

## EIOPA sulla Direttiva IORP II

di Silvia Dell'Acqua

06/11/2014 12:49

Il contesto pensionistico è in continua evoluzione e gli enti pensionistici faticano a mantenere quanto promesso a causa della maggiore longevità unita al contesto economico di bassi tassi di interesse, crescente disoccupazione, carenza di budget e peso del debito pubblico:

- gli schemi pensionistici pubblici "pay as you go", in cui i benefici sono finanziati contestualmente alla loro erogazione da contributi di altri soggetti, soffrono dell'abbassamento del versamento dei contributi dovuto alla minore occupazione e aumentano la pressione sulle già vacillanti finanze pubbliche; i governi per sanarle si vedono costretti a introdurre riforme mirate alla riduzione delle somme erogate;

- gli schemi pensionistici privati soffrono la volatilità del valore degli attivi e i bassi rendimenti, che riducono a loro volta il valore delle pensioni erogate; questi effetti spesso non sono chiari ai contribuenti ed accrescono la mancanza di fiducia nel settore.

Il contesto pensionistico in Europa è assai eterogeneo e mostra nei 28 stati membri grosse differenze di diffusione delle pensioni professionali e private, con una percentuale complessiva di copertura che è ancora molto bassa: la disomogeneità è il frutto di diverse culture e tradizioni, ma soprattutto di diversi approcci e tempistiche di attuazione delle riforme: il Regno Unito negli ultimi dieci anni ha avuto il coraggio di apportare significativi cambiamenti a tutti e tre i pilastri, istaurando ad esempio l'"automatic enrolment" nelle pensioni pubbliche (ovvero la procedura per cui ogni cittadino aderisce automaticamente al sistema pensionistico "state second pension" a meno che non manifesti volontà contraria - una specie di tacito consenso; la "state second pension" si affianca alla "basic state pension" con lo scopo di effettuare una redistribuzione della ricchezza).

Si ricorda che i tre pilastri del sistema pensionistico sono:

1. Sistema previdenziale pubblico: rappresentato dalla previdenza obbligatoria (in Italia erogata da Inps, Impdap, Casse professionali, ecc.), che assicura l'erogazione della pensione di base a tutti i cittadini;
2. Previdenza complementare: finalizzata ad erogare una pensione aggiuntiva a quella di base e rivolta a membri di una ben definita collettività (es. lavoratori dipendenti di un'azienda o di aziende di un determinato settore economico, membri di associazioni professionali, ...)

e aperta a condizioni più vantaggiose di quelle previste a livello individuale. Le prestazioni in caso di vita consiste nell'erogazione di una pensione, in caso di decesso nell'erogazione di un capitale o una rendita a favore dei superstiti e in caso di invalidità nell'erogazione di una pensione aggiuntiva o di un capitale;

3. Assicurazione privata individuale: rivolta a sottoscrittori di rendite vitalizie, assicurazioni con prestazioni in caso di morte e di invalidità.

Il 3 Giugno 2003 entrò in vigore la Direttiva 2003/41/CE sulle attività e supervisione delle IORPs (Institutions for occupational retirement provision), che riconosceva l'importanza delle pensioni lavorative nel supporto delle sempre più ridotte pensioni pubbliche; la direttiva fu recepita da tutti gli stati membri nel 2007. Lo scopo della Direttiva IORP I era costruire una struttura prudenziale per i fondi pensione basata su una "minimum harmonisation" (ovvero doveva essere adottata da tutti i paesi membri) e su di una "mutual recognition" (ovvero le norme definite in un paese membro dovevano essere riconosciute anche negli altri paesi membri), struttura capace di garantire la creazione di fondi pensione pan-Europei che gestissero gli schemi pensionistici di lavoratori di diversi stati membri.

La Direttiva IORP I imponeva che i fondi pensione dovessero:

- possedere attivi sufficienti a copertura degli impegni pensionistici
- essere guidati da persone qualificate, con procedure amministrative affidabili e adeguati meccanismi di controllo interno
- risultare trasparenti nei confronti dei beneficiari comunicando in maniera chiara il livello di prestazione atteso, il rischio sottostante e i costi di gestione.

Nel Marzo 2011, la Commissione Europea chiese ad EIOPA (European Insurance and Occupational Pension Authority) un parere sulla revisione della Direttiva IORP I, al fine di creare un nuovo framework legislativo europeo basato sul rischio, per facilitare le attività transfrontaliere. Dopo due consultazioni pubbliche EIOPA consegnò il suo parere finale alla Commissione Europea il 15 Febbraio 2012, in cui proponeva di dividere la nuova Direttiva IORP II in tre pilastri, analogamente a Solvency II:

- I. requisiti quantitativi
- II. requisiti qualitativi
- III. requisiti di reportistica e disclosure.

Con riferimento al primo pilastro, uno degli elementi chiave è la revisione dell'armonizzazione tra le regole di solvibilità e di valutazione dei fondi pensione europei attraverso un nuovo

strumento di supervisione: l'approccio "Holistic Balance Sheet" (bilancio olistico). Tale approccio dovrebbe permettere alle IORPs di valutare a mercato le loro securities (sponsor support, pension protection funds) e meccanismi di adjustment (conditional, mixed and discretionary benefits e benefits reductions) in modo da poterli incorporare in un bilancio armonizzato. L'Holistic Balance Sheet intende incorporare anche alcuni requisiti di solvibilità in stile SII, come ad esempio l'SCR (Solvency Capital Requirement) e l'MCR (Minimum Capital Requirement). Con riferimento ai pilastri II e III la Commissione Europea intende applicare i requisiti tipo SII alle IORPs su aspetti che riguardano la governance, il risk management, l'informativa ai beneficiari e alle autorità di vigilanza.

Il parere richiesto dalla Commissione Europea ad EIOPA rese necessario lo svolgimento di un QIS (Quantitative Impact Study) che fornisse aspetti quantitativi a supporto della proposta di una nuova Direttiva IORP. Il QIS fu proposto a metà Ottobre 2012 e portato a termine da 9 paesi (Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Olanda, Norvegia, Portogallo, Svezia e Regno Unito) il 17 Dicembre 2012, con risultati resi pubblici da EIOPA il 4 Luglio 2013. Nel QIS si testavano tre scenari principali ("upper bound", "lower bound" e "benchmark"); nel "benchmark scenario" si richiedeva alle IORPs di includere nell'Holistic Balance Sheet tutte le securities e meccanismi di benefit adjustment, escluse invece negli altri scenari; attivi e passivi dovevano essere valutati a mercato, scontando i flussi di cassa futuri al tasso di interesse privo di rischio. I partecipanti interpretarono le specifiche tecniche in modi diversi, a seconda delle specificità nazionali, producendo per il benchmark scenario risultati non comparabili (con eccesso di attivi su passivi e di surplus su SCR che variavano da grossi deficit a surplus sostanziali). A seguito di questi risultati, il 23 Maggio 2013 il commissario per il mercato interno e i servizi, Michel Barnier, annunciò che la prossima Direttiva IORP II avrebbe coperto solamente requisiti qualitativi e di disclosure e che ulteriori approfondimenti sarebbero stati necessari per finalizzare il concetto di un bilancio olistico.

Sulla base delle evidenze fornite da EIOPA, il 27 Marzo 2014 la Commissione Europea ha adottato una proposta legislativa per le nuove regole da applicare alle IORPs, la così detta Direttiva IORP II (proposta COM(2014) 167 final 2014/0091 (COD)), varando un pacchetto complessivo che prevede un piano per soddisfare le esigenze di finanziamento a lungo termine dell'economia europea e una comunicazione in tema di "crowdfunding" (finanziamento collettivo) per offrire possibilità di finanziamento alternative per le piccole e medie imprese (MEMO/14/240). Il tema centrale proposto dalla Commissione Europea è quello di favorire l'istituzione di fondi comuni europei specializzati nell'investimento di lungo termine in determinate attività produttive in tutto il territorio dell'Unione che possano favorire la crescita sostenibile, aumentando la competitività e creando occupazione in modo intelligente; questo permetterebbe di migliorare l'accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese, che rappresentano la spina dorsale dell'economia europea. La proposta legislativa è volta al miglioramento della governance e della trasparenza dei fondi comuni in Europa, quindi all'incremento della stabilità finanziaria ed alla promozione delle attività transfrontaliere, al fine di sviluppare ulteriormente i fondi pensionistici aziendali e professionali come imprescindibili investitori a lungo termine. La proposta di Direttiva IORP II è volta alla tutela degli aderenti alle forme di

previdenza complementare dai rischi di gestione e all'incentivo dei benefici derivanti da un mercato unico delle pensioni aziendali o professionali, in modo da rafforzare la capacità dei fondi pensione di investire in attività finanziarie con un profilo economico a lungo termine, sostenendo il finanziamento della crescita nell'economia reale: si tratta di favorire l'utilizzo dei finanziamenti privati, in aggiunta a quelli pubblici, per investimenti in infrastrutture e migliorare il quadro complessivo del finanziamento sostenibile a lungo termine. EIOPA sta ancora lavorando per definire una proposta robusta circa i requisiti di solvibilità dei fondi pensione e lo scorso 13 Ottobre 2014 ha pubblicato un "Consultation Paper on Further Work on Solvency of IORPs" al fine di raccogliere le opinioni degli stakeholder sulle questioni tecniche legate al bilancio olistico (la consultazione avrà termine il 13 Gennaio 2015). Nel documento EIOPA fornisce un maggiore dettaglio circa definizioni e metodologie da applicare per la valutazione del bilancio olistico, come ad esempio la valutazione degli "sponsor support", il meccanismo di "benefit reduction" e la definizione dei "contract boundaries" e chiede un confronto sui possibili modi di utilizzare il bilancio olistico in un'ottica regolamentare (spaziando da uno strumento per definire requisiti di finanziamento a uno strumento di gestione del rischio capace di testare la sostenibilità di lungo termine delle IORPs). EIOPA sta portando avanti questo lavoro di propria iniziativa, in qualità di consulente indipendente delle istituzioni politiche europee e ritiene che i risultati di questa indagine genereranno consapevolezza sull'attuale situazione finanziaria dei fondi pensione, stimolando riforme laddove necessarie (dal precedente QIS era emerso che i fondi pensione stanno promettendo prestazioni pensionistiche non sostenibili e le autorità nazionali di supervisione dovrebbero intervenire a sanare la situazione). L'approccio proposto nel consultation paper è simile a quello adottato nel Regno Unito, ma EIOPA precisa di non star promuovendo una "taglia unica" per tutti, poiché un generico régime prudenziale deve essere abbastanza flessibile da poter essere impiegato dai vari stati membri, evitando un meccanismo di investimento da parte dei fondi pensione che risulti essere a breve termine e pro ciclico in momenti di mercati turbolenti. EIOPA ritiene essenziale che il bilancio olistico possa essere implementato in maniera graduale senza imporre alti costi ai fondi pensione.

Per finalizzare questo lavoro, EIOPA sta preparando uno stress test per le pensioni, che lancerà nel 2015; l'esercizio permetterà di testare la pro ciclicità degli investimenti dei fondi pensione negli ultimi dieci anni, inclusa la crisi finanziaria del 2008: lo stress test è volto a verificare la resilienza ed il comportamento delle IORPs in condizioni di mercato avverse, quali il perpetrarsi di bassi tassi di interesse, un'improvvisa e significativa revisione dei premi di rischio e l'incremento della longevità.

Creare sistemi pensionistici adeguati e sostenibili è una delle maggiori sfide che l'Europa si troverà ad affrontare nei prossimi anni: i pilastri II e III dovranno compensare il declino del I. Una strategia per raggiungere questo obiettivo è fornire un framework regolamentare europeo capace di aumentare la fiducia dei cittadini europei nei sistemi pensionistici privati e, secondo EIOPA, per implementare questa strategia è necessario garantire tre aspetti fondamentali: sostenibilità, un sistema di governance affidabile e una completa trasparenza.

# Mini-bond: le agevolazioni fiscali

di Giulia Mele

06/11/2014 12:46

Nell'articolo "Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese", [ <https://www.finriskalert.it/?p=1714>] pubblicato su questo sito, si è evidenziato come il legislatore, cercando di porre rimedio al fenomeno del *credit crunch*, abbia introdotto importanti novità normative in materia di obbligazioni e cambiali finanziarie. Le nuove disposizioni, contenute nei c.d. Decreti Crescita (ci si riferisce al Decreto Legge 22 giugno 2012, n.83, convertito con la Legge 7 agosto 2012, n.134 e al Decreto Legge 18 ottobre 2012, n.179, convertito con la Legge 17 dicembre 2012, n.22) rimuovono gli ostacoli di ordine civilistico e fiscale all'utilizzo, da parte delle piccole e medie imprese non quotate (di seguito "PMI"), degli strumenti delle cambiali finanziarie ed obbligazioni.

In questo articolo, si intendono approfondire le novità di ordine fiscale che riguardano i nuovi strumenti di finanziamento. Il legislatore, infatti, nell'art. 32 del decreto legge n. 83 del 2012 (di seguito "Primo Decreto Crescita"), al fine di agevolare il finanziamento delle PMI sul mercato dei capitali, ha modificato le previgenti norme in materia di deducibilità degli interessi delle obbligazioni, delle cambiali finanziarie e dei titoli similari nonché il régime impositivo dei sottoscrittori e degli emittenti. Peraltro, l'art. 32 è stato successivamente integrato e modificato dall'art. 36 del d.l. n. 179/2012 (di seguito "Secondo Decreto Crescita") con la conseguenza che mentre le novità per il sottoscrittore trovano applicazione per le cambiali finanziarie e le obbligazioni emesse a partire dal 26 giugno 2012 (giorno di entrata in vigore del Primo Decreto Crescita), quelle relative all'emittente si applicano ai titoli emessi a partire dal 20 ottobre 2012 (data di entrata in vigore del Secondo Decreto Crescita).

## 1. Régime fiscale degli interessi delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni per i sottoscrittori

Le novità introdotte dai Decreti Crescita per i sottoscrittori sono molteplici. La più rilevante riguarda, senza dubbio, la possibilità anche per le PMI non quotate di avvalersi del régime impositivo previsto dal D.Lgs. n. 239 del 1996 applicabile, fino alla recente riforma, solo ai c.d. grandi emittenti, ovvero banche e società quotate.

Oggi anche le PMI non quotate potranno avvalersi del più favorevole régime fiscale a condizione che le obbligazioni e le cambiali finanziarie siano destinate ad essere negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o di uno degli stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo, purché ricompreso nella c.d. *white list*. Conseguentemente, gli interessi relativi alle obbligazioni e alle cambiali finanziarie non subiscono la ritenuta del 20 per cento prevista dall'art. 26, comma 1, del d.P.R. 600/1973 (il quale, invece, continuerà a trovare applicazione per le obbligazioni e le cambiali finanziarie non negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione) ma sono soggetti al più vantaggioso régime previsto dal d.lgs n. 239 del 1996 che prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva con aliquota del 20 per cento se il percipiente è un c.d. nettista

(ovvero una persona fisica, un ente o una società non commerciale), ovvero l'erogazione senza alcun prelievo alla fonte sia quando il percipiente è un'impresa - società o ente commerciale- residente in Italia (c.d. *lordista*), sia quando il percettore è un soggetto residente all'estero ma in un Paese di *white list*.

Si tratta di una novità di una certa portata capace di semplificare gli adempimenti a carico sia dell'emittente sia del sottoscrittore con la conseguenza di consentire l'aumento del flusso di capitali stranieri in Italia.

## 2. Régime fiscale degli interessi delle cambiali finanziarie e delle obbligazioni per gli emittenti

L'art. 8, del Primo Decreto Crescita ha modificato anche il régime fiscale degli emittenti disponendo la disapplicazione del limite di deducibilità degli interessi passivi alle obbligazioni emesse da società non quotate, previsto dall'art. 3, comma 115, della legge n. 549/1995. L'articolo, infatti, prevede che gli interessi passivi sono deducibili a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore:

- a) al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella *white list* o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione;
- b) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli similari diversi dai precedenti.

Qualora il tasso di rendimento effettivo dell'emissione sia superiore ai sopramenzionati limiti, gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono indeducibili dal reddito d'impresa. Tale disposizione, peraltro, non si applica agli interessi passivi relativi alle obbligazioni e ai titoli similari emessi dai grandi emittenti.

Come anticipato, il legislatore ha eliminato tali limiti allineando la disciplina delle PMI non quotate a quella dei grandi emittenti. Conseguentemente, le PMI possono emettere obbligazioni e cambiali finanziarie pattuendo tassi di interesse superiori a tali soglie senza incorrere nella penalizzazione della indeducibilità degli interessi corrisposti in esubero rispetto alla soglia medesima.

Anche in questo caso, la disapplicazione dell'art 3, comma 115, della L. n. 549/1995 è subordinata alla circostanza che i titoli emessi dall'impresa siano negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi dell'Unione Europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella *with list*. Qualora ricorra tale condizione, gli interessi passivi rilevati dall'emittente saranno, comunque, soggetti alle regole generali in tema di deduzione degli interessi passivi contenute nell'art. 96 del TUIR. e, quindi, alla possibilità di dedurre gli interessi passivi in ciascun esercizio fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati e, per l'eccedenza, nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (ROL), fermo restando che gli interessi indeducibili nell'esercizio ed il ROL eventualmente eccedente potranno essere riportati in avanti senza limiti di tempo.

L'intervento normativo consente, dunque, di equiparare i soggetti emittenti, quotati e non quotati, in relazione alla possibilità di dedurre gli oneri finanziari generati dall'emissione di finanziamenti quotati.

Nel caso in cui le cambiali finanziarie, le obbligazioni e i titoli simili non siano quotati, per usufruire del régime agevolativo è necessaria la presenza simultanea di tutte le seguenti condizioni:

1. i titoli siano detenuti da investitori qualificati, come individuati dall'art. 100 del d.l. n. 58/1998 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - TUF);
2. detti investitori non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2 per cento del capitale o del patrimonio della società emittente;
3. il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

Quanto appena illustrato, mette in evidenza che mentre i benefici previsti per i sottoscrittori sono subordinati alla quotazione dei titoli emessi, quelli introdotti per l'emittente possono avere ad oggetto, al ricorrere di determinate condizioni, anche obbligazioni o cambiali finanziarie non quotate.

Inoltre, l'Agenzia delle Entrate, nella circolare n. 4/E (di seguito "**Circolare**"), ha specificato, che con la locuzione "investitori qualificati" debbono intendersi quelli individuati dalla Consob con delibera n. 16190/2007 e che nella determinazione della soglia del 2 per cento rileva, oltre al possesso delle azioni ordinarie, anche quello delle azioni speciali purché conservino gli elementi minimi causali affinché le si possa definire come partecipazioni sociali e non come titoli rappresentativi di rapporti di altra natura.

Secondo tale impostazione, pertanto, rientrerebbero nella categoria sia le partecipazioni derivanti dal possesso di azioni dotate di privilegi nella distribuzione degli utili o nell'incidenza delle perdite o di priorità o di preferenza sulla ripartizione dell'attivo di liquidazione, sia le partecipazioni derivanti dal possesso di azioni prive del diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni e con diritto di voto limitato ad una misura massima o per scaglioni (art. 2351 c.c.).

Secondo l'agenzia, invece, non si deve tener conto delle partecipazioni agli utili derivanti da titoli e strumenti finanziari assimilati alle azioni ai sensi dell'art. 44, comma 2, del TUIR per i quali il sottoscrittore può vantare esclusivamente diritti patrimoniali e/o amministrativi, ma che non gli attribuiscono la qualità di socio in quanto emessi a fronte di apporti non imputabili a capitale.

Secondo l'Agenzia la *ratio* della soglia del 2 per cento deve essere rintracciata "*nell'evidente finalità di evitare che attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari non destinati alla diffusione tra il pubblico dei risparmiatori, possano essere messe in atto operazioni che consentano, da un lato, l'attribuzione di interessi attivi a soci che detengano partecipazioni rilevanti nella società emittente, in luogo di dividendi, dall'altro l'erosione dell'imponibile societario*".

Infine nella Circolare, l'Agenzia ha, altresì, chiarito il significato di "beneficiario effettivo", individuandolo nel soggetto che, percependo gli interessi, trae un proprio beneficio economico dall'operazione di finanziamento posta in essere e che, quindi, non sia un mero veicolo attraverso cui i flussi di reddito conseguiti si limitano a "transitare" in favore di altri soggetti.

In definitiva, la disapplicazione del régime di cui all'art. 3, comma 115, della legge n. 549/1995 è prevista per gli interessi passivi relativi a titoli emessi dai grandi emittenti, dalle PMI non quotate ma i cui titoli siano negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o, in caso di mancata quotazione, allorquando ricorrano le tre sopramenzionate condizioni.

### 3. Régime fiscale degli interessi delle obbligazioni partecipative subordinate

L'art. 32, commi 24 e seguenti, del Primo Decreto Crescita ha introdotto rilevanti novità fiscali anche per le obbligazioni partecipative subordinate, le cui caratteristiche sono già state affrontate nell'articolo "*Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese*".

La principale novità è costituita dal contenuto del comma 24 del citato art. 32 il quale dispone che "*la componente variabile del corrispettivo costituisce oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente, rappresenta un costo e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi è computata in diminuzione dal reddito dell'esercizio di competenza*".

La norma, in buona sostanza, stabilisce che la parte della remunerazione che rappresenta la partecipazione del sottoscrittore all'utile realizzato dall'emittente costituisce un accantonamento fiscalmente deducibile.

L'agenzia delle entrate, nella Circolare, ha evidenziato come tale disposizione sia derogatoria sia della disciplina dettata dall'art. 109, comma 9, lettera a), del TUIR, sia di quella prevista dall'art. 107 del TUIR.

La prima, infatti, stabilisce la indeducibilità della remunerazione dei titoli emessi per la quota che comporta la partecipazione ai risultati economici dell'emittente, di una società del suo gruppo o di un affare; la seconda, invece, vieta deduzioni per accantonamenti diversi da quelli espressamente considerati dalle disposizioni del TUIR.

Infine, preme rilevare come l'unico elemento di criticità della nuova disposizione debba essere ascritto alla circostanza che né la norma né la Circolare, specificano se la quota variabile di remunerazione delle obbligazioni possa qualificarsi come interesse passivo da assoggettare ai limiti di deduzione di cui all'art. 96 del TUIR e, quindi, al rispetto in ogni esercizio della soglia del 30 per cento del ROL.

### Conclusioni

In definitiva, anche dalla disanima delle novità in ambito fiscale, emerge chiaramente l'intento del legislatore di ridurre la disparità esistente tra società italiane con azioni quotate e società italiane non quotate al fine di consentire, anche a quest'ultime, l'accesso a canali di finanziamento alternativi a quello bancario.

L'assunto è, altresì, confermato anche dal recente d.l. 23 dicembre 2013 n.145, convertito con Legge del 21 febbraio 2014 n. 9 (c.d. Decreto Destinazione Italia) in cui il legislatore è intervenuto al fine di facilitare la creazione di garanzie reali a favore dei portatori di titoli in maniera speculare a quanto previsto per i finanziamenti bancari. A dimostrazione di quanto sostenuto vi è, *inter alia*, la modifica del d.P.R. n. 601/1973 finalizzata ad applicare, su opzione del soggetto finanziato, il régime di favore della imposta sostitutiva, prima riservato alle sole banche, anche "alle garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate in relazione alle operazioni di finanziamento strutturate come emissioni di obbligazioni o titoli similari alle obbligazioni".

## La brutta pagella del comprehensive assessment

di Emilio Barucci e Carlo Milani

30/10/2014 13:36

La scorsa domenica si è concluso il lungo processo che ha portato BCE ed EBA ad analizzare approfonditamente lo stato di salute dei principali gruppi bancari europei, il cosiddetto *Comprehensive Assessment* (CA).

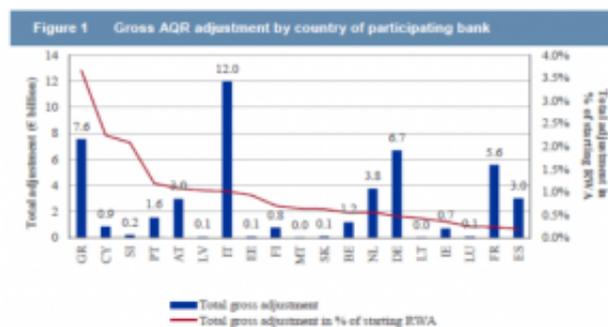
Come evidenziato in passato anche su questo sito (si veda Barucci, Corsaro e Milani, 2014), l'esercizio dell'asset quality review (AQR) e degli stress test (ST) era accompagnato dal dubbio circa la sua autorevolezza/solidità. La regola del pollice, implicitamente stabilita dagli analisti, era quella del 10%: se almeno un decimo delle banche esaminate non supera l'esame, allora il CA nel suo complesso può essere ritenuto convincente. Posto che le banche scrutinate sono state circa 130, l'asticella si posizionava tra 10 e 15. I risultati del CA evidenziano che le banche europee che hanno fallito i test secondo i dati di bilancio relativi al dicembre 2013 sono 25. Tenendo conto degli interventi messi in atto durante il 2014, che hanno visto in totale aumenti di capitale per circa 130 miliardi di euro, le banche che dovranno mettere in atto degli interventi urgenti per riportare il Common Equity Tier1 (CET1) al di sopra delle soglie di guardia scendono a tredici, con un ammanco di capitale pari a poco meno di 10 miliardi di euro.

Questi numeri sembrano indicare che l'analisi condotta sia stata abbastanza severa, nel loro complesso i risultati dovrebbero essere affidabili e rappresentano un buon punto di partenza per la nuova stagione della vigilanza in capo alla BCE. Ovviamente un giudizio definitivo potrà essere dato solo con il tempo, verificando quanto i mercati premieranno le banche che hanno passato l'esame e, viceversa, penalizzeranno chi lo ha fallito.

Le banche italiane che hanno fallito gli esami costituiscono un gruppo numeroso: delle 25 banche che in prima battuta non hanno superato il CA, 9 sono italiane, 3 greche, 3 cipriote, e i casi isolati, e non molto significativi, di Francia, Spagna e Germania. Tenendo conto delle misure di rafforzamento del capitale intraprese nel 2014, tra le banche che dovranno attuare dei correttivi, si scopre che quattro sono italiane. Tra queste abbiamo MPS e Carige, seguite da Popolare di Vicenza e Popolare di Milano che nel frattempo hanno già attuato degli interventi correttivi (le altre banche italiane che hanno passato

i test solo grazie agli interventi effettuati nel 2014 sono Veneto Banca, Banco Popolare, Credito Valtellinese, Popolare di Sondrio, Popolare dell'Emilia-Romagna). Rimangono quindi due banche che dovranno mettere in atto misure urgenti di rafforzamento. Rispetto al complesso delle richieste di rafforzamento di capitale avanzate da BCE ed EBA, si osserva che circa un terzo riguardano l'Italia (3 miliardi di euro). Caso emblematico è quello di MPS, che è risultata essere la banca con la peggiore "performance" in Europa: nonostante l'aumento di capitale effettuato nel 2014, che ha portato ad una crescita netta del CET1 di oltre 2 miliardi di euro, alla banca è stato chiesto un ulteriore sforzo di 2,1 miliardi di euro.

Dati questi risultati, il dibattito si è focalizzato sul sistema bancario italiano. Molti commentatori, soprattutto esteri, hanno individuato l'Italia come l'anello debole del sistema bancario europeo. Dall'Italia, ed in particolare da Banca d'Italia (2014), sono stati portati diversi argomenti per spiegare il non brillante risultato. Vediamoli e cerchiamo di valutare le ragioni dei risultati.



Fonte: BCE

Un primo elemento sottolineato da più parti è che le banche italiane hanno superato senza problemi l'AQR, anche se l'impatto della revisione degli attivi per gli istituti italiani è stato quello più ampio (12 miliardi di euro su un totale di 47,5 - figura 1), mentre i deficit di capitale sono emersi solo con lo ST avverso. L'osservazione è che questo scenario, essendo altamente improbabile e troppo severo per l'Italia, ha determinato uno svantaggio eccessivo per il nostro paese, già colpito da una profonda recessione, rispetto ad altri paesi europei. C'è del vero ma le cose non stanno completamente così. Lo scenario avverso non è poi così penalizzante per l'Italia, nel confronto con gli altri paesi europei, sia relativamente al profilo di crescita economica sia riguardo ai tassi d'interesse (si veda al riguardo Milani, 2014). Anzi, rispetto al 2014 i risultati previsti dallo scenario avverso in termini di crescita del Pil non sono molto distanti da quelli attesi dal Governo: lo scenario avverso prevede una flessione simulata pari a -0,9%, mentre il dato atteso dal Governo è pari a -0,3%. Anche il dato sulla disoccupazione non è molto diverso, mentre quello sull'inflazione nello scenario avverso è addirittura più favorevole rispetto al dato previsto dal Governo, con una crescita dei prezzi ben distante dalla soglia della deflazione. L'impatto sui rendimenti dei titoli di Stato risulta invece essere più rigido rispetto ai dati correnti.

In ogni caso va sfatato un equivoco sugli scenari di ST: questi infatti non vanno considerati come delle previsioni, ma come dei valori simulati al fine di valutare la capacità delle banche di sopportare contesti macroeconomici particolarmente negativi.

L'analogia che va fatta è con i *crash test* automobilistici: per valutare la solidità di un veicolo, lo si spinge ad una velocità elevata e lo si fa impattare con un ostacolo, ma la velocità del test è significativamente superiore a quella mediamente registrata nelle ore di punta del traffico urbano.

Un'altra considerazione portata da alcuni commentatori riguarda la distorsione dovuta al fatto che gli altri sistemi bancari hanno ricevuto aiuti pubblici molto significativi rispetto a quelli ottenuti dalle banche italiane. Queste ultime, infatti, hanno beneficiato di circa 8 miliardi di euro di iniezioni di capitali pubblici, contro i 20 della Grecia, i 50 dell'Irlanda, i 73 della Spagna e i 56 della Germania. Su questo punto occorre però sottolineare la resistenza portata dalle banche italiane verso l'intervento pubblico, resistenza che traeva origine dalla volontà delle stesse banche di marcare la differenza rispetto agli altri sistemi creditizi con l'obiettivo di segnalare ai mercati la loro maggiore solidità. Al riguardo va ricordato che per i Monti/Tremonti *bond* furono stanziati risorse per circa 12 miliardi di euro, potenzialmente estendibili ulteriormente all'occorrenza. La domanda da parte delle banche è stata ben inferiore, appunto pari a 8 miliardi. Inoltre, buona parte dell'intervento pubblico attuato in Spagna e Irlanda ha coinvolto il Fondo salva Stati europeo (EFSF), con la finalità ultima di costituire delle *bad bank* nazionali volte a ripulire i bilanci bancari (si veda al riguardo Barucci e Milani, 2014). Una decisione cruciale che ha probabilmente aiutato proprio le banche di questi due paesi a superare agevolmente il CA. In Italia, invece, c'è sempre stata una netta contrarietà, sia a livello di sistema bancario che istituzionale, sia a richiedere il supporto dell'EFSF sia alla costituzione della *bad bank*.

Occorre sottolineare che l'elevato numero di banche italiane che in prima battuta non hanno superato il CA è in buona parte dovuto ai ritardi nell'avviare gli aumenti di capitale. Sui 40 miliardi di euro di nuove iniezioni di capitale varate dagli istituti di credito italiani dal 2008 ad oggi, quasi un terzo sono stati decise negli ultimi 10 mesi e solo dopo la *moral suasion* di Banca d'Italia in vista del CA. Si potrà osservare che gli aumenti sono stati effettuati allorché i mercati si sono stabilizzati, c'è del vero ma una maggiore solerzia nell'effettuare tali aumenti prima della scadenza del dicembre 2013 sarebbe stata opportuna.

Dalle prime analisi da noi effettuate, contiamo di fornire un'analisi più dettagliata a breve, il principale appunto che può essere mosso alla BCE e all'EBA è di aver valutato in modo severo soprattutto la parte creditizia tradizionale mentre le riclassificazioni delle poste relative ad attività bancarie non tradizionali (trading, operazioni in derivati e fuori bilancio, titoli level 3) sono state meno significative. Questo è probabilmente all'origine dei risultati. I colossi bancari tedeschi e francesi, che risultano essere molto esposti sul secondo fronte, hanno superato agevolmente i test. E' naturale invece che l'Italia, avendo le banche un significativo ruolo nell'attività creditizia tradizionale, né esca male. In particolare sono state le esposizioni nei confronti delle grandi imprese ad essere state oggetto di significative rettifiche. Questa considerazione porta necessariamente ad una riflessione in merito all'impianto della normativa di vigilanza che, nonostante i correttivi introdotti rispetto a Basilea II, tende ancora a offrire un vantaggio comparato a quelle banche più propense al trading piuttosto che a finanziare l'economia reale.

In definitiva, il quadro che emerge dall'analisi condotta da BCE ed EBA certifica per l'Italia una situazione oggettivamente difficile a cui sarebbe utile trovare prontamente dei rimedi strutturali, come ad esempio varare finalmente una *bad bank* nazionale. A giovare sarebbe sia il sistema bancario sia il mondo imprenditoriale, che godrebbe di migliori condizioni di accesso al credito.

Riferimenti

Banca d'Italia, 2014, Risultati dell'esercizio di "valutazione approfondita" (Comprehensive Assessment), Comunicato stampa.

Barucci E., S. Corsaro, C. Milani, 2014, Asset quality review e stress test. Cosa ci aspetta?, **FinRiskAlert.it**.

Barucci E., C. Milani, 2014, Una proposta per la bad bank di sistema, **nelMerito.com**.

Milani C., 2014, Lo scenario macroeconomico avverso degli stress test europei: uno shock abbastanza severo?, **FinRiskAlert.it**.

---

## Pillole dall'ultimo risk outlook Consob

di Valeria Caivano e Nadia Linciano

30/10/2014 13:28

La Consob ha pubblicato il n. 8 del Risk outlook. Come di consueto, il Rapporto passa in rassegna le dinamiche congiunturali, le vulnerabilità e i rischi concernenti i mercati finanziari, i maggiori gruppi quotati non finanziari e i principali istituti di credito europei. Quali i messaggi principali del documento?

### **I principali mercati azionari dell'area euro registrano andamenti eterogenei e discontinui...**

Nei primi nove mesi del 2014, gli indici azionari dei maggiori paesi dell'area euro hanno registrato andamenti eterogenei e discontinui, riflettendo le incertezze di un quadro macroeconomico e geopolitico complesso. Fino ad agosto, l'indice EuroStoxx50 era cresciuto di un modesto punto percentuale rispetto all'inizio dell'anno; a fronte di una leggera correzione al ribasso intervenuta sul mercato tedesco (-1%), i rendimenti azionari in Italia e Spagna, invece, erano aumentati in misura più significativa (del 7,8% e 8,2%, rispettivamente), pur continuando a rimanere ampiamente al di sotto dei livelli del 2007, in particolare nel settore bancario. Dall'inizio di settembre, i mercati hanno sperimentato una improvvisa inversione di tendenza, che nell'area euro ha portato a cali oscillanti tra l'8% e il 10% (dato al 15 ottobre 2014). Complessivamente, dall'inizio dell'anno, i principali indici azionari europei hanno subito una contrazione che appare significativa in Germania, Regno Unito e Francia (tra l'8 e il 10% circa) e moderata in Italia e Spagna (rispettivamente -3% e -1% circa).

### **... in un clima di fiducia in deterioramento, solo parzialmente sostenuto dalle nuove misure non convenzionali della BCE**

La debolezza dell'attività economica, segnalata da numerosi indicatori inferiori alle attese e dalle pressioni deflazionistiche

registrate in molti paesi europei, ha intaccato la fiducia degli operatori, solo parzialmente sostenuta dalle aspettative (poi confermate) di nuove misure non convenzionali da parte della BCE. Le crescenti tensioni geopolitiche (tra cui quelle connesse alla crisi nell'est Europa e all'impatto, sull'economia europea, delle sanzioni alla Russia) e, più di recente, i segnali di rallentamento dell'economia tedesca costituiscono ulteriori fonti di preoccupazione. Il calo di fiducia è colto anche dall'andamento del *sentiment* dei mercati, stimato sulla base della dinamica dei corsi azionari dell'eurozona, che ha mostrato una correzione al ribasso particolarmente marcata in Italia dove, dopo il picco registrato a inizio anno, la fiducia degli investitori ha subito un brusco calo. In concomitanza con il peggioramento delle prospettive macroeconomiche, nel mese di settembre hanno sperimentato un rapido incremento anche gli indicatori di contagio, che colgono le interazioni tra mercati azionari non spiegate dalle relazioni economiche e finanziarie tra i rispettivi paesi.

### **Nel 2014 è migliorata la percezione del rischio sovrano nell'area euro...**

Nei principali paesi dell'area euro, il mercato secondario dei titoli pubblici ha assistito a una significativa riduzione dei rendimenti su tutte le scadenze e, in misura più accentuata, su quelle a lungo termine. La generalizzata riduzione del rischio sovrano percepito dai mercati è confermata anche dai rating impliciti nell'andamento dei rendimenti obbligazionari e delle quotazioni dei CDS, attestatisi su livelli superiori al rating ufficiale dell'agenzia Moody's. Su questa dinamica hanno inciso in parte il ritorno sul mercato dei capitali di Irlanda e Portogallo, a seguito della conclusione del programma di aiuti concordato a livello europeo, e la ristrutturazione del sistema bancario spagnolo, avviata grazie ai fondi di salvataggio europei. L'impatto maggiore è riconducibile, tuttavia, all'annuncio da parte della BCE delle ulteriori misure non convenzionali, ossia le prime due TLTRO e i programmi di acquisto di ABS e obbligazioni bancarie garantite: tali operazioni dovrebbero comportare una nuova espansione del bilancio della Banca centrale, dopo la contrazione di circa 1.000 miliardi di euro connessa al rimborso anticipato dei fondi erogati in occasione delle LTRO condotte nel 2012. Infine, la dinamica dei rendimenti delle obbligazioni governative è ascrivibile anche al deterioramento del contesto geopolitico, a fronte del quale è aumentata la propensione a investire in strumenti percepiti a basso rischio, quali i titoli di Stato. Dal 2013, infatti, la quota di debito pubblico di alcuni paesi periferici dell'area euro detenuta da non residenti è lievemente aumentata. Tra questi l'Italia, per la quale i titoli di Stato detenuti da non residenti rappresentano il 35% circa del totale dei titoli in circolazione.

### **... ma le prospettive dei mercati secondari dei titoli di Stato rimangono condizionate dalle necessità di rifinanziamento dei paesi più indebitati e dai vincoli di finanza pubblica imposti dal Patto di Stabilità**

Sulle prospettive dei mercati secondari del debito sovrano grava, tuttavia, la situazione dei conti pubblici che rimane critica in molti paesi dell'area euro. La necessità di rifinanziare quote elevate del debito pubblico entro il 2015 resta un fattore di rischio soprattutto per Italia e Spagna. In particolare, l'Italia dovrà rifinanziare debito in scadenza pari al 18% del Pil e dovrà trovare copertura per il deficit (previsto dalla Commissione

europea nelle *Spring Forecasts*) pari al 2,2% del Pil. La debolezza e l'eterogeneità del quadro macroeconomico nei paesi dell'eurozona compromette, inoltre, la sostenibilità dei vincoli europei introdotti dal Patto di Stabilità e Crescita (PSC). Il PSC, modificato nel 2010 al fine di mitigare i rischi di ulteriori crisi del debito sovrano in Europa, richiede che il debito pubblico in eccesso rispetto al 60% del Pil venga ridotto ad un tasso annuo pari, approssimativamente, a un ventesimo del debito eccedente. Tuttavia questo vincolo potrebbe comportare correzioni significative della spesa pubblica in molti paesi europei, la cui economia risulta ancora troppo fragile. Con riferimento all'Italia, il pieno rispetto dei parametri introdotti dal Fiscal Compact comporterebbe il conseguimento di un avanzo primario pari al 4% del Pil (circa il doppio del valore storico e di quello stimato per il 2014) se il Pil crescesse in media dello 0,85% e il tasso di interesse fosse pari al 2,2% (previsioni del FMI). In Francia, invece, l'avanzo primario dovrebbe risultare pari allo 0,7% del Pil (con un tasso di crescita del prodotto dello 0,95% e un tasso di interesse allo 0,5%) a fronte di un disavanzo storico dell'1,2% e di un disavanzo stimato per l'anno in corso superiore al 2%.

### **A fronte del livello estremamente contenuto dei tassi di interesse e dell'elevata liquidità connessi a politiche monetarie accomodanti, è necessario monitorare il valuation risk ...**

Un ulteriore profilo che richiede un attento monitoraggio è il cosiddetto *valuation risk*, ossia il rischio che a fronte del perdurante livello estremamente contenuto dei tassi di interesse e dell'elevata liquidità connessi a politiche monetarie accomodanti, i prezzi delle attività finanziarie raggiungano livelli non coerenti con il ciclo economico, per effetto di comportamenti di *search for yield* e della conseguente contrazione del premio al rischio. Nei mercati obbligazionari *corporate*, prosegue infatti la dinamica discendente dei rendimenti in tutti i settori e tutte le categorie di rischio, a fronte di una volatilità attestata a livelli storicamente molto bassi. Tale dinamica è risultata più accentuata in Europa, dove il rendimento medio degli indici obbligazionari relativi a titoli con rating BBB è sceso attorno al 2%, mentre quello relativo a titoli con merito di credito superiore si è attestato attorno all'1%. In questo quadro, nella prima metà del 2014 le emissioni di obbligazioni *non-investment grade* (ossia con rating inferiore a BBB) da parte di imprese europee sono aumentate rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, portandosi al 26% del totale (circa 20% nel 2013).

### **... anche se al 30 settembre la valutazione delle imprese dei maggiori paesi dell'area euro risulta generalmente in linea con i fondamentali economici, sia nel settore non finanziario sia in quello bancario**

Nei mercati azionari dell'area euro, gli indicatori di *mispricing* (stimati sulla base del tasso di crescita del Pil, dell'*earnings per share* e del premio al rischio) segnalano una valutazione delle imprese generalmente in linea con i fondamentali economici, sia nel settore non finanziario sia in quello bancario. Fanno eccezione gli istituti di credito italiani, per i quali le quotazioni di mercato risultano superiori a quelle teoriche, probabilmente per effetto di aspettative positive circa le prospettive del sistema bancario italiano alimentate anche dalla "pulizia" dei bilanci effettuata in vista dell'attuazione del *Single Supervisory Mechanism* (SSM) e dagli aumenti di capitale realizzati nella prima metà dell'anno.

**Nel primo semestre 2014, la qualità dell'attivo è migliorata per le maggiori banche quotate europee. In Italia le sofferenze continuano a crescere, ma a un tasso significativamente inferiore rispetto ai periodi precedenti**  
...

Nello stesso periodo, infatti, le banche italiane (al pari dei *competitors* europei) hanno mostrato anche un aumento della redditività rispetto agli attivi ponderati per il rischio, dopo il calo del 2013 ascrivibile alle significative svalutazioni di crediti dubbi e avviamento effettuate in vista dell'*Asset Quality Review* e dello stress test dell'EBA. L'adeguatezza patrimoniale, invece, si è ridotta per i maggiori gruppi bancari europei, sebbene i nuovi coefficienti di solvibilità non siano pienamente comparabili con i precedenti a causa dell'entrata in vigore, da inizio anno, della nuova disciplina prudenziale di Basilea 3, contenuta nel pacchetto di norme europee denominato CRD IV-CRR. Solo le banche italiane hanno mostrato un incremento del *tier 1 ratio*, anche grazie alle significative ricapitalizzazioni effettuate sul mercato (circa 9 miliardi di euro nei primi sei mesi del 2014). In Italia e Spagna, inoltre, si è assistito a un rallentamento del deterioramento della qualità del credito.

**... mentre prosegue la contrazione del credito bancario alle imprese, sebbene a fronte di un miglioramento delle condizioni di accesso**

In Italia e Spagna il credito effettivamente erogato alle imprese ha continuato a calare (rispettivamente, del 4% circa e del 10% a luglio 2014). Per la prima volta dal 2007, tuttavia, sono migliorate le condizioni di accesso al credito sia per le famiglie sia per le imprese, come si evince dall'indagine trimestrale BCE. Rimane disomogeneo tra paesi il costo del credito bancario, nonostante lievi segnali di inversione di tendenza: i tassi di interesse bancari applicati alle società corporate italiane superano quelli praticati alle imprese tedesche di 75 punti base per i finanziamenti maggiori (80 a dicembre 2013) e di 110 punti base per i finanziamenti minori (133 a dicembre 2013). Queste evidenze si inscrivono in un contesto di parziale calo della frammentazione nell'area euro. Nel 2014, infatti, l'esposizione *cross-border* fra le banche dei principali paesi europei è aumentata, soprattutto per gli istituti francesi e inglesi.

**Resta debole la domanda di credito da parte delle società non finanziarie europee, le cui vulnerabilità sia reddituali sia finanziarie, talvolta strutturali, sono accentuate dalla fase negativa del ciclo economico**

La contrazione del credito bancario riflette anche la debolezza della domanda di credito, che nelle maggiori economie europee ha registrato un tasso di crescita prossimo allo zero nel primo semestre del 2014, dopo essere risultato in forte calo a partire dal 2011. Tale evidenza si accompagna a una perdurante vulnerabilità delle maggiori società non finanziarie europee, sia reddituale sia finanziaria. In particolare, la redditività dei maggiori gruppi quotati resta ampiamente inferiore ai livelli del 2007, mentre rispetto ai *competitors* europei l'Italia continua a caratterizzarsi per il più alto numero di società in perdita. Inoltre, in tutti i principali paesi, più dell'80% delle grandi imprese mostra una variazione dei ricavi inferiore alla media degli ultimi 10 anni.

**Il sistema finanziario europeo rimane esposto a molteplici rischi**

In conclusione, dopo aver sperimentato condizioni complessivamente favorevoli grazie soprattutto a politiche monetarie accomodanti, i mercati sono tornati ad esprimere maggiore cautela a fronte di un sistema finanziario europeo ancora esposto a molteplici rischi. La debole crescita economica, la fragilità delle finanze pubbliche e il persistere di premi al rischio estremamente contenuti potrebbero innescare, infatti, improvvise correzioni nei prezzi, compromettendo il sentiero di stabilizzazione che i mercati sembravano aver intrapreso nei primi mesi dell'anno.

---

## Solvency II

05/11/2014 12:38

L'EIOPA ha presentato, per l'approvazione, alla Commissione Europea la prima serie di documenti per l'implementazione di Solvency II.

[Comunicato stampa](#)

---

## Solvency II

05/11/2014 12:32

L'EIOPA ha pubblicato il Piano d'Azione 2015/2016 per i i Collegi di Vigilanza e l'elenco delle società di assicurazione e riassicurazione cross-border provviste di un Collegio di Vigilanza.

[Comunicato stampa](#)

[Piano d'azione](#)

Inoltre l'EIOPA ha pubblicato i risultati delle consultazioni n. 14/014 sulle guideline in materia di funzionamento del Collegio di Vigilanza

[Risultato della consultazione](#)

---

## Mercati finanziari

05/11/2014 12:24

La Commissione europea ha adottato le sue prime decisioni in materia di "equivalenza" sulla regolamentazione delle Controparti Centrali in Australia, Hong Kong e Singapore.

[Comunicato stampa](#)

---

## Banking Union

04/11/2014 19:45

La BCE ha pubblicato un regolamento relativo alle "tasse" sulla vigilanza. Il documento evidenzia le modalità con cui la BCE recupera le spese relative al meccanismo unico di vigilanza.

[Comunicato Stampa](#)

[Regolamento](#)

# SHADOW BANKING

04/11/2014 19:40

Il Financial Stability Board (FSB) ha pubblicato la quarta edizione del Global Shadow Banking Monitoring Report. Il report ricomprende tutti i Paesi dell'Euro-zona e fa riferimento a dati del 2013.

Comunicato stampa

Report

---

## Basilea III

04/11/2014 19:35

Il Comitato di Basilea ha pubblicato il documento finale sugli standard del Net Stable Funding Ratio (NSFR) così come approvato dal Comitato, dal Gruppo dei Governatori delle Banche Centrali e dai Capi delle autorità di Vigilanza nazionali.

Comunicato stampa

Documento sul NSFR

---

## EIOPA: consultazione su Solvency II

04/11/2014 08:44

L'EIOPA ha aperto una consultazione su un documento tecnico concernente la struttura dei tassi di interesse *risk-free*. La consultazione si concluderà il 21 novembre.

Pagina web

---

## EBA: consultazione sui requisiti di capitale

04/11/2014 08:40

E' stata aperta una consultazione sui RTS sulle soglie di rilevanza per le obbligazioni scadute: sulla base della proposta dell'EBA, le autorità nazionali decideranno le soglie da applicare. La consultazione si concluderà il 31 gennaio 2015.

Comunicato stampa Documento per la consultazione

---

## Mercati finanziari

30/10/2014 10:14

L'ESMA ha pubblicato l'undicesimo aggiornamento delle Q&A sull'attuazione dell'Emir.

Q&A

Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani,  
Roberto Ottolini, Giulia Simonetti, Enrico Ubaldi, Giulia Zanchi,  
Silvia Dell'Acqua.  
© 2014 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

---

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza. Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.

---

---

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo,

Concetta Brescia Morra, Stefano Corsaro,