

EUROPEAN CAPITAL MARKET UNION (CMU)

Le imprese verso la CMU

MAURIZIO MURGIA

Facolta' di Economia

Libera Universita' di Bolzano

Intervento al Convegno Invernale ADEIMF 2016

Universita' di Pisa, 19 febbraio 2016

Outline

1. CMU: Perché Europa ha bisogno della CMU?
2. Alcuni fatti stilizzati
3. CMU e le implicazioni per la finanza d'impresa

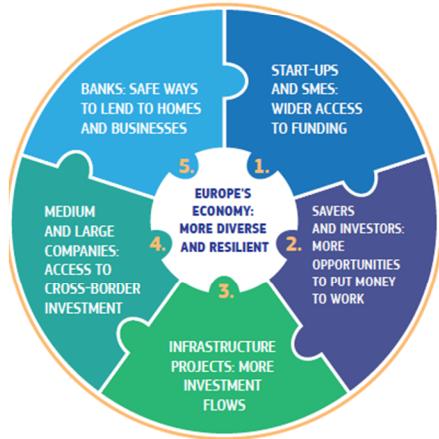
Punto 1: Mi concentro sugli obiettivi della CMU come delineati dalla Commissione Europea, il Presidente Jean-Claude Juncker e il Commissario Jonathan Hill

Punto 2: Brevi spunti dalla letteratura finanziaria che ci può essere utile per ricordare da dove nasce l'esigenza di un Mercato Unico dei Capitali in Europa

Punto 3: Fattori critici perché la CMU si realizzi come ha previsto la Commissione Europea in particolare per il ruolo propulsore che può avere per la finanza delle imprese

Obiettivi della Commissione EU

WHO BENEFITS FROM CMU



"I want the Capital Markets Union to help European businesses, and our SMEs in particular, have a wider range of funding options. I want it to give consumers more options for investing their money. I want to knock down barriers to make it easier for capital to flow freely across all 28 Member States."

Commissioner JONATHAN HILL, responsible for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union

Premessa relativa agli obiettivi della CMU: sono ambiziosi, molto ambiziosi. Il Presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker ha specificato in poche parole e termini molto generali gli obiettivi della CMU:

MASSIMIZZARE I BENEFICI DEI MERCATI DEI CAPITALI E DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE NON BANCARIE PER L'ECONOMIA REALE.

Il progetto della CMU è potenzialmente in grado di rimuovere il punto di flesso in cui si trova ora l'Europa dopo le due crisi finanziarie

L'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU)

Obiettivi della CMU

- Allargare l'accesso ai finanziamenti per tutte le imprese europee (in particolare SMEs) e i progetti di investimento per le infrastrutture

Punto 1: In realtà i mercati dei capitali Europei stanno funzionando relativamente bene. Ma specifichiamo per chi: Per le grandi imprese quotate e con un rating di qualità (investment grade) l'accesso ai finanziamenti praticamente non conosce restrizioni o limiti di sorta. Il mercato delle obbligazioni rischiose (High Yield) è cresciuto negli ultimi anni a tassi superiori al 30%, ed è relativamente efficiente e liquido. Nel 2015 il volume degli IPOs, le nuove quotazioni, è stato più grande in Europa che negli Stati Uniti.

La preoccupazione della CMU è per le SMEs, le piccole-medie imprese. Come sappiamo queste imprese contano per oltre i due terzi dell'occupazione, e Sono quelle che hanno contribuito per quasi l'85% all'aumento di occupazione in Europa negli ultimi dieci anni.

Nel 2015 c'erano oltre 23 milioni di queste imprese nell'Europa ma solo circa 11.000 (-0,05%) sono quotate o negoziate in MTFs. Una delle ambizioni della CMU è di far crescere questa quota di imprese che possono accedere direttamente al mercato dei capitali. Attualmente le SMEs dipendono significativamente dal Sistema bancario che per ragioni in parte legate alla regolamentazione e in parte conseguenti alle crisi finanziarie hanno sperimentato una forte riduzione di questo canale di finanziamento.

L'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU)

Obiettivi della CMU

- Aumentare le opportunità di diversificazione degli investimenti e l'integrazione finanziaria dei mercati EU

Punto 2: Questo punto intende in particolare l'aumento della domanda di strumenti di mercato da parte degli investitori europei.

In Europa c'è tanto risparmio, ma la gran parte di questo o è negli asset immobiliari delle famiglie e quindi illiquido, oppure è investito tramite intermediari finanziari, in primis le banche con i depositi bancari, e poi pensioni e assicurazioni vita. Gli strumenti finanziari di mercato (azioni e obbligazioni) detenuti direttamente rappresentano un modesto 4%, secondo recenti dati della Commissione Europea.

La CMU ha quindi l'obiettivo da una parte di aumentare l'offerta di strumenti finanziari di mercato e dall'altro quello di creare gli incentivi agli investitori europei a canalizzare direttamente i propri risparmi verso queste opportunità di investimento. Così facendo sarà possibile una miglior diversificazione di portafoglio e una gestione dei rischi.

In sintesi la CMU intende facilitare l'accesso a strumenti di capitali di rischio, anche per ridurre il peso del debito nel finanziamento delle imprese.

L'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU)

Obiettivi della CMU

- **Rendere I mercati piu' efficienti, liquidi e ridurre il costo del capitale per le imprese europee per dare un contributo significativo per la crescita economica, la competitività e la stabilita' del sistema finanziario**

Punto 3:

Mentre l'economia statunitense ha una dimensione comparabile a quella Europea, I suoi mercati dei capitali sono molto più ampi.

Il mercato europeo dei capitali e' tuttora frammentato, e in diversi paesi i mercati nazionali sono modesti, poco liquidi e poco efficienti

Se confrontiamo Europa e Stati Uniti:

Risparmio europeo concentrato nel settore bancario

Ad eccezione del comparto assicurativo, I fondi di investimento europei sono circa il 50% di quelli USA

Mercati azionari (60%), Ci sono 23 Borse europee in competizione mentre negli USA ne hanno solo 3.

Mercati corporate bonds (35%), Mercati cartolarizzazioni (20%)

La dominanza del finanziamento bancario e' poi evidente dai bilanci delle imprese non finanziarie europee dove I prestiti sono in media oltre il 30% delle passivita' (10% negli USA)

In ultima Battuta: l'idea della CMU è di superare le dimensioni nazionali dei singoli mercati dei capitali e creare un più grande e vero mercato pan-europeo

Tutto quanto sotto, non da menzionare (è troppo):

L'Europa in questo momento non ha un mercato unico dei capitali. Per esempio abbiamo 23 Borse in competizione, mentre negli USA ce ne sono 3.

La frammentazione dei mercati è un problema serio e deve essere affrontato. Occorre lasciarsi alle spalle la logica delle Borse nazionali e i progressi nella tecnologia che oggi abbiamo a disposizione possono aiutare a mantenere i benefici della quotazione o

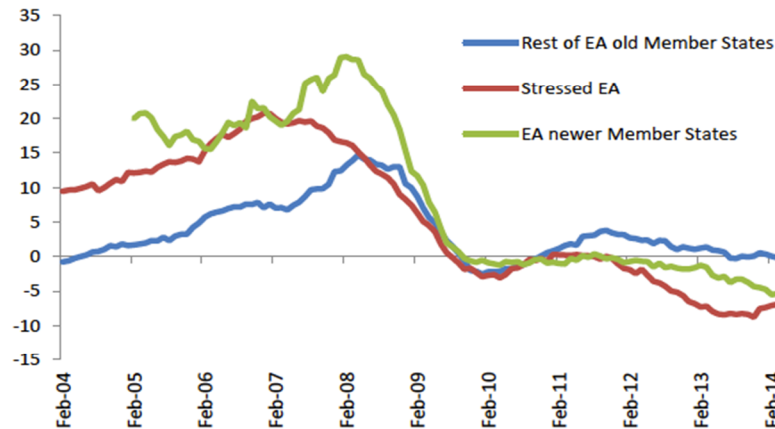
L'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU)

Obiettivi della CMU

- La CMU vuole essere un complemento dell'attività del Sistema bancario, che a sua volta può trarre ulteriori opportunità di business da mercati dei capitali più ampi

La CMU vuole aumentare le opportunità di investimento e finanziamento. Tra i beneficiari ci saranno anche le banche, perché con mercati più ampi ed efficienti Si potranno sviluppare nuove possibilità di business bancario, non solo per incrementare i ricavi, ma anche per una migliore gestione dei rischi.

Perche' L'Europa ha bisogno dell'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU)?



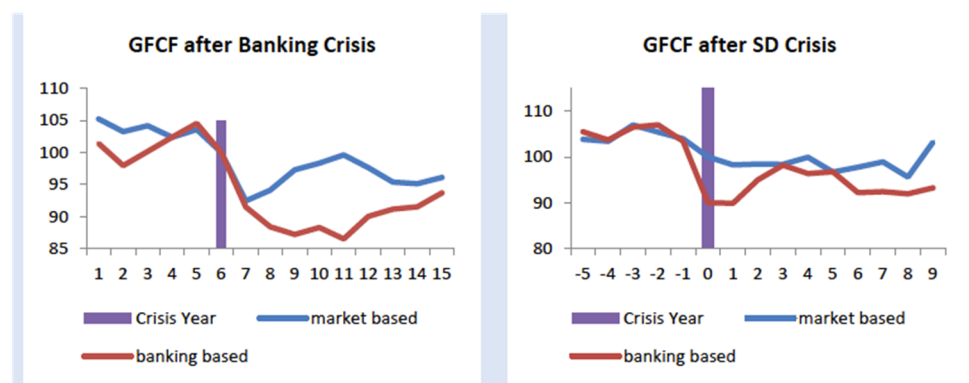
Source: ECB

EU: Tassi di crescita dei prestiti bancari distinti per Aree

Questo grafico l'ho estratto da uno studio della BCE ci presenta efficacemente una delle motivazioni che sta alla base del progetto della CMU.

Quando in un sistema finanziario centrato sulle banche e che può operare con l'aiuto di una gigantesca liquidità artificiale creata dalla Banca Centrale Europea i prestiti delle banche al settore non finanziario o non crescono o addirittura in diversi Paesi si contraggono, occorre intervenire in qualche modo.

Perche' L'Europa ha bisogno dell'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU)?



Tasso di crescita degli investimenti durante crisi bancarie o del debito sovrano

In questi ulteriori grafici voglio illustrare un altro punto di vista sulle determinazioni che stanno alla base del progetto della CMU. I grafici sono di uno studio della European Investment Bank del 2015.

Rappresentano l'andamento temporale della crescita degli investimenti nei paesi che sono stati interessati da una crisi del sistema bancario o da una crisi del debito sovrano. Si tratta di un lavoro della European Investment Bank che utilizza i dati di Reinhart e Rogoff che hanno aggregato oltre 67 Paesi in 50 anni con 121 crisi bancarie e 87 crisi del debito pubblico.

Quello che notiamo e' che in media, in seguito ad una crisi bancaria i sistemi orientati ai mercati, pur subendo un calo come i sistemi bank-based ripartono molto piu' rapidamente. Nel caso delle crisi del debito pubblico i sistemi market-based influiscono sugli investimenti meno che i sistemi orientati alle banche.

Perche' Europa ha bisogno dell'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU)?

- Soprattutto dagli anni '90 il sistema bancario europeo e' cresciuto enormemente: si e' sviluppato piu' rapidamente di altri mercati bancari (es. USA, Giappone) e a tassi molto piu' elevati del PIL e della ricchezza delle famiglie europee
- Tutto questo ha contribuito a rendere il sistema finanziario Europeo come fortemente sbilanciato sulle banche (*bank-based*)
- Al contrario, nello stesso periodo, I mercati dei capitali europei sono cresciuti limitatamente e relegati ad un ruolo minore per il finanziamento delle imprese

Il totale degli attivi bancari europei nel 2013 era intorno ai 42 trilioni di euro e circa il 334% del PIL aggregato europeo.

Gli stessi numeri per gli USA sono 11tn di euro e l'88% del PIL. Il Giappone e' in una posizione intermedia con 8 trilioni di euro e il 196% del PIL.

Il sistema finanziario Europeo è *bank-based*: vantaggi e svantaggi

- Sistemi finanziari *bank-based* hanno tassi di crescita economica inferiori e più volatili rispetto ai sistemi *capital market-based*
- Sistemi finanziari *bank-based* accentuano il rischio sistemico
- Crisi finanziaria e crisi debito sovrano hanno prodotto effetti reali negativi (investimenti e occupazione) via il canale del credito bancario (costo e disponibilità)

Bisogna sottolineare che mentre l'evidenza empirica mostra una chiara relazione di causalità negativa tra crescita del credito bancario e crisi economiche, lo stesso rapporto di causalità non ha mai trovato riscontro per il finanziamento non bancario ed in particolare per il capitale azionario. Al contrario quest'ultima è una variabile che contribuisce significativamente alla crescita economica

I sistemi finanziari *bank-based* svolgono un ruolo propulsivo soprattutto per le economie emergenti e in via di sviluppo, ma le banche riducono il loro apporto alla crescita quando il sistema economico cresce e diventa più sofisticato. È la nota relazione di una U inversa tra crescita economica e peso delle attività bancarie in relazione al PIL

Sistemi finanziari *capital market based* il caso USA

- Il caso USA e' un utile case study per capire l'obiettivo che il progetto della CMU intende raggiungere.
- Negli USA lo sviluppo di sofisticati mercati dei capitali e le restrizioni alla crescita del sistema bancario si fonda su diversi fattori storici ed interventi istituzionali:
 1. Glass-Steagal Act 1933
 2. Regulation Q negli anni 70
 3. Bank Holding Company Act e le restrizioni ai mercati bancari locali
 4. ERISA 1979 Prudent Man Rule
- Downside: Il rischio dei sistemi *capital market based*, soprattutto nei momenti di crisi

Qui non voglio suggerire che la CMU deve fare un copia/incolla del Sistema finanziario statunitense, ma semplicemente ricordare che studiando la storia finanziaria degli Stati Uniti vediamo che il cammino verso la creazione di un efficiente mercato dei capitali non e' stato ne' breve ne' semplice.

Il Glass Steagal ha di fatto incoraggiato lo sviluppo e crescita dell'industria dell'investment banking e della securities industry come alternativa alle banche commerciali. Regolamentazione che e' sopravvissuta per oltre 50 anni e poi di fatto soppiantata prima da forze competitive nell'industry e poi nel 1999 con la riforma del Gramm-Leach-Bliley Act che ha facilitato la creazione di alcuni grandi conglomerati finanziari

La Regulation Q che ha limitato le remunerazioni ai depositi bancari favorendo strumenti di risparmio alternativi come i fondi di mercato monetario, il mercato dell'eurodollaro e lo sviluppo di investitori istituzionali specializzati

Nel BHC Act di fatto si impedivano lo svolgimento del business bancario fuori stato. Fino al 1994 le banche americane operavano nel proprio Stato. In seguito ai primi fallimenti di casse di risparmio e alla limitata possibilita' di far acquisire le banche fallite queste restrizioni vengono gradualmente rimosse in vari Stati. Cio ha permesso di contenere la dimensione delle banche statunitensi, che e' cresciuta solo dopo che la regolamentazione e' stata modificata e si sono realizzate una lunga lista di fusioni tra banche operanti in diversi stati. Allo stesso tempo i mercati azionari e delle obbligazioni societarie hanno potuto svilupparsi come valide alternative per il finanziamento delle imprese

CMU: le sfide

- Perche' si realizzi come un progetto di successo la CMU dovra' simultaneamente:
 - Attrarre e convincere gli investitori a diversificare i propri portafogli con maggiori strumenti di mercato
 - Integrare i mercati europei perche' le imprese possano accedere direttamente a fonti di finanziamento di mercato non bancarie

Se le imprese che cercano finanziamenti saranno attratte dalle opportunita' disponibili nel mercato dei capitali europeo, e gli investitori avranno convenienza ad includere strumenti di mercato nei propri portafogli, la CMU diventera' un'iniziativa di successo aumentando dimensione, liquidita' ed efficienza del mercato unico ed attivando un circolo virtuoso per debitori ed investitori

CMU: Aree di riforma/intervento

- Taxes: Asimmetrie fiscali tra debito e azioni
- Disclosure: Regolamentazione prospetti informativi sui titoli
- Technology: Sfruttare tecnologia per aumentare offerta di titoli facilmente negoziabili in piattaforme e canali distributivi accessibili anche ad investitori individuali

- Tassazione: c'è un'accessa discussione di questi temi, ma francamente quanto sappiamo dalla letteratura non è di grande aiuto.
- Ad esempio, Gli Stati Uniti hanno una delle più elevate corporate tax nel mondo sviluppato, ma al contempo hanno anche una quota di finanziamento azionario delle imprese tra le più alte.
- In teoria dovremmo osservare esattamente il contrario dato il ben noto vantaggio fiscale dei debiti. Vi è da dire che queste relazioni empiriche non sono semplici da individuare, anche
- perché la struttura del capitale delle imprese è un insieme di decisioni dinamiche e sequenziali nel tempo che non permette di individuare la relazione di causalità tra tassazione e decisioni sul debito.
- A mio avviso, è forse più produttivo discutere di una vera FISCAL UNION tra gli stati membri, evitando che le imprese si cimentino gli arbitraggi fiscali che sono gli occhi di tutti.
- Asimmetrie informative: Prospetti e costi di transazione del listing per le imprese SMEs. È il caso di riconsiderare questi costi e mettere in atto significativi incentivi come è stato fatto nel caso dei Private Placement in Francia e Germania, dove sta funzionando bene e anche nel caso italiano dei cosiddetti Mini-Bond
- Se i mercati dei capitali in Europa devono cambiare, una spinta decisiva la darà la tecnologia e in particolare quelle piattaforme di negoziazione che possono creare i giusti incentivi per accogliere titoli
- Di PMI non quotate. La MIFID II va in questa direzione

CMU e implicazioni per la finanza d'impresa (domanda)

- Il nodo cruciale degli “Asset Owners”: quelli che dovranno portare più capitale nel mercato unico dei capitali
- L'aumento delle opzioni di investimento nei mercati offrirà agli investitori europei una più efficiente gestione del risparmio
- Criticità 1: Home Bias
- Criticità 2: Educazione e cultura finanziaria della gran parte degli investitori individuali

In sintesi

- Il Sistema bancario europeo ha servito molto bene e per lungo tempo le imprese dei settori economici non-finanziari, ma questo modello di business in Europa sta cambiando radicalmente. Non sarà un processo veloce perchè gli eco-sistemi finanziari cambiano lentamente
- Banche dovranno ridurre il leverage ed essere più capitalizzate. Il peso dei prestiti bancari per il finanziamento delle imprese destinato a ridursi.
- Best practice: Alcune iniziative coerenti con la visione della CMU sono in corso. Assistiamo ad iniziative molto positive in alcuni Paesi europei che vanno in questa direzione. Per esempio il mercato del Private Placement in Germania e anche in Francia. il mercato dei prestiti non-formalizzati noti come Schuldschein in Germania o I Mini-Bond in Italia
- La Capital Market Union dovrà farsi carico delle esigenze di finanziamento esterno delle imprese, soprattutto le SMEs, e ha di fronte oltre ai tanti problemi che abbiamo visto anche la probabile complicazione del prossimo futuro quando l'enorme liquidità artificiale creata dalla ECB – e su cui oggi galleggia il mercato finanziario europeo – andrà ad esaurire i suoi effetti

Grazie per l'attenzione