

**BANCHE.** L'impatto della nuova normativa per gli investimenti Mifid2 sulle imprese

# Più trasparenza o più burocrazia?

**Cosa cambia nella gestione della tesoreria e delle emissioni delle aziende per finanziarsi sul mercato. Tre voci a confronto, in attesa delle indicazioni di Consob e Banca d'Italia**

di Giovanni Medioli

**C**on l'inizio di gennaio è entrata in vigore anche in Italia la normativa Mifid 2 (*Markets in Financial Instruments Directive 2*), che introduce un nuovo, consistente set di regole a cui dovranno attenersi gli intermediari finanziari a protezione degli investitori, mandando in pensione la Mifid 1 che risaliva al 2004. Con l'augurio, da utente di servizi bancari e finanziari, che la nuova impallinata di regole europee sugli strumenti finanziari funzioni almeno un po' meglio della vecchia, visto che per adesso gli effetti della prima tornata normativa sembrano essere stati, soprattutto, un aumento esponenziale degli adempimenti burocratici per la clientela bancaria, senza nessun reale effetto di protezione dalla vendita impropria di prodotti "pericolosi" anche ai piccoli risparmiatori, come possono certificare tutti i correntisti delle popolari venete e delle altre banche finite in default a cui sono state rifilate obbligazioni subordinate il cui valore è andato poi tendenzialmente a zero senza che fossero stati spiegati i rischi che correavano (e che si sono poi puntualmente verificati).

## Un aggravio di procedure per l'investitore...

Il nuovo set normativo è talmente corposo e complesso che, come titolava il *Sole 24 Ore* del 17 dicembre 2017, nelle banche circolava la battuta «Non fatelo sapere ai clienti!» (che arriva). Clienti che, per adesso, di tutte le nuove regole sembrano aver avuto percezione solo per la richiesta di recarsi presso le filiali per "rivedere il loro profilo di rischio".

Cioè, in sostanza, depositare altre firme, salvo scoprire che non possono dichiarare un livello di conoscenza della materia finanziaria troppo basso, e dunque sottoscrivere un profilo di rischio minimo, neanche se vogliono acquistare prevalentemente titoli di stato. Il comportamento, fino a qualche anno fa tipico dei risparmiatori più tranquilli, oggi (dopo la crisi dei debiti sovrani del 2011) viene considerato dalla normativa un'abitudine da speculatori incalliti.

## ... e di costi e burocrazia per la banca

Da un punto di vista generale l'arrivo della nuova normativa certamente non avviene in un buon momento interno per le banche italiane, provate da anni di crisi, che stanno uscendo solo dallo scorso anno dalla trappola dell'aumento delle sofferenze e dei Npl (*Non Performing Loans*, i crediti inesigibili che, secondo dati di S&P Global Ratings fra 2015 e 2016 erano arrivati a pesare circa per il 20% dei prestiti concessi dalle banche ai clienti, oggi sono scesi sotto al 15%), in piena bufera politica sull'(in)efficacia dei sistemi di vigilanza. Mifid 2 rappresenta, al di là delle dichiarazioni ufficiali, un aggravio di costi per il sistema e un'incognita sulle nuove procedure che dovranno essere implementate in un momento quanto meno problematico: anche se le condizioni di mercato consentirebbero di aumentare il credito alle imprese, il sistema produttivo in questo momento non sembra chiedere credito aggiuntivo alle banche e gli impieghi faticano a ripartire.

In più Mifid 2 arriva insieme ad altri im-

portanti cambiamenti tecnologici e normativi, dal sempre maggior peso delle attività bancarie svolte online o via cellulare ai pagamenti che non passano più necessariamente dalle banche ma tramite le *fintech*, i nuovi sistemi di trasferimento finanziario.

### L'impatto incerto sulle imprese

In questo quadro le novità normative in arrivo non sono solo Mifid 2 ma anche Ifrs 9 (*International Financial Reporting Standards 9*), i nuovi criteri per la rendicontazione contabile finalizzata a evitare che ci si possa "non accorgere" dei crediti a rischio finché non è troppo tardi e Psd 2 (*Payment Services Directive 2*), la nuova direttiva europea sui servizi di pagamento emanata nel 2016 che regola i servizi di pagamento non solo effettuati attraverso i canali tradizionali (bonifici, carte di credito), ma anche attraverso i nuovi canali digitali. Insomma, come ha titolato recentemente un quotidiano italiano "Sportelli (bancari) senza pace", posto che Mifid 2 non riguarda in senso stretto solo le banche generaliste ma anche le banche di investimento, le Sgr (Società di gestione del risparmio), le Sim (Società di intermediazione finanziaria), broker e dealer finanziari, i gestori dei mercati regolamentati, i gestori di patrimoni (fra cui le assicurazioni) e i consulenti, i distributori di energia e di commodity.

La normativa, che riguarda sia la produzione sia la distribuzione e la gestione di prodotti finanziari, dunque, pur rivolgendosi principalmente ai risparmiatori persone fisiche (mercato retail), in realtà coinvolge tutti gli utilizzatori di prodotti finanziari, comprese le aziende. Almeno sotto due profili: il primo è quello della gestione di tesoreria, ovvero degli investimenti della liquidità generata dall'attività tipica dell'azienda. Il secondo è quello delle emissioni, ovvero delle obbligazioni o azioni emesse dalle imprese per finanziarsi sul mercato. ■

## Tre voci a confronto

### L'opinione di una banca

**A pochi giorni dall'entrata in vigore della normativa Mifid 2 chiediamo alla direzione centrale di Intesa Sanpaolo: quali effetti vi aspettate?**

Evidentemente è troppo presto per stimare quale possa essere l'effetto dei maggiori presidi a tutela degli investitori introdotti da Mifid 2, ma, in prima battuta, non si ritiene che la maggiore trasparenza sui costi possa, di per sé, modificare le loro scelte sul livello di rischio assunto. Infatti nulla cambia, da questo punto di vista, rispetto a quanto già previsto da Mifid 1: le banche e gli altri intermediari che offrono consulenza sono tenuti a raccomandare investimenti che siano adeguati alle caratteristiche e alle esigenze dei clienti così come acquisite nell'ambito dell'attività di profilatura della clientela. Con riguardo alla clientela imprese, i primi dati in nostro possesso sembrerebbero confermare quest'ipotesi, in quanto non sono stati rilevati cambiamenti particolari nelle scelte adottate dai responsabili della gestione delle tesorerie in relazione alle tipologie di prodotti in cui investono. I dati, seppur parziali, confermano che solo una parte residuale delle scelte di investimento viene orientata verso i fondi azionari, ed è invariata in relazione all'introduzione di Mifid 2 (circa l'1% del totale investito in fondi). Circa il 75% delle masse liquide è orientata su fondi obbligazionari (nel 2018, in leggera flessione al 65%). Sono invariati gli investimenti in fondi flessibili (circa 22%). Questo comportamento è coerente con le specifiche esigenze di que-

sto tipo di clientela che indirizza le proprie scelte in linea con la necessità di poter disporre delle proprie risorse finanziarie su un orizzonte temporale non lungo.

**Sotto il profilo delle imprese come emittenti, invece, che effetti vi aspettate? Non c'è il rischio che gli investitori finali possano evitare di acquistare, ad esempio, le emissioni delle Pmi come i minibond, perché giudicate più rischiose delle emissioni di società più grandi, magari anche se aggregate attraverso strumenti di investimento complessi come i Pir?**

Anche in relazione a questo aspetto vale quanto indicato sopra, ovvero che non è possibile prevedere l'impatto di Mifid 2 sulle scelte di investimento dei risparmiatori finali. Ma, in prima battuta, non si ritiene che la maggiore trasparenza sui costi possa essere, di per sé, un elemento che possa riorientare le scelte in direzione più prudentiale, né che Mifid 2, di per sé, renda meno "commerciabili" i "prodotti finanziari più rischiosi". In base ai dati in nostro possesso, dei primi giorni dell'anno e alla sensibilità commerciale trasmessaci dalla nostra rete di vendita, permane la preferenza accordata dalla clientela ai fondi Pir, anche ascrivibile alle

**Angelo Meda,**  
responsabile del  
mercato azionario di  
Banor Sim



agevolazioni fiscali previste. Si specifica infine che l'offerta dei fondi Pir di Eurizon si sviluppa su 3 fondi comuni, caratterizzata da una ampia diversificazione di portafoglio, volta anche a una diversificazione per asset class, su 3 livelli diversi di rischio, in maniera tale da soddisfare le esigenze di diversi profili di clienti.

### L'opinione di una Sim

**Angelo Meda**, responsabile del mercato azionario di Banor Sim, spiega che l'impatto di Mifid 2 sugli intermediari finanziari, a suo avviso, si sta sviluppando a tre livelli. Il primo è informatico, con l'obbligo di ottemperare ad alcuni requisiti tecnici. Il secondo riguarda la ricerca, con un incremento del livello di complicazione per gli operatori ma che non coinvolge i fondi. Il terzo, probabilmente il più dibattuto, è di governance. L'obbligo di vendere prodotti adatti al profilo di rischio del cliente: la novità è che l'intermediario è completamente responsabile se il prodotto venduto non è tarato al profilo di rischio del cliente. Ma è certo che questa regola (che in teoria sarebbe stata vigente anche con la Mifid 1) verrà applicata in maniera più restrittiva? «Dipende tutto da come agiranno Consob e Banca d'Italia – spiega Meda –, non darei per scontato che si vada realmente verso una politica restrittiva di maggior complicazione delle vendite di prodotti finanziari».

**Uno dei dubbi che ha colto molti imprenditori in queste settimane è che l'introduzione di norme più rigide sulla vendita dei prodotti di investimento possa vanificare i tentativi (per ora ancora timidi) di veicolare una parte del risparmio degli italiani sulle emissioni delle Pmi, che sembrava stessero iniziando a decollare con l'avvento dei Pir...**

Non vedo problemi per i Pir. Nel 2017 hanno raccolto circa 10 miliardi per un valore medio di circa 12mila euro, grossomodo il 20% del patrimonio mobiliare medio dei singoli clienti. Ritengo che quest'anno la cifra rimarrà più o meno quella. Ma se la domanda è: "I Pir hanno investito sulle Pmi?", la risposta è no. Certo, andrebbe fatto, ma in realtà l'anno scorso i Pir hanno investito solo sulle società già quotate. Gli incentivi fiscali alla quotazione andrebbero estesi anche alle emissioni di minibond o ai finanziamenti diretti in Pmi, anche per dare alle stesse Pmi un'alternativa al ricorso al credito bancario. C'è un'evidente situazione di squilibrio: negli Stati Uniti le Pmi si fanno finanziare per oltre il 90% dal mercato e dalle banche per meno del 10%, in Italia le banche rappresentano quasi il 100% delle fonti finanziarie d'impresa. I costi per le piccole emissioni sono ancora troppo elevati. Per raccogliere 3 milioni sul mercato le commissioni sono di circa 500 mila euro. Bisognerebbe educare meglio i gestori delle banche e soprattutto ristrutturare gli incentivi fiscali...

### Mifid 2 porta novità anche per i gestori di tesoreria delle aziende? Potrà influenzarne le decisioni di investimento?

A parte un leggero aumento degli adempimenti burocratici, in teoria no, visto che i gestori di tesoreria vengono comunque considerati intermediari professionali e sono, dunque, esenti da qualsiasi rischio di rivalsa. Mi pare che la normativa non ponga forti restrizioni alle possibilità di investimento, su questo

è stato fatto più che altro del terrorismo psicologico. Al limite è fin troppo permissiva: ad esempio le criptovalute non rientrano in Mifid 2, in teoria chiunque può acquistarne la quantità che vuole dalla banca sotto casa. Siamo anche l'unico paese in Europa in cui i fondi sono esclusi da Mifid 2. Tutto, comunque, dipenderà dall'atteggiamento e dalle decisioni che assumeranno la Banca d'Italia e la Consob nei prossimi sei mesi.

### L'opinione di un asset manager

**Roberto Citarella**, managing director di Hsbc Global Asset Management Italy, dice: «Credo che Mifid 2 porti vantaggi a chi deve svolgere operazioni di gestione della liquidità aziendale in termini di trasparenza, di riduzione dei costi di produzione nell'asset management e per chi affida la tesoreria a una banca o a una so-



Roberto Citarella, managing director di Hsbc Global Asset Management Italy

cietà di gestione probabilmente porterà a prodotti più mirati con costi di gestione più bassi. Ciò detto, credo che il problema delle tesorerie non sia solo quello di gestire gli avanzi di cassa ma anche le linee di credito non utilizzate. Di solito chi gestisce le tesorerie ha sempre in mente il fatto di poter disinvestire la liquidità a breve, senza rendersi conto che spesso il cash è una componente strutturale dell'attività aziendale. E che non è più possibile coniugare liquidabilità e rendimenti che, sui mercati finanziari, non ci sono più».

**Insomma, i soldi per finanziare la crescita non devono venire necessariamente dal cash flow...**

No, come dicevo questa è una componente strutturale. E con la curva dei tassi sull'euro negativa o vicina a zero, la mentalità dei cfo deve cambiare: non si possono pretendere investimenti che rendano il 2% annuo, a rischio zero e prontamente liquidabili, semplicemente perché sul mercato non ci sono. Mifid 2 probabilmente aiuta a individuare servizi più chiari, a evitare di infilarci, magari perché spinti dal consiglio di amministrazione, in investimenti non trasparenti e ad alto rischio. Anche perché la regola "pago la consulenza solo se trovo la qualità del servizio" di Mifid 2 spinge ad affidarsi ad esperti.

**La nuova stretta sulla vendita al pubblico di strumenti con un certo grado di rischio non finirà per vanificare la possibilità di far arrivare il capitale di rischio anche alle Pmi italiane, come ci si aspettava dopo l'introduzione della legge sui Pir?**

In realtà, in Italia il modello che avrebbe dovuto portare a finanziare la piccola industria senza farle passare dalle banche è stato disatteso. I veicoli come i fondi italiani e lussemburghesi con un Nav (Net Asset Value, un metodo usato dalle società d'investimento per

valutare il rendimento azionario nei loro portafogli che serve per vendere nuove quote o liquidare quelle in portafoglio) determinato su base quotidiana non sono in grado di valorizzare le quote o le emissioni delle Pmi. Se fossi il ceo di una piccola azienda, mi guarderei bene dal quotarmi per subire tutte le pressioni degli analisti finanziari. Conviene restare nel segmento delle aziende valutate con il metodo Pe (price earning, il rapporto prezzo-utili) che paga di più, anche se ha un rischio relativamente maggiore. Credo che gli strumenti per portare investimenti sulla piccola o media impresa oggi non siano i Pir, ma altri, per esempio le Spac (Special Purpose Acquisition Vehicle) che hanno valutazioni effettuate su periodi più lunghi e non possono essere liquidate prima di una certa data. Il Nav quotidiano rimane un problema, finisce che le banche, attraverso i fondi, investono solo su aziende grosse e quotate, una rosa molto limitata di nomi. Le piccole rimangono tagliate fuori.

**Servono dunque altri strumenti?**

Non credo siano necessari. I titoli a bassa capitalizzazione potrebbero beneficiare dei Pir a patto di avere una liquidazione delle quote non su base quotidiana ma almeno settimanale o mensile. Non credo siano invece in grado di prosperare in un sistema di troppa liquidità dominato dall'ansia. Se le fluttuazioni di mercato sono date da algoritmi che operano in pochi secondi, le Pmi sono fortemente penalizzate. Sono convinto che Mifid 2 porterà a diminuire i costi di gestione grazie a più trasparenza e concorrenza, che dovrebbe portare a più disintermediazione o, almeno, c'è da augurarselo. Certo, è fondamentale capire come avverrà la gestione delle nuove regole da parte di Consob e Banca d'Italia per "smussare gli angoli". ■