio degli investitori istituzionali, in particolare negli Stati Membri in difficoltà finanziarie, riducendo anche la capacità del settore finanziario europeo di incanalare risparmi verso gli investimenti innovativi.
- Con riguardo all'Italia, il quadro che emerge dall'indagine dal rapporto Cerved PMI 2018 è confortante. Nel 2017 continua il miglioramento dei conti economici e si rimargina l'emorragia del sistema di PMI. Le dinamiche positive dei dati di bilancio delle PMI italiane s'inquadrano in un contesto generale positivo nell'area euro.
- L'ultima indagine della BCE sull'accesso a finanziamenti esterni delle imprese dell'area euro evidenzia i seguenti aspetti:
  - nel periodo da ottobre 2018 a marzo 2019, la disponibilità di manodopera qualificata rimane la preoccupazione principale per le PMI, insieme alla difficoltà di trovare mercati di sbocco, mentre l'accesso ai finanziamenti è

considerato l'ostacolo meno importante. Tuttavia, persiste un divario tra i diversi Paesi europei: per le PMI di Italia, Irlanda e Francia, il reperimento di fondi esterni rimane la preoccupazione principale.

- La disponibilità di fonti di finanziamento esterno, nell'insieme, è in crescita in Europa, soprattutto da parte delle banche, sebbene la tendenza sia meno marcata che in passato. Alcuni Paesi, tra cui l'Italia, hanno indicato la persistenza di ostacoli al reperimento di finanziamenti esterni.
  - I prestiti bancari rappresentano la fonte di finanziamento più rilevante per le PMI in Europa. La situazione non è omogenea in quanto sono le PMI più vulnerabili che fanno ricorso a linee di credito ed a prestiti bancari come principale fonte di finanziamento, mentre le PMI redditizie si affidano maggiormente all'autofinanziamento.
- La Commissione Europea, come noto, ha cambiato approccio nel corso del tempo con riguardo allo *intermediazione finanziaria non-bancaria*: da «gestione» di una minaccia alla «scoperta» di un'opportunità, per costruire un sistema finanziario sicuro che supporta e stimola l'economia reale.
  - In quest'ottica sono stati adottati gli atti normativi relativi alle forme di gestione collettiva di investimenti alternativi, diretti a favorire lo sviluppo di investitori specializzati nell'investimento in capitale di debito e di rischio delle piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*) e in progetti infrastrutturali di lungo periodo. Mi riferisco in particolare alla Direttiva sui fondi d'investimento alternativi (AIFMD), al Regolamento EuVECA ed al Regolamento ELTIF.
  - La revisione dei regolamenti EuVECA ed EuSEF, anticipata rispetto alle scadenze previste per legge, ha avuto tra i suoi obiettivi quello di rafforzare l'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese e accrescere la competitività di tale

strumento di finanziamento. Le nuove regole, entrate in vigore nel marzo 2018, consentiranno altresì di ridurre i costi legati alla commercializzazione *cross-border* di tali fondi, semplificando i processi di registrazione all'interno dell'Unione europea. I relativi regolamenti delegati entreranno in vigore l'11 dicembre 2019. Si spera così di dare ulteriore spinta a questo tipo di fondi.

- La Commissione Europea ed il FEI hanno lanciato nell'aprile 2018 un fondo di fondi di VC Pan-europeo (denominato VentureEU), per favorire gli investimenti in *start-ups* e *scale-ups* innovative in Europa. Sei fondi hanno ricevuto il supporto dell'UE per realizzare la loro missione. Con un apporto di fondi EU dell'ordine di €410 milioni, tali fondi mirano a raccogliere fino a €2.1 bilioni tra investimenti pubblici e privati. A sua volta, ciò dovrebbe incentivare €6.5 miliardi di nuovi investimenti in *start-up* e *scale-up* innovative in Europa, raddoppiando l'ammontare di VC attualmente disponibile in Europa.
- Il regolamento PEPP costituisce un altro intervento della CE diretto a rendere disponibili capitali non bancari in un'ottica di lungo termine. Il regolamento amplia il novero dei soggetti a cui sarà consentito di offrire prodotti pensionistici individuali armonizzati, estendendo tale possibilità anche ai gestori di fondi di investimento. Oltre agli strumenti tradizionali quali i fondi di credito o i fondi alternativi armonizzati, i gestori, in forza del regolamento PEPP, avranno quindi la possibilità di entrare in un nuovo mercato, attualmente dominato dalle imprese di assicurazione, offrendo prodotti che impiegano tecniche di mitigazione dei rischi in un orizzonte di lungo termine e quindi potenzialmente in grado di liberare fondi a favore di investimenti alternativi innovativi. I cittadini europei avranno a disposizione nuove opportunità di risparmio a lungo termine e di diversificazione del proprio patrimonio.
- Il Regolamento e la direttiva per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi d'investimento collettivo del

giugno 2019, eliminando gli ostacoli regolamentari alla distribuzione transfrontaliera per i fondi d'investimento e le divergenze tra le normative nazionali, faciliterà la distribuzione dei fondi di investimento all'interno dell'UE e contribuirà così al raggiungimento degli obiettivi di finanziamento innovativo e sostenibile, creando maggiori opportunità di investimento sia a livello nazionale che a quello europeo.

- Per sostenere le PMI che cercano di quotarsi sui mercati pubblici, e creare quindi opportunità di *exit*, il nuovo regime sul prospetto, adottato nel giugno 2017, renderà più conveniente per le imprese di tutte le dimensioni accedere al finanziamento azionario e quotare le proprie azioni nelle sedi di negoziazione.
- Nell'aprile 2019, i co-legislatori hanno concordato nuove norme per le PMI che cercano una quotazione sui mercati di crescita delle PMI che mirano a ridurre i costi di quotazione su queste piattaforme. Le nuove norme ridurranno la burocrazia per le imprese più piccole, rendendo al contempo tali mercati più attraenti per gli investitori. Un gruppo di esperti, 6 mesi dopo l'entrata in vigore del regolamento, monitorerà il successo e il funzionamento dei mercati di crescita delle PMI e pubblicherà una relazione 18 mesi dopo l'entrata in vigore.
- Abbiamo anche lavorato per migliorare la consapevolezza e l'educazione finanziaria delle PMI. In collaborazione con la Commissione Europea e le organizzazioni imprenditoriali, l'industria bancaria europea ha presentato nel giugno 2017 principi generali atti a garantire che le banche forniscano un *feedback* strutturato alle domande di credito delle PMI rifiutate. Questa iniziativa aiuterà le PMI a comprendere le ragioni del rifiuto della domanda di credito e quali informazioni possono essere più vantaggiose per loro da divulgare.
- Infine, la Commissione ha lanciato uno studio esterno per fotografare lo stato della ricerca sulle PMI e l'impatto delle nuove regole MiFID II sull'*unbundling*.

- **Secondo, Una nuova strategia europea per una crescita più sostenibile.**

- L'Europa sta assumendo un ruolo di primo piano a livello mondiale nella creazione delle condizioni per incanalare investimenti privati verso obiettivi più sostenibili.
- Questo è importante non solo per il nostro benessere, ma anche per la prosperità della nostra economia e delle generazioni future. Saranno create nuove imprese e le imprese esistenti passeranno a un contesto imprenditoriale in cui si nasceranno nuovi posti di lavoro e nuove opportunità di investimento.
- Le azioni in questo settore vanno dallo sviluppo di un linguaggio comune sulla finanza sostenibile (tassonomia), al miglioramento delle divulgazioni legate al clima da parte delle imprese, all'integrazione di fattori di sostenibilità nelle decisioni di investimento da parte dei gestori di fondi e degli investitori istituzionali in generale e alla promozione dell'uso di *benchmark* che considerano società a bassa emissione di carbonio.
- Questo rappresenterà un'opportunità ma anche una sfida per le PMI che dovranno reperire le risorse per finanziare la transizione.

- **Terzo, Innovazione tecnologica nel settore finanziario.**

- La rivoluzione tecnologica in atto ed i minori costi di reperibilità delle informazioni sono all'origine della trasformazione del settore finanziario e della perdita progressiva di importanza del finanziamento bancario tradizionale fondato su consolidate relazioni interpersonali.
- La Commissione ha assunto alcune iniziative per favorire le imprese *Fintech* tra cui la recente proposta sul *crowdfunding*.



- La proposta di *crowdfunding* presentata dalla Commissione consentirebbe alle piattaforme di richiedere una licenza dell'UE basata su un'unica serie di norme e consentirebbe pertanto alle piattaforme di *crowdfunding* di fornire i loro servizi in tutta l'UE.
- Il quadro migliorerebbe l'accesso ad una forma innovativa di finanziamento per le imprese che necessitano di finanziamenti, in particolare le *start-up*, garantendo al contempo che gli investitori beneficino di misure di protezione efficaci. La proposta legislativa è ancora in fase di negoziazione in seno al Consiglio.

### **3. Il settore del risparmio gestito**

- Tornando al settore del risparmio gestito, i fondi di investimento hanno un ruolo strategico nella realizzazione della CMU e del mercato unico che si estrinseca, non solo nella capacità di assicurare alle PMI l'accesso a fonti di finanziamento alternative al canale bancario, ma anche attraverso l'offerta di un ampio spettro di prodotti che consente agli investitori una migliore allocazione dei propri risparmi sull'orizzonte temporale preferito.
- Gli operatori professionali e specializzati nel *private equity* e *venture capital*, inoltre, dispongono delle risorse e degli strumenti per identificare, gestire e monitorare i rischi connessi agli investimenti realizzati per conto degli investitori, superando così le obiezioni che l'investimento in PMI tramite equity o bonds da parte degli investitori al dettaglio solleva sotto il profilo della protezione dei medesimi in relazione alla loro incapacità di misurare e monitorare il rischio di credito associato all'investimento diretto in PMI.
- I fondi di *private equity* si indirizzano generalmente verso imprese 'eccellenti', connotate cioè da elevate prospettive reddituali e di crescita nel medio termine (intorno ai 7 anni). Tali fondi, quindi, privilegiano le imprese che si trovano in una fase del ciclo di vita successiva a quella iniziale e, per tale

motivo, sono in concorrenza con gli intermediari creditizi. Questi ultimi basano le loro valutazioni sul merito creditizio delle imprese sui medesimi criteri di *screening* dei fondi di investimento, ossia i dati storici di bilancio.

- Il *venture capital* si indirizza invece alle imprese nelle fasi iniziali del ciclo di vita. Le varie forme di *seed capital* e di *venture capital* sono pertanto uno degli strumenti più importanti nel favorire la nascita di nuove imprese e la crescita di quelle esistenti, specialmente se operanti in settori legati a nuove tecnologie (ad es. biotecnologie) in cui è particolarmente forte la presenza di asimmetrie informative. Solitamente, le operazioni di *venture capital* sono caratterizzate da una combinazione rischio-rendimento più elevata rispetto al *private equity* che le rende poco appetibili per il canale bancario.
- Negli USA il valore delle “*venture capital-backed companies*” ammonta a circa il 20% della capitalizzazione totale di borsa. Peraltro le società nate con il supporto del VC quotate a Wall Street investono gran parte delle loro risorse in ricerca e sviluppo contribuendo alla crescita e all'occupazione.
- In Europa i dati di settore mostrano come l'ecosistema tecnologico sia diventato più competitivo, accrescendo la capacità di creare *startup* e farle crescere. Il numero dei *tech hub* è in aumento e crescono i finanziamenti di *venture capital* e *private equity*, ciò che si specchia nel miglioramento del contesto normativo dedicato al capitale di rischio, e nelle ulteriori azioni intraprese dalla Commissione per favorirne lo sviluppo.
- Ciononostante, il mercato del *private equity* e del *venture capital*, sebbene sempre più in espansione ed organizzato su base pan-europea, presenta un ampio potenziale che non è tuttavia ancora completamente sfruttato.
- Il fenomeno di *scale-up* mancante in Europa potrebbe essere collegato alla mancanza di acquirenti di tecnologie seriali, vale a dire gli operatori storici in settori altamente innovativi e

competitivi. Di fronte alla scelta di crescere o essere acquisiti, i finanziamenti alternativi diventano essenziali. Gran parte delle imprese europee in questa fase cruciale di vita sono acquisite da società non europee, in particolare americane.

- La presenza congiunta sia di acquisizioni che gli acquirenti stranieri può essere un segnale che le *start-up* europee non dispongono del capitale di crescita necessario per espandere e rafforzare la loro posizione. In assenza della possibilità di quotazione, tali imprese possono finire per essere acquisite.
- Con riguardo all'Italia i dati 2018 sono incoraggianti. Si osserva tuttavia la medesima situazione che nel resto di Europa. I fondi di *private equity* sono caratterizzati da una dimensione insufficiente a sostenere le società nelle fasi più avanzate del loro percorso di sviluppo (*scale up* e *pre-IPO*).
- L'ecosistema del finanziamento all'innovazione in Italia risulta essere poco maturo in confronto alle principali economie europee, sebbene gli investimenti nelle *start-ups* siano in netta crescita rispetto all'anno precedente ed i dati del primo trimestre 2019 siano altrettanto incoraggianti. Il numero dei fondi operativi è inferiore a 10 e sono pressoché assenti le possibilità di *exit*. Se gli investimenti dei fondi di *Venture Capital* in Italia sono stimabili nell'ordine di qualche centinaia di milioni di euro, per gli altri Paesi europei la stima si aggira sull'ordine di qualche miliardo di euro.
- In generale, si tratta di creare un ecosistema più dinamico per le imprese innovative, in particolare le PMI, diversificando la base di investitori, promuovendo un ruolo più attivo per gli investitori al dettaglio e istituzionali nei mercati dei capitali e superando le resistenze culturali delle PMI nei confronti del finanziamento a titolo di capitale di rischio.
- Al fine di conseguire tali obiettivi un primo elemento chiave è la qualità e la comparabilità delle informazioni finanziarie e non finanziarie a disposizione degli investitori, soprattutto a livello transfrontaliero. Gli investitori di capitale di rischio, infatti,

tendono ad operare in mercati altamente opachi. È quindi necessario ridurre le asimmetrie informative, aumentare la visibilità e la comparabilità delle PMI.

- Le nuove tecnologie applicate alla finanza e le nuove regole, si pensi alle potenzialità che offre la Direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento a livello dell'UE (PSD2), contribuiranno a superare il *gap* informativo esistente e quindi possono essere considerati come un volano del cambiamento del risparmio gestito e del settore finanziario in generale. I costi connessi all'innovazione e automazione dei processi di investimento saranno controbilanciati dai benefici in termini di efficienza delle decisioni di investimento, che potranno beneficiare di informazioni sulle imprese aggiornate e processate in tempo reale, a complemento di quelle economico-finanziarie tradizionali di tipo storico.
- Dal canto suo, la Commissione valuterà se è necessario intervenire per incentivare la ricerca sulle PMI sulla base degli esiti del citato studio sul grado di copertura di PMI della ricerca disponibile sul mercato e gli eventuali cambiamenti derivanti dall'impatto delle nuove regole introdotte MIFID II sull'*unbundling* dei costi della ricerca.
- Un secondo elemento chiave è stimolare le negoziazioni e quindi la liquidità sui mercati secondari. La quotazione in borsa rappresenta ancora una attività estremamente rara per le PMI in particolar modo italiane. Disporre di informazioni adeguate sulle imprese e le PMI in particolare è un passo importante per aumentare la liquidità dei mercati di trattazione e ridurre il costo del capitale. Inoltre, sarà necessario rimuovere le barriere tuttora esistenti all'ingresso sul mercato dei capitali, così da creare opportunità di *exit* e attrarre un maggior numero d'investitori disponibili a erogare finanziamenti sotto forma di *private* e *venture capital*. Un gruppo di esperti sarà istituito entro sei mesi dall'entrata in vigore della proposta di revisione dei mercati di crescita per le PMI. Il suo mandato sarà quello di

monitorare il successo ed il funzionamento dei medesimi. Le conclusioni cui perverrà il gruppo di esperti saranno pubblicate entro un anno dalla sua istituzione e informeranno le iniziative future della Commissione.

#### **4. Conclusioni**

- Come detto, la Commissione Europea ha tenuto fede agli impegni presi nel 2015 e nel 2017. Benché l'accordo politico raggiunto non sia pienamente soddisfacente in relazione alle proposte della Commissione, sono dell'avviso che la Commissione abbia posto i caposaldi della CMU su cui sviluppare il nuovo piano d'azione.
- La futura Commissione deciderà quali ulteriori misure saranno necessarie per creare un ecosistema del finanziamento all'innovazione che renda agevole la raccolta di capitali *cross border*; sono tuttavia fiducioso che la realizzazione del mercato unico dei capitali e l'ampliamento dei canali di finanziamento delle PMI resteranno una priorità della Commissione nel quinquennio che sta per iniziare. Peraltro la CMU è un presupposto imprescindibile per il conseguimento degli obiettivi dell'Unione Europea in tema di finanza sostenibile.
- Introdurre nuove regole è necessario per rimuovere le barriere *cross-border*, ma non è sufficiente. L'implementazione e supervisione del nuovo quadro regolamentare è altrettanto essenziale. Gli Stati Membri e l'industria devono, dunque, fare la loro parte.
- In particolare, la piena condivisione da parte degli Stati Membri di obiettivi, strumenti e risultati attesi Europea costituisce la condizione *sine qua non* per l'efficacia dell'azione della Commissione medesima.
- L'innovazione digitale e l'orientamento verso modelli di *business* sostenibili acquiscono la necessità per le PMI di strutturarsi secondo dimensioni sufficientemente significative, adeguate a supportare i cambiamenti necessari nel lungo

termine. A questo riguardo, tutti gli attori in gioco, inclusi gli investitori istituzionali ed i fondi d'investimento, sono chiamati a fare uno sforzo particolare per educare le PMI nei confronti del finanziamento sotto forma di capitale di rischio che meglio si presta a supportare tali cambiamenti strategici.

- Gli investitori istituzionali ed i fondi d'investimento sono infine chiamati ad offrire prodotti/servizi che rispondano all'esigenza di finanziare la trasformazione digitale e la transizione verso un'economia sostenibile e che si caratterizzano per investimenti sempre più a lungo termine e con un influsso più diretto sul *management*. Gli investimenti in capitale di rischio dovrebbero considerare il tempo necessario per la realizzazione di rendimenti economici reali delle attività sottostanti.