

CC&G 25th ANNIVERSARY
New Challenges for a European CCP

New Challenges for a European CCP

Intervento del Capo del Dipartimento
Mercati e sistemi di pagamento della Banca d'Italia

Paolo Marullo Reedtz

Milano, 21 novembre 2017

Ringrazio la Cassa di compensazione e garanzia per l'invito rivolto alla Banca d'Italia a partecipare a questo evento organizzato in un anno, il 2017, nel quale ricorre il venticinquesimo anniversario della costituzione.

È un invito quanto mai gradito!

La costituzione e la crescita della Cassa, così come quelle delle altre infrastrutture italiane del mercato finanziario, ben si inquadra nelle analisi e nei progetti messi in moto dal Libro bianco sul sistema dei pagamenti, del quale pure ricorre quest'anno l'anniversario, il trentesimo dalla pubblicazione da parte della Banca d'Italia.

In una visione che, alla luce degli eventi, possiamo oggi definire anticipatrice di future tendenze, nel Libro bianco si inserivano in un quadro organico progetti di riforma degli strumenti di pagamento, dei pagamenti interbancari, dei sistemi di custodia e liquidazione dei titoli, uniti dai medesimi principi ispiratori: contenimento dei rischi di regolamento, ampio utilizzo della moneta di banca centrale, efficienza e trasparenza dei sistemi utilizzati.

La finalità ultima era quella di ridisegnare, anche attraverso un ampio ricorso all'automazione, i meccanismi di trasferimento della liquidità e dei titoli, assicurando tempestività, certezza e affidabilità dei servizi e riducendo i rischi per gli operatori e per il sistema.

L'evento che oggi si celebra, l'anniversario della costituzione della Cassa di compensazione e garanzia, offre lo spunto per una rivisitazione del processo di crescita della piazza finanziaria italiana; induce a interrogarsi sulle sfide che la attendono nella prospettiva delle profonde modifiche istituzionali e regolamentari che si vanno definendo e del crescente tono concorrenziale del mercato europeo del *clearing*.

L'avvio dell'attività (1992 – 1997)

La figura della controparte centrale fece il suo ingresso nell'ordinamento italiano con la legge 1/1991, meglio conosciuta come legge sulle SIM, che aprì la possibilità per la Consob e la Banca d'Italia di emanare, d'intesa, disposizioni concernenti l'istituzione, l'organizzazione e il funzionamento di una controparte centrale, con capitale sottoscritto dai soggetti ammessi alle contrattazioni. Si trattava del modello allora adottato da analoghi organismi operanti su altre piazze finanziarie; corrispondeva alle esigenze di sistemi scarsamente in competizione fra loro, più orientati a servire la propria piazza finanziaria che a cercare "clientela" in altre realtà.

A marzo del 1992 la Consob e la Banca d'Italia definirono disposizioni che consentivano la costituzione, sotto forma di società per azioni, della Cassa quale controparte centrale dei contratti *futures* e quale gestore di un fondo, patrimonialmente separato, a garanzia della liquidazione mensile.

La Cassa muoveva così i primi passi: alla gestione del fondo di garanzia della liquidazione mensile si affiancò la funzione di controparte centrale nel mercato dei derivati obbligazionari; quando per un numero limitato di titoli Consob e Banca d'Italia istituirono la liquidazione a contante, furono previste modalità che comprendevano l'intervento della Cassa; alla nascita del mercato dei derivati azionari (IDEM) la Cassa ne divenne controparte centrale.

Nel 1996 si realizzava pienamente la "rivoluzione" della liquidazione a contante con l'estensione del nuovo regime all'intero listino di borsa; l'obiettivo era di contenere il rischio di controparte riducendo i tempi di regolamento ed evitando il rischio di amplificazione dell'effetto insolvenza connesso con il ciclo mensile.

Come emerge chiaramente, la storia di Cassa di compensazione e garanzia è intrinsecamente legata a quella delle altre componenti della filiera produttiva dei mercati, con la quale condivide due direttrici fondamentali: il riconoscimento della natura imprenditoriale delle attività di gestione dei mercati e di quelle di *post-trading*; la spinta verso assetti integrati idonei a valorizzare le sinergie fra le attività di *trading* e di *post-trading*.

Le altre infrastrutture del sistema finanziario italiano avevano visto la luce ancor prima della Cassa.

La Borsa (tramite il Ced Borsa) si era dotata di strumenti tecnologici più avanzati, ponendo le basi per la telematizzazione degli scambi.

La Monte Titoli, costituita nel 1978, su iniziativa della Banca d'Italia quale società fiduciaria, aveva assunto la veste di S.p.A. nel 1986; la sua attività si evolveva verso l'adozione di un sistema di registrazione contabile in luogo della materiale circolazione dei titoli.

Ai mercati tradizionali si era affiancato, nel 1988, il mercato secondario dei titoli di Stato MTS, configurato quale mercato all'ingrosso riservato a operatori qualificati, destinato anche a ospitare le operazioni di acquisto e di vendita di titoli da parte della Banca centrale.

Nel 1990 era stato costituito il mercato telematico dei depositi interbancari, al fine di dare fluidità e trasparenza a un mercato precedentemente affidato principalmente alla movimentazione dei conti di corrispondenza.

L'avvio del percorso verso un'impostazione di tipo privatistico delle attività di *trading* e di *post-trading* può essere individuato già nella stessa legge 1/91. Fra gli altri interventi, aveva istituito il Consiglio di borsa, composto da rappresentanti degli intermediari e degli emittenti dei titoli quotati, prevedendo la possibilità, per la Consob, di delegare ad esso i poteri in materia di organizzazione e amministrazione del mercato.

È proprio sulla base della fondamentale distinzione fra queste funzioni e quelle, ovviamente non delegabili, di regolamentazione e controllo che il cd. "decreto Eurosim" del 1996 (il decreto

legislativo n. 415 del 1996), di recepimento della prima Direttiva sui servizi di investimento (Direttiva 93/22/CEE), ha fondato il futuro processo di privatizzazione dei servizi di mercato.

L'impulso alla revisione della disciplina interna derivava dall'introduzione, con la Direttiva, dell'istituto del mutuo riconoscimento in relazione anche ai mercati. Questo creava le condizioni per una competizione fra sistemi nazionali, rispetto alla quale il tradizionale modello di "mercato/servizio pubblico" appariva poco in grado di assicurare gestioni aziendali sufficientemente orientate all'innovazione e all'efficienza.

In questa fase si sviluppava il tentativo delle autorità e dei privati di consolidare le piazze finanziarie nazionali, adeguandole alla dimensione delle economie e alle esigenze degli emittenti e degli intermediari locali. Grazie anche agli sviluppi tecnologici, che rendevano gli scambi più veloci ed efficienti e consentivano l'accesso in via remota ai mercati, si mirava a rendere la propria piazza finanziaria 'luogo di elezione' per gli scambi anche *cross-border* dei titoli emessi dai soggetti nazionali. A tal fine, si tendeva a raggruppare sotto un'unica holding le principali attività e i servizi comuni a tutti i mercati.

In quella fase la privatizzazione non toccava ancora la liquidazione titoli, affidata ancora alla Banca d'Italia.

Consolidamento, concorrenza, introduzione dell'euro (1998-2007)

Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria (TUF; adottato con d.lgs. n. 58/1998) ha completato l'evoluzione del nostro sistema finanziario verso il modello privatistico.

L'attività di organizzazione e gestione dei mercati veniva confermata attività di impresa, anche con scopo di lucro; il suo svolgimento era riservato a società per azioni appositamente autorizzate, con capitale aperto a soggetti privati. Non era più previsto che l'attività fosse esercitata in regime di monopolio bensì in regime di concorrenza, da più soggetti. Alle autorità di vigilanza era attribuito un ruolo di regolazione e supervisione secondo la consueta ripartizione per finalità.

Venne inoltre introdotta una disciplina generale della gestione accentrata di strumenti finanziari, destinata ad essere integrata da norme sulla loro dematerializzazione (nel decreto legislativo n. 213 del 1998); fu formalizzata la distinzione tra sistemi di garanzia dei contratti e sistemi di garanzia della liquidazione, per la non necessaria identità tra contraenti da un lato e aderenti ai sistemi di liquidazione dall'altro. Le disposizioni sulla Cassa di compensazione e garanzia vennero pertanto modificate per riflettere tale distinzione.

Il TUF prevedeva, infine, che la fase della liquidazione dei titoli, a eccezione del regolamento finale del contante, potesse essere affidata a una società autorizzata dalla Banca d'Italia: ciò segnava la privatizzazione, sia pure non integrale, del *settlement*, che andava ad aggiungersi a quella degli altri servizi del mercato.

Sono gli anni dell'introduzione dell'euro, da cui derivava un rafforzamento dell'integrazione economica e finanziaria e, quindi, l'urgenza di una profonda trasformazione

della piazza finanziaria italiana, ancora notevolmente frammentata e priva di strategie coerenti e unitarie.

Borsa Italiana spa, nata nel 1998 dalla privatizzazione dei mercati borsistici, diveniva, nel 2000, l'azionista di maggioranza della Cassa e acquisiva, nel 2002, Monte Titoli. Nel 2003, con il trasferimento del servizio di liquidazione titoli della Banca d'Italia, Monte Titoli assumeva la gestione del sistema unico di liquidazione dei titoli Express 2, venendo a integrare verticalmente la funzione di regolamento dei titoli e quella di gestione accentrata e custodia.

Si era così creato il 'polo' del *post trading* italiano, con la concentrazione in un unico gruppo proprietario dei relativi servizi.

Negli stessi anni la Cassa proseguiva l'ampliamento della gamma di offerta. Nel 2003 prendeva avvio il servizio obbligatorio di controparte centrale sui mercati azionari a pronti gestiti da Borsa Italiana, in sostituzione del sistema basato sul fondo di garanzia dei contratti. Con l'avvio del sistema di liquidazione Express 2, si chiudeva il ciclo vitale del fondo di garanzia della liquidazione.

Pietra miliare della microstruttura dei mercati italiani è l'avvio, nel 2004, del link di interoperabilità con la controparte centrale francese Clearnet per l'offerta congiunta del servizio (opzionale) di controparte centrale sui titoli di Stato italiani quotati su MTS ed EuroMTS. A tutt'oggi, questo link rappresenta un unicum nel panorama europeo, reso possibile da una stretta collaborazione tra le due controparti e le rispettive autorità di controllo.

Nell'ottobre del 2007 il gruppo London Stock Exchange acquisiva il controllo di Borsa italiana, che a sua volta controllava Cassa di compensazione e garanzia e Monte Titoli.

Poteva dirsi concluso il lungo percorso con cui la piazza finanziaria italiana ha realizzato una rilevante integrazione della filiera produttiva e crescenti sinergie tra mercati e *post-trading*, secondo una tendenza condivisa con altri principali paesi europei.

La crisi finanziaria e l'attuale evoluzione normativa (2007 – 2017)

La crisi finanziaria deflagrata tra il 2007 e il 2008 ha prodotto effetti di natura strutturale sui mercati finanziari. È cresciuta a dismisura la percezione dei rischi di controparte; si sono ridotte drasticamente le transazioni *unsecured*, a favore di quelle collateralizzate. Gli intermediari hanno assunto iniziative volte a ottimizzare la gestione della liquidità e a selezionare collateralizzati il più possibile liquidi e sicuri.

Da parte delle autorità di regolamentazione e di supervisione è iniziato un intervento sistematico di rivisitazione di standard e *best practices* applicati internazionalmente, di norme nazionali, di prassi e metodologie di controllo.

Le filiere del *trading* e del *post trading* ne sono state ampiamente interessate.

In particolare, la scelta di prevedere l'obbligo di *clearing* centralizzato per gli scambi OTC di contratti derivati standardizzati ha innescato lo sviluppo di un set pervasivo di regole

indirizzate alle controparti centrali e focalizzate su resilienza, risanamento, risoluzione e interdipendenze, con l'obiettivo di accrescere la stabilità del sistema finanziario. Le funzioni che le controparti centrali svolgono nel *clearing* e nella garanzia delle transazioni in titoli, i riflessi sull'andamento dei mercati della richiesta ai *clearing members* delle garanzie costituite dai margini e dal default fund, la solidità patrimoniale e finanziaria, gli assetti di *governance* vengono sottoposti a regole e standard più stringenti che in passato.

In Europa, la EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) ha dato attuazione all'obbligo di compensazione dei derivati OTC standardizzati per il tramite delle controparti centrali, imponendo anche il *reporting* delle operazioni ai *trade repositories*. Ha inoltre introdotto un regime armonizzato di regolamentazione incentrato su un iter autorizzativo iniziale; requisiti prudenziali, organizzativi e regole di condotta degli affari; stringenti regole di *risk management*. Anche l'attività di controllo è stata fortemente innovata, con l'istituzione di collegi di supervisione che superano la competenza esclusiva delle autorità nazionali e sanciscono il coinvolgimento delle autorità estere a diverso titolo interessate nei momenti più salienti della vita di una CCP.

A distanza di neanche tre anni dall'attivazione del nuovo modello di supervisione la prospettiva dell'uscita del Regno Unito dall'Unione europea ha dato avvio a un nuovo intenso processo di regolamentazione che vede nuovamente protagoniste le controparti centrali.

Presso il Consiglio europeo è in discussione una proposta della Commissione per la revisione del Regolamento EMIR basata sul rafforzamento del ruolo e dei poteri dell'ESMA e delle banche centrali rilevanti per le valute trattate, sulla maggiore incisività dei requisiti di riconoscimento delle controparti centrali insediate in paesi terzi e operanti nell'Unione europea, sulla possibilità di applicare a queste ultime forme di *location policy* nel caso in cui la loro rilevanza sistemica per l'Europa sia tale da ritenere insufficiente la cooperazione tra le autorità.

Al tempo stesso la BCE ha proposto di rivedere l'art. 22 del proprio Statuto per introdurre la possibilità di emanare normative sulle controparti centrali, in considerazione della loro importanza per il buon funzionamento dei sistemi di pagamento, per l'azione di controllo monetario e per la stabilità finanziaria.

In parallelo, presso il Consiglio europeo, è in corso il negoziato sul futuro regime di *recovery* e *resolution*, che prevede anch'esso l'attribuzione di poteri di iniziativa e di intervento in situazioni di crisi ad autorità nazionali e ad appositi collegi.

Infine, nello scorso settembre, la Commissione ha presentato una proposta di revisione del Sistema europeo di vigilanza finanziaria nel quale si conferma l'orientamento favorevole a un crescente accentramento presso l'ESMA dei poteri relativi alle controparti centrali.

Il processo normativo non è ancora compiuto ed è in corso un serrato confronto che coinvolge le autorità nazionali e l'industria. In linea di principio si può guardare con favore a un rafforzamento dei poteri di supervisione delle autorità europee, in considerazione della portata sistemica e *cross-border* dell'attività svolta dagli operatori più rilevanti per dimensione e soprattutto più interconnessi su scala europea.

È tuttavia fondamentale che gli assetti che si stabiliranno risultino più chiari e snelli di quelli proposti inizialmente, in modo da assicurare l'applicazione del principio di proporzionalità dei controlli anche per le controparti centrali insediate in Europa; conseguire una più precisa attribuzione delle competenze, evitando duplicazioni di ruoli; favorire la speditezza del processo decisionale; prevedere procedure imparziali di soluzione dei conflitti che potrebbero sorgere fra le autorità a vario titolo coinvolte. Né si può prescindere dallo stabilire una coerenza sostanziale fra un assetto di *ongoing supervision* fortemente accentrato a livello europeo e il mantenimento di una forma di *fiscal responsibility* a livello nazionale.

Siamo fiduciosi che sia possibile definire un *trade-off* efficace ed efficiente fra spinta all'accentramento dei poteri e ruolo delle autorità nazionali. È tuttavia ampiamente verosimile che il nuovo quadro regolamentare, in ogni caso caratterizzato da una maggiore presenza delle autorità europee, contribuisca nel prossimo futuro a modificare i modelli operativi e le scelte di *business* delle controparti centrali, spingendoli verso una crescente uniformità con l'attenuazione di specificità nazionali legate alle caratteristiche dei contesti economici e giuridici locali.

La Cassa di compensazione e garanzia in un mercato del *clearing* in evoluzione

Il servizio di *clearing* offerto da Cassa è stato dunque progressivamente esteso, nel corso degli anni, a nuovi comparti del mercato finanziario: dai titoli di Stato negoziati sulle piattaforme MTS al mercato dei derivati dell'energia; dai contratti *future* scambiati sull'IDEM al NewMIC e all'e-MID repo; successivamente, al MOT e ai derivati delle *commodities* agricole. Nonostante l'ampliamento del menu di servizi offerti, il comparto obbligazionario continua a rappresentare la gran parte dell'operatività; a sua volta, esso è pressoché interamente rappresentato da titoli di Stato italiani.

L'attività della Cassa è essenziale per il funzionamento, la liquidità e lo spessore del nostro mercato finanziario. I mercati italiani dei titoli pubblici, *cash* e *repo*, negoziano oggi circa 100 miliardi di euro al giorno, il 98 per cento dei quali intermediati da Cassa, o singolarmente o, per circa la metà, attraverso il link con Clearnet SA. Nostre stime indicano che il *netting* multilaterale riduce del 10 per cento l'esposizione complessiva dei partecipanti sul mercato General Collateral, percentuale che sale a oltre il 40 per cento se si includono nel calcolo anche le transazioni sul segmento Special Repo.

È un modello di business da valutare alla luce delle tendenze in atto sui mercati europei e internazionali.

Successivamente alla riautorizzazione prevista dalla EMIR, ottenuta nella maggioranza dei casi nel 2014, le più importanti CCP europee hanno adottato strategie improntate alla ricerca delle economie di scala e di gamma, mediante la diversificazione dei prodotti, l'ampliamento delle tipologie di partecipazione, la progettazione di accordi di *cross membership*, collegamenti e *joint ventures*, se non di concentrazioni industriali che comporterebbero l'accorpamento *cross-country* degli operatori.

Alcune CCP hanno esteso l'attività al segmento degli OTC Derivatives, includendo in taluni casi anche i prodotti in valuta. Altre hanno puntato a rafforzare la presenza su segmenti di

mercato più tradizionali, come i *repo*, o a fronteggiare la possibile perdita di quote di mercato laddove la pressione dei *competitors* è più forte, come nel *cash equity*; in questo comparto, le innovazioni vanno dalla revisione delle tariffe, per renderle più concorrenziali e fidelizzare i *clearing members*, allo studio di *links* che favoriscano i partecipanti insediati in più piazze.

In tema di partecipazione, sono state previste forme ad hoc di *membership* per gli investitori istituzionali (specificamente le *buy side firms*) per il *clearing* dei derivati OTC e dei *repo*, con l'obiettivo di 'catturare' l'interesse di questi operatori alleviando, al tempo stesso, gli oneri sopportati dai *clearing members*.

Sono tutte iniziative molto recenti, che presentano stadi diversi di attuazione, o ancora in fase di definizione. Il loro contributo all'ampliamento dei volumi operativi o in termini reddituali, per ora marginale, è difficile da valutare per il futuro.

Ci rivelano però una realtà ben precisa: le maggiori controparti centrali europee hanno già adottato linee strategiche volte a cogliere in modo complementare le opportunità offerte dal *mandatory clearing* prima, dalla prospettiva della Brexit dopo. E questo induce a guardare, con un'ottica che reputo più corretta, ai possibili effetti della Brexit sul mercato europeo del *clearing*.

La futura uscita del Regno Unito dalla UE di per sé non crea sollecitazioni e sfide nuove. Semmai rende più stretti i tempi per rispondere a sfide competitive che già sussistono e che riguardano il posizionamento strategico delle infrastrutture italiane in un mercato più ampio e contendibile.

La possibilità che Brexit induca una ricomposizione dell'attività da parte degli intermediari ora attivi nel Regno Unito a favore di mercati e infrastrutture insediate nella UE va valutata con riferimento all'intera piazza finanziaria italiana. Ci si interroga su come le nostre infrastrutture di *trading* e di *post-trading* dovrebbero attrezzarsi per cogliere le opportunità rappresentate dall'ampliamento dei servizi offerti, dalla ricerca di una maggiore efficienza, dall'adozione delle tecnologie innovative richieste dall'utilizzo di piattaforme decentrate. Una risposta attiva a queste sollecitazioni è condizione ineludibile se si mira a intercettare flussi di attività che migreranno da Londra.

Prospettive interessanti potrebbero derivare da un nuovo impulso all'attività del mercato e-MID, recentemente acquisito da un grande gruppo inglese attivo sia nel *trading* che nel *post-trading*, o anche dal trasferimento in Italia della società EuroMTS, che gestisce piattaforme di scambio di titoli di Stato italiani ed esteri, titoli *corporate* e derivati.

Nel segmento della gestione del *collateral* e in quello del *settlement*, dove il sistema di regolamento T2S ha modificato lo scenario competitivo, l'integrazione della piattaforma X-COM con nuove funzionalità potrebbe favorire per Monte Titoli un utilizzo più estensivo dei servizi di *triparty collateral management*. Il *custody* è il segmento del post trading che offre in prospettiva ampie opportunità di applicazione del paradigma incentrato sulla *Distributed Ledger Technology* (DLT), suscettibile di consentire una decisa razionalizzazione dei costi fissi.

Il comparto del *clearing* è quello più direttamente interessato dalla Brexit. LCH Ltd e ICE Clear Europe compensano oggi quote molto rilevanti di alcune *asset classes* denominate in euro: il

99 per cento degli *interest rate swaps* (IRS), l'89 per cento dei *credit default swaps* (CDS), il 31 per cento dei *repo*. Quantificare l'entità della *relocation* che potrebbe conseguire alla Brexit è certamente arduo. Ma è certo che, come già rilevato, i maggiori poli europei attivi nel *clearing* sono già impegnati nelle attività - tecnologiche, di marketing *cross border*, di ridisegno dei servizi offerti - che dovrebbero permettere di intercettare parte dei flussi in uscita.

In questo contesto, il management e gli azionisti della Cassa di compensazione e garanzia sono chiamati a riconsiderare con attenzione il modello di business e le politiche finora seguiti. Come si è detto, la Cassa opera in ampia prevalenza su titoli di Stato italiani, con operatori italiani e investendo soprattutto in titoli di Stato italiani; la remunerazione assicurata dai titoli italiani si è peraltro riflessa in livelli di redditività relativamente elevati, largamente sostenuti dal margine di interesse.

È essenziale, per il futuro posizionamento della Cassa nel più ampio e concorrenziale mercato europeo, che i flussi di reddito siano volti in larga parte al rafforzamento patrimoniale e a finanziare investimenti strategici. Alcuni dei servizi di *clearing* che negli ultimi anni hanno riscosso maggiore interesse in Europa non vengono attualmente offerti: mi riferisco alla compensazione su derivati OTC, segmento nel quale le banche italiane negoziano una quota piccola nel confronto internazionale ma non certo trascurabile in valore assoluto (sui soli derivati OTC su tassi di interesse, il valore nozionale attribuibile ai nostri intermediari è superiore a 4000 miliardi di dollari, secondo la BRI), ai *futures* e alle *options* sui titoli di Stato italiani.

Una situazione analoga si rileva anche per altre componenti della filiera del *post-trading* italiano.

Un piano di sviluppo delle attività riferito simultaneamente a tutte le componenti della piazza finanziaria, che gli attuali assetti organizzativi sembrano idonei a favorire, potrebbe generare sinergie cospicue sul piano aziendale e vantaggi per l'intero sistema finanziario.

* * *

Dell'azione di riforma del sistema dei pagamenti e della filiera del *trading* e del *post-trading* la Banca d'Italia è stata convinta promotrice, in un ruolo di catalizzatore prima ancora che di regolatore e supervisore.

E l'interesse della Banca verso le strutture portanti del nostro sistema finanziario mi sembra ben rappresentato dalle parole del Governatore Ciampi nelle Considerazioni finali del 31 maggio 1990, che conservano, a distanza di così tanto tempo, una vivida attualità:

Il completamento della liberalizzazione valutaria favorirà l'accentramento degli scambi sulle piazze finanziarie più efficienti e stimolerà maggiore uniformità nelle prassi operative e nelle strutture finanziarie.

La localizzazione del mercato non è irrilevante.

Un mercato non è semplicemente un luogo di scambio, bensì una struttura che produce servizi, quindi reddito e occupazione; un'industria che incorpora conoscenze tecniche, prassi di lavoro, capacità professionali, meglio rispondenti alle esigenze del sistema economico nel quale e per il quale si sono formate.

In Italia sono state realizzate importanti innovazioni [...]

Permangono, tuttavia, aspetti di debolezza nel confronto comunitario che configurano il rischio di dislocazione verso altre piazze.

La piazza finanziaria italiana ha le competenze professionali e tecnologiche necessarie a giocare un ruolo non secondario nel mercato europeo. Sono necessari lungimiranza e spirito di iniziativa.

