COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 18.2.2015
COM(2015) 63 final

LIBRO VERDE

Costruire un'Unione dei mercati dei capitali

{SWD(2015) 13 final}

Premessa

Le priorità della Commissione, le priorità dell'Europa, sono la crescita e l'occupazione. Per far ripartire la crescita in Europa dobbiamo rilanciare gli investimenti nelle imprese e nelle infrastrutture europee. Il pacchetto di investimenti da 315 miliardi di EUR consentirà di avviare questo processo, ma per rafforzare gli investimenti a lungo termine è necessario creare un vero mercato unico dei capitali: un'Unione dei mercati dei capitali per tutti i 28 Stati membri.

Rispetto a quelle di altre regioni del mondo, per i finanziamenti le imprese europee rimangono fortemente dipendenti dalle banche e relativamente meno dai mercati dei capitali. Mercati dei capitali più forti sarebbero fonti di finanziamento complementari rispetto agli istituti di credito e consentirebbero di:

- sbloccare maggiori investimenti per tutte le imprese, in particolare per le PMI, e per i progetti infrastrutturali;

- attrarre nell'UE più investimenti internazionali;

- rendere il sistema finanziario più stabile grazie alla disponibilità di un ventaglio più ampio di fonti di finanziamento.

In sostanza, il nostro compito è escogitare modalità per creare un ponte tra la crescita e gli investitori e risparmiatori. Per realizzare un'Unione dei mercati dei capitali non basta un unico provvedimento; sono bensì necessarie diverse misure, alcune modeste se prese singolarmente, ma il cui impatto sarà nel complesso significativo. Occorre individuare e superare le barriere che separano il denaro degli investitori e le opportunità di investimento, nonché eliminare gli ostacoli che impediscono alle imprese di trovare investitori. Dobbiamo inoltre rendere il nostro sistema di incanalamento di questi fondi — la catena dell'investimento — quanto più efficiente possibile, a livello sia nazionale che internazionale.

Perché è opportuno agire in tal senso? Alcuni esempi illustrano i benefici potenziali. Le imprese di medie dimensioni, locomotive della crescita in molti paesi, negli Stati Uniti ricevono dai mercati dei capitali il quintuplo dei fondi che ottengono nell'UE. Se i nostri mercati dei capitali di rischio avessero avuto pari spessore, tra il 2008 e il 2013 le imprese avrebbero avuto a disposizione finanziamenti per 90 miliardi di EUR. Se il livello delle attuali cartolarizzazioni delle PMI potesse tornare, in tutta sicurezza, anche soltanto alla metà del livello del 2007, si libererebbero finanziamenti supplementari per circa 20 miliardi di EUR.

È vero che molte delle problematiche in discussione – normativa sull'insolvenza e sui valori mobiliari, regimi fiscali – sono oggetto di dibattito da molti anni, ma la necessità di progredire in tal senso è più pressante che mai. Pur trattandosi di un progetto a lungo termine, che richiede uno sforzo sostenuto nell'arco di molti anni, non bisogna rinunciare a compiere progressi in tempi rapidi. Pertanto, nei prossimi mesi si intende:

- elaborare proposte per favorire cartolarizzazioni di alta qualità e decongestionare i bilanci delle banche, liberando così capacità di prestito;

- riesaminare la direttiva relativa al prospetto per agevolare le imprese, specialmente quelle più piccole, nel reperire finanziamenti e trovare investitori transfrontalieri;

- avviare i lavori per migliorare la disponibilità delle informazioni sulla situazione creditizia delle PMI, in modo che per gli investitori sia più facile investire in queste imprese;

- collaborare con il settore per mettere in atto un regime di collocamento privato paneuropeo per incoraggiare gli investimenti diretti nelle imprese più piccole;

- sostenere il ricorso ai nuovi fondi di investimento europei a lungo termine per convogliare gli investimenti a favore delle infrastrutture e di altri progetti a lungo termine.

Il presente Libro verde segna l'inizio di una consultazione che durerà tre mesi. Vorremmo sentire il parere dei parlamentari, degli Stati membri, delle persone che lavorano nei mercati dei capitali e di tutti i gruppi che si occupano di lavoro, crescita e interessi dei cittadini europei. Le informazioni ottenute ci consentiranno di sviluppare un piano d'azione volto a gettare le basi per un'Unione dei mercati dei capitali pienamente funzionante entro il 2019.

È chiara la direzione da prendere: realizzare un mercato unico dei capitali partendo dal basso, individuando gli ostacoli e rimuovendoli uno a uno, dando un nuovo impulso e instaurando un crescente senso di fiducia negli investimenti per il futuro dell'Europa. La libera circolazione dei capitali è uno dei principi fondamentali su cui è stata costruita l'UE. Più di cinquant'anni dopo la firma del trattato di Roma, dobbiamo cogliere l'opportunità di trasformare questa ambizione in realtà.

Sezione 1 - Costruire un'Unione dei mercati dei capitali

Il principio della libera circolazione dei capitali è stato sancito dal trattato di Roma più di cinquant'anni fa. Si tratta di una delle libertà fondamentali dell'Unione europea e dovrebbe essere il fulcro del mercato unico. Eppure, nonostante i progressi compiuti, oggi i mercati dei capitali rimangono ancora segmentati e sono in genere organizzati su base nazionale. Dopo una fase di approfondimento, il livello di integrazione dei mercati finanziari in tutta l'UE è diminuito in seguito alla crisi, con il ripiegamento delle banche e degli investitori sui mercati di origine.

Rispetto ad altre giurisdizioni, i finanziamenti basati sul mercato dei capitali sono relativamente poco sviluppati in Europa. I nostri mercati azionari, obbligazionari e di altra natura hanno un ruolo minore nel finanziamento della crescita e le imprese europee rimangono fortemente dipendenti dalle banche, aspetto che rende le nostre economie vulnerabili rispetto a una contrazione del prestito bancario. Inoltre, la fiducia degli investitori è insufficiente e i risparmi europei non sono sempre impiegati nel modo più produttivo. I livelli d'investimento europei sono, ben inferiori alla norma storica e i mercati europei dei capitali hanno perso competitività a livello mondiale.

Per consentire un ritorno sostenibile alla crescita e alla creazione di posti di lavoro, unitamente ad altre riforme del contesto imprenditoriale, è necessario che i mercati dei capitali svolgano un ruolo più significativo nel convogliare i finanziamenti nell'economia. In pratica, ciò significa individuare e rimuovere gli ostacoli alla circolazione dei capitali tra investitori e operatori che necessitano di finanziamenti, siano essi ostacoli a carattere nazionale o transfrontaliero.

La creazione di un'Unione dei mercati dei capitali è un'iniziativa fondamentale nel programma di lavoro della Commissione che garantirebbe una maggiore diversificazione del finanziamento dell'economia riducendo il costo della raccolta di capitali, in particolare per le PMI. Una maggiore integrazione dei mercati dei capitali, in particolare per i titoli di capitale, migliorerebbe la capacità dell'economia europea di assorbire gli shock e consentirebbe maggiori investimenti senza aumentare i livelli di indebitamento. Grazie a un'infrastruttura di mercato e a intermediari efficienti, un'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe migliorare il flusso di capitali dagli investitori ai progetti di investimento europei, migliorando la distribuzione dei rischi e dei capitali in tutta l'UE e, in ultima analisi, rendendo l'Europa più resiliente agli shock futuri.

La Commissione si è pertanto impegnata a predisporre entro il 2019 gli elementi costitutivi di un'Unione dei mercati dei capitali ben regolamentata e integrata, comprendente tutti gli Stati membri, affinché tutta l'economia possa beneficiare al massimo dei vantaggi offerti dai mercati dei capitali e dagli enti finanziari non bancari.

Un'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe permettere all'Unione europea di avanzare verso una situazione in cui, ad esempio, le PMI possono ottenere finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese; i costi di investimento e di accesso ai prodotti di investimento convergono in tutta l'UE; diventa sempre più facile ottenere finanziamenti attraverso i mercati dei capitali ed è possibile chiedere finanziamenti in un altro Stato membro senza scontrarsi con inutili barriere giuridiche o di vigilanza. Tali modifiche contribuiranno a ridurre la dipendenza dal finanziamento bancario, ma le banche, in quanto finanziatrici di una parte significativa dell'economia e intermediari nei mercati dei capitali, svolgeranno ancora un

ruolo centrale nell'Unione dei mercati dei capitali e continueranno ad essere fondamentali per l'economia europea.

Queste problematiche non sono tutte nuove, ma è urgente risolverle per rispondere alla necessità di crescita dell'UE che offre peraltro l'impulso necessario a progredire in questa direzione. L'obiettivo del presente Libro verde è avviare il dibattito a livello nazionale e dell'UE, con il coinvolgimento dei colegislatori, delle altre istituzioni dell'UE, dei parlamenti nazionali e di tutti gli interessati, sulle possibili misure a breve e a lungo termine per il conseguimento di questi obiettivi.

L'Unione dei mercati dei capitali non è l'Unione bancaria: mercati dei capitali di maggiore spessore necessitano di misure che differiscono dagli elementi fondamentali dell'Unione bancaria. Tuttavia, poiché intende spezzare il legame tra i dissesti delle banche e i debiti sovrani nella zona euro, l'Unione bancaria costituirà una piattaforma stabile per sostenere lo sviluppo di un'Unione dei mercati dei capitali in tutti gli Stati membri dell'UE. Parimenti, una buona integrazione dei mercati dei capitali contribuirà alla resilienza dell'Unione economica e monetaria.

L'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe basarsi sui seguenti principi fondamentali:

- massimizzare i vantaggi che i mercati dei capitali possono portare all'economia, alla crescita e all'occupazione;

- creare un mercato unico dei capitali per tutti e 28 gli Stati membri, eliminando gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE e promuovendo relazioni più strette con i mercati dei capitali mondiali;

- fondarsi su solide basi di stabilità finanziaria, con un codice unico sui servizi finanziari applicato in modo effettivo e coerente;

- garantire ai consumatori e agli investitori una protezione concreta;

- contribuire ad attirare investimenti provenienti da tutto il mondo e a rafforzare la competitività dell'UE.

1.1 Realizzare un'Unione dei mercati dei capitali

Costruire l'Unione dei mercati dei capitali è un progetto a lungo termine. Sono già in corso lavori volti a istituire un codice unico di norme, con un gran numero di riforme essenziali[1] in fase di attuazione. L'approccio della Commissione sarà incentrato su una valutazione delle grandi priorità in termini di probabile impatto e di fattibilità, corroborata da un'analisi economica, una valutazione d'impatto e una consultazione approfondite.

Sulla base dei risultati della consultazione, la Commissione cercherà di individuare le azioni necessarie per conseguire i seguenti obiettivi:

- migliorare l'**accesso ai finanziamenti** per tutte le imprese in Europa (in particolare le PMI) e i progetti di investimento, quali le infrastrutture;

[1] Per esempio, la legislazione sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), sugli abusi di mercato (MAR/MAD), sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA), sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) e sui depositari centrali di titoli (CSDR).

- **aumentare e diversificare le fonti di finanziamento** offerte dagli investitori dell'UE e di tutto il mondo;

- **rendere più efficace ed efficiente il funzionamento dei mercati,** mettendo in relazione gli investitori e coloro che necessitano di finanziamenti a costi inferiori, sia all'interno degli Stati membri che a livello transfrontaliero.

La Commissione sta svolgendo ampie consultazioni sulla natura dei problemi, sulle misure possibili e sul loro livello di priorità. Legiferare non è sempre la risposta politica adeguata a queste sfide e l'onere di offrire soluzioni resta in molti casi a carico dei mercati. In altri settori misure non legislative e un'effettiva applicazione della normativa sulla concorrenza e sul mercato unico potrebbero rappresentare la migliore via per progredire. La Commissione sosterrà le soluzioni ispirate al mercato in grado di incidere, e proporrà modifiche normative solo se necessarie.

Il presente documento è strutturato come segue. La **sezione 2** descrive l'attuale organizzazione dei mercati europei dei capitali e propone un'analisi preliminare di alcuni degli ostacoli alla realizzazione di mercati dei capitali più integrati e spessi. Per un'ulteriore analisi si veda il documento di lavoro dei servizi della Commissione che accompagna il presente Libro verde. La **sezione 3** consulta i portatori d'interesse sulle prime priorità politiche che ci si propone di perseguire a partire dalla comunicazione della Commissione "*Un piano di investimenti per l'Europa*"[2], in particolare l'attuazione del regolamento relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), le cartolarizzazioni di alta qualità, le informazioni sulla situazione creditizia delle PMI, il collocamento privato e il riesame della direttiva relativa al prospetto. La **sezione 4** consulta i portatori d'interesse sugli ostacoli all'accesso ai finanziamenti, l'ampliamento delle fonti di finanziamento e le modalità per far funzionare i mercati in modo più efficace, nonché sulle iniziative da intraprendere in base ai riscontri ottenuti. Tra gli ostacoli ai flussi di capitale transfrontalieri vi sono il diritto fallimentare, societario, tributario e dei valori mobiliari, materie in cui occorrono un'ulteriore analisi e un riscontro per individuare la portata del problema in ogni settore, le soluzioni più appropriate e il livello di priorità.

Aprendo ulteriormente i mercati nazionali agli investitori, agli emittenti e agli intermediari e promuovendo la libera circolazione dei capitali e la condivisione delle migliori pratiche, l'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe altresì essere vista come un modo per aiutare i mercati a svilupparsi a livello nazionale. Visti i diversi gradi di sviluppo dei mercati dei capitali nell'UE e l'esistenza di sfide specifiche nei diversi Stati membri, le risposte politiche potrebbero necessitare di opportuni adeguamenti a livello nazionale, basati tra l'altro sulle raccomandazioni specifiche per paese emesse dalla Commissione nell'ambito del semestre europeo. La Commissione invita gli Stati membri a procedere a consultazioni in merito alle sfide specifiche per lo sviluppo dei loro mercati dei capitali e ad alimentare il dibattito con le conclusioni che ne trarranno.

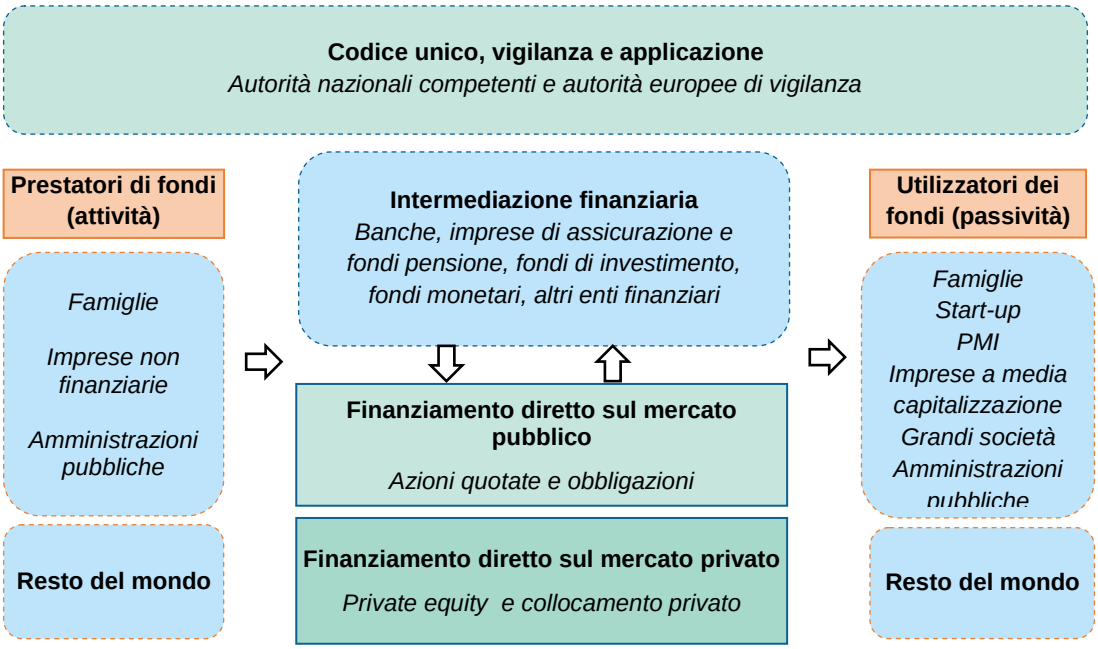
[2] COM(2014) 903 final del 26.11.2014.

Sezione 2 - Sfide attuali per i mercati europei dei capitali

2.1 Stato attuale dei mercati dei capitali in Europa

Oltre ai prestiti bancari diretti, i mercati dei capitali, che forniscono all'economia una serie di fonti di finanziamento diversificate, sono il principale meccanismo mediante il quale gli investitori potenziali incontrano coloro che cercano finanziamenti. Il grafico 1 rappresenta schematicamente il flusso dei finanziamenti che irrorano l'economia. Benché la principale attività sia il finanziamento diretto, i mercati dei capitali sono anche strettamente interconnessi con gli intermediari finanziari che spesso assicurano la circolazione dei fondi tra risparmiatori e investitori.

Grafico 1: schema stilizzato dei mercati dei capitali nel complesso del sistema finanziario

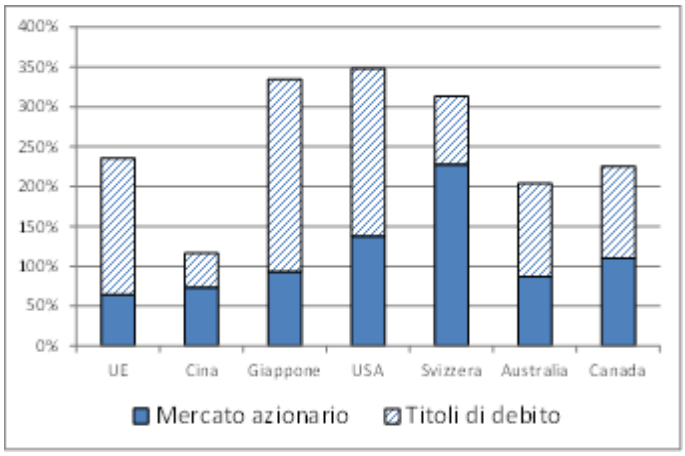


Negli ultimi decenni i mercati dei capitali si sono ampliati nell'UE. La capitalizzazione complessiva del mercato azionario dell'UE, ad esempio, ammontava alla fine del 2013 a 8 400 miliardi di EUR (65% circa del PIL), rispetto ai 1 300 miliardi di EUR (22% del PIL) nel 1992. Il valore totale delle consistenze in essere di titoli di debito ha superato i 22 300 miliardi di EUR (171% del PIL) nel 2013, rispetto ai 4 700 miliardi di EUR (74% del PIL) nel 1992[3].

Eppure i mercati dell'UE sono tuttora poco sviluppati rispetto ad altre aree del mondo. Le dimensioni dei mercati azionari pubblici negli Stati Uniti sono circa il doppio rispetto a quelle dei medesimi mercati dell'UE (in percentuale del PIL) e in Svizzera gli stessi mercati sono pari a tre volte e mezzo quelli dell'UE (grafico 2).

[3] 2014 ECMI Statistical package.

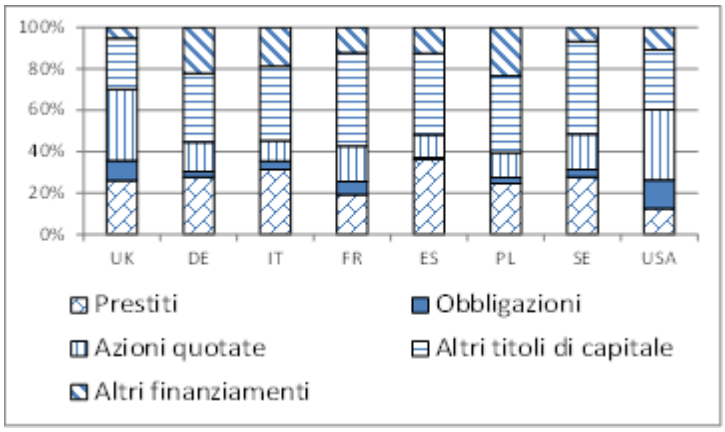
Grafico 2: **capitalizzazione del mercato azionario e titoli di debito (in % del PIL)**



Gli Stati Uniti dispongono anche di mercati di private equity che hanno volumi doppi rispetto agli omologhi mercati dell'UE, e di mercati del collocamento privato obbligazionario fino a tre volte più grandi. Nei diversi Stati membri dell'UE i mercati dei capitali si sono inoltre sviluppati in modo eterogeneo. Per esempio, la capitalizzazione borsistica supera il 121% del PIL nel Regno Unito, rispetto a meno del 10% in Lettonia, a Cipro e in Lituania.

Fonte: 2014 ECMI Statistical package

Grafico 3: modalità di finanziamento delle imprese (in % delle passività totali)



Tradizionalmente l'Europa è sempre stata dipendente piuttosto dal credito bancario: i prestiti bancari svolgono un ruolo molto più significativo nel finanziamento delle imprese rispetto all'emissione di titoli di debito sul mercato (grafico 3). Nel complesso, questa maggiore dipendenza dal credito bancario rende l'economia europea, in particolare le PMI, più vulnerabile di fronte a una stretta del credito da parte delle banche, come è avvenuto durante la crisi finanziaria.

Fonte: Eurostat, OCSE. Nota: i prestiti comprendono i prestiti bancari e i prestiti intersocietari.

L'accesso ai mercati dei capitali varia notevolmente in funzione del tipo di impresa e dello Stato membro. Si è registrato un notevole aumento dell'emissione di obbligazioni societarie da parte di imprese non finanziarie nell'UE, in parte perché i bassi tassi di interesse hanno creato condizioni di mercato favorevoli per gli emittenti di obbligazioni. Tuttavia sono soprattutto le grandi imprese a emettere obbligazioni e non quelle di piccole e medie dimensioni (PMI). Inoltre, l'emissione di obbligazioni si è concentrata sulle piazze più grandi, e non in quelle in cui i problemi di finanziamento delle imprese sono stati più acuti.

Prima della crisi i mercati dei capitali nell'UE si erano maggiormente integrati in termini di detenzione transfrontaliera di strumenti finanziari ma, come ha rivelato la crisi, questa integrazione era sostenuta in parte da flussi di indebitamento bancario all'ingrosso, esposti al rischio di repentini mutamenti in caso di shock. I mercati azionari dell'UE continuano ad essere caratterizzati da una preferenza per i prodotti nazionali, il che significa che i potenziali rischi e benefici non sono condivisi a livello transnazionale. La detenzione transfrontaliera di titoli di debito continua inoltre a essere più esigua di quanto ci si aspetterebbe in un mercato pienamente integrato. Anche i mercati nazionali nell'UE più forti non hanno la massa critica che consentirebbe loro di avere più investitori e una scelta più ampia di strumenti finanziari.

2.2 Sfide e opportunità della realizzazione di un'Unione dei mercati dei capitali

Gli ostacoli all'integrazione e allo sviluppo dei mercati dei capitali dell'UE sono molteplici e sono il frutto di fattori storici, culturali economici e giuridici, alcuni dei quali annosi e di difficile soluzione. Tra questi figurano, ad esempio, la preferenza storica da parte delle imprese per taluni mezzi di finanziamento, le caratteristiche delle prestazioni pensionistiche, l'imposizione di norme prudenziali e di ostacoli amministrativi, alcuni aspetti del governo societario e del diritto delle società, le lacune in termini di dati e le caratteristiche di molti sistemi fiscali, nonché l'inefficienza delle strutture di mercato. Anche in mercati dei capitali ben integrati, continueranno a esistere alcune di queste differenze. Per poter beneficiare dei vantaggi di un mercato unico dei capitali pienamente integrato, è necessario risolvere i problemi che si pongono specialmente nei tre settori chiave che seguono.

In primo luogo, per quanto concerne la domanda, è di primaria importanza **migliorare l'accesso ai finanziamenti, anche al capitale di rischio, in particolare per le PMI (ad esempio, start-up innovative e ad alto tasso di crescita)**. Ciò significa che, nel tempo, bisognerà ovviare ai problemi di informazione e alla frammentazione di segmenti fondamentali del mercato e ridurre i costi di accesso ai mercati dei capitali. Inoltre, il finanziamento di progetti a lungo termine, in particolare delle infrastrutture, si scontra con ostacoli specifici.

In secondo luogo, per quanto riguarda l'offerta, lo sviluppo dei mercati dei capitali nell'UE dipenderà dalla portata del flusso di fondi negli strumenti del mercato dei capitali. **Incrementare il flusso di investimenti** nei mercati dei capitali **da parte degli investitori istituzionali e di quelli al dettaglio** incentiverebbe la diversificazione delle fonti di finanziamento. Lo sviluppo di regimi pensionistici professionali e privati in Europa potrebbe apportare flussi più significativi di fondi in investimenti molto più diversificati mediante gli strumenti del mercato dei capitali e facilitare l'evoluzione verso finanziamenti provenienti dal mercato. Rafforzare la fiducia degli investitori al dettaglio nei confronti dei mercati dei capitali e degli intermediari finanziari potrebbe incrementare l'afflusso negli strumenti dei mercati dei capitali dei risparmi delle famiglie, attualmente detenuti in larga misura sotto forma di patrimonio immobiliare e depositi bancari. I mercati dei capitali europei ne guadagnerebbero in competitività e attrattiva a livello mondiale, aspetto che potrebbe anche incrementare i flussi di investimenti.

In terzo luogo, l'emergere di mercati dei capitali più voluminosi, integrati e spessi dipenderà dal superamento di quegli ostacoli che frammentano i mercati e frenano lo sviluppo di specifici segmenti di mercato. **Migliorare l'efficacia dei mercati** consentirebbe all'UE di beneficiare dei vantaggi di un mercato più grande e spesso, tra cui una maggiore concorrenza, maggiori possibilità di scelta e costi inferiori per gli investitori, nonché una ripartizione più razionale e una migliore condivisione dei rischi. Una maggiore integrazione dei mercati dei

capitali, in particolare per gli strumenti di capitale, migliorerebbe la capacità di assorbimento degli shock dell'economia europea e consentirebbe maggiori investimenti senza aumentare i livelli di indebitamento. Il buon funzionamento dei mercati dei capitali consentirà di migliorare l'allocazione dei capitali nell'economia, favorendo le attività imprenditoriali, l'assunzione di rischi e gli investimenti in infrastrutture e nuove tecnologie.

Sezione 3 - Prime priorità d'intervento

La Commissione ha individuato una serie di ambiti nei quali la necessità di progredire è avvertita diffusamente e dai quali potrebbero risultare benefici in tempi rapidi. La presente sezione illustra le diverse possibilità e intende raccogliere le opinioni dalle parti interessate su elementi specifici di ciascun settore.

3.1 Ridurre gli ostacoli all'accesso ai mercati dei capitali

Il prospetto è un documento dettagliato che riporta informazioni sulla società, nonché i termini e i rischi di un investimento. Per le imprese alla ricerca di finanziamenti è la porta d'ingresso ai mercati dei capitali: la maggior parte delle imprese che intende emettere azioni o obbligazioni deve elaborarne uno. È pertanto essenziale che esso non costituisca un inutile ostacolo all'ingresso sui mercati dei capitali. La Commissione **riesaminerà l'attuale regime del prospetto attraverso una specifica consultazione pubblica**, avviata parallelamente al presente Libro verde, al fine di rendere più agevole per le imprese (in particolare per le PMI) raccogliere capitali in tutta l'UE[4] e favorire la diffusione dei mercati di crescita per le PMI. Il riesame verterà sulle circostanze nelle quali è obbligatorio presentare un prospetto, sullo snellimento della procedura di approvazione e sulla semplificazione delle informazioni contenute nei prospetti.

3.2 Ampliare la base di investitori per le PMI

Durante la crisi le PMI hanno patito più delle grandi imprese le difficoltà di accesso ai finanziamenti. Abitualmente le informazioni sulle PMI sono limitate e in genere detenute dalle banche; alcune PMI hanno difficoltà a entrare in contatto con una base più ampia di investitori non bancari che possono soddisfare le loro esigenze di finanziamento. Migliorare le informazioni sulla situazione creditizia contribuirebbe a realizzare un **mercato dei capitali efficiente e sostenibile per le PMI**. La definizione di un insieme minimo comune di informazioni comparabili a fini di informativa e valutazione della situazione creditizia potrebbe contribuire ad attrarre finanziamenti a favore delle PMI. Informazioni standardizzate sulla qualità del credito, inoltre, potrebbero concorrere allo sviluppo di strumenti di rifinanziamento dei prestiti alle PMI, per esempio la cartolarizzazione.

Sono stati avviati lavori in materia di attribuzione del punteggio creditizio ("credit scoring"), ampiamente sostenuti dagli Stati membri. Il credit scoring fornisce agli investitori e ai finanziatori informazioni sull'affidabilità creditizia delle PMI. Eppure, in Europa il 25% circa di tutte le imprese e il 75% circa delle imprese a conduzione personale non hanno un punteggio creditizio (credit score). Eventuali interventi in questo campo potrebbero contribuire a diversificare il finanziamento delle nuove imprese innovative e ad alto tasso di crescita. In una prima fase, la Commissione intende organizzare nel 2015 seminari in materia di informazioni sulla situazione creditizia delle PMI per progredire in tal senso.

3.3 Una cartolarizzazione sostenibile

La cartolarizzazione, processo mediante il quale le attività finanziarie, come i prestiti ipotecari, sono accorpate in un portafoglio in cui gli investitori possono collocare fondi, può costituire un potente meccanismo per trasferire il rischio e incrementare la capacità delle banche di concedere prestiti. Tuttavia, dopo l'insorgere della crisi, l'attività ha subito una

[4] Parte del programma di controllo dell'adeguatezza e dell'efficacia della regolamentazione (REFIT).

battuta d'arresto, nonostante i modesti tassi di perdita nelle cartolarizzazioni europee. Nel 2014 in Europa sono state emesse cartolarizzazioni per circa 216 miliardi di EUR, rispetto ai 594 miliardi del 2007[5]. Un **mercato UE sostenibile caratterizzato da cartolarizzazioni di alta qualità**, fondato su strumenti di cartolarizzazione semplici, trasparenti e standardizzati potrebbe fungere da ponte tra le banche e i mercati dei capitali.

Con la recente pubblicazione degli atti delegati relativi a Solvibilità II e al coefficiente di copertura della liquidità, sono già iniziati i lavori per definire un approccio prudenziale globale e coerente per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Oltre a queste iniziative, le banche centrali, le autorità di regolamentazione, le autorità nazionali e i rappresentanti del settore privato hanno caldeggiato un approccio più globale al rilancio della cartolarizzazione nell'UE.

Per gli investitori, un'iniziativa a livello dell'UE dovrebbe assicurare standard elevati, certezza del diritto e comparabilità tra i vari strumenti di cartolarizzazione. Questo quadro dovrebbe aumentare la trasparenza, la coerenza e la disponibilità di informazioni essenziali, in particolare per quanto riguarda i prestiti alle PMI, e promuovere la crescita di mercati secondari per agevolare l'emissione e gli investimenti. **Parallelamente al presente Libro verde la Commissione svolgerà consultazioni sulle misure specifiche atte a conseguire tali obiettivi.**

3.4 Incentivare gli investimenti a lungo termine

I livelli di investimento nell'UE sono nettamente diminuiti rispetto al picco del 2007 e restano al di sotto della norma storica. La Commissione europea ha già annunciato un piano di investimenti che permetterà di liberare nell'economia investimenti pubblici e privati per almeno 315 miliardi di EUR nei prossimi tre anni con la creazione del nuovo Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS)[6] e ha pubblicato una comunicazione sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea che definisce una serie di misure per incentivare gli investimenti. Il quadro normativo relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF) recentemente finalizzato consentirà agli investitori di iniettare denaro nelle imprese e nei progetti infrastrutturali sul lungo periodo. I fondi ELTIF dovrebbero essere particolarmente attraenti per investitori come le imprese di assicurazione o i fondi pensione che necessitano di flussi di reddito costanti o di crescita del capitale a lungo termine.

Siamo interessati a conoscere le opinioni sul ruolo che la Commissione e gli Stati membri possono ancora svolgere nel sostenere la diffusione dei fondi ELTIF, in particolare sull'eventuale estensione a tali fondi dei vantaggi attualmente disponibili per i regimi nazionali.

3.5 Sviluppare i mercati europei del collocamento privato

Una modalità per raccogliere fondi destinati alle imprese è il collocamento privato, attraverso il quale una società fa un'offerta di titoli a un singolo investitore o un gruppo ristretto di investitori senza ricorrere ai mercati pubblici. Il collocamento privato può rappresentare per le imprese un modo più efficiente in termini di costi per reperire fondi e **accrescere la**

[5] SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (tabelle di dati relativi alla finanza strutturata europea) (4º trimestre 2014).

[6] Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici e che modifica i regolamenti (UE) nn. 1291/2013 e 1316/2013 (COM(2015) 10).

disponibilità di finanziamenti per le imprese di dimensioni medio-grandi e, potenzialmente, per i progetti infrastrutturali.

Le imprese europee di medie dimensioni, che hanno accesso al mercato del collocamento privato degli Stati Uniti da molti anni, vi hanno raccolto 15,3 miliardi di USD nel 2013[7]. Dall'inizio della crisi finanziaria la popolarità del collocamento privato ha subito un'accelerazione in Europa e alcuni Stati membri hanno sviluppato mercati del collocamento privato. In particolare, i mercati nazionali del collocamento privato in Germania e in Francia hanno finanziato debito per circa 15 miliardi di EUR nel 2013. Lo sviluppo di mercati paneuropei è ostacolato, tra l'altro, dalle discrepanze tra i regimi nazionali di insolvenza e dalla mancanza di procedure, documentazione e informazioni standardizzate sul merito creditizio degli emittenti.

Come primo passo verso lo sviluppo di mercati europei del collocamento privato, un raggruppamento di organismi del settore ha definito una guida per gli addetti ai lavori sulle prassi di mercato comuni, nonché su principi e documentazione standardizzata per i collocamenti privati, compatibili con la varietà dei quadri giuridici. La guida è stata recentemente pubblicata e le prime emissioni dovrebbero seguire a breve. La Commissione accoglie con favore questo approccio conforme a una logica di mercato, che potrebbe contribuire ad agevolare la prossima creazione di un mercato europeo del collocamento privato.

Domande

1) Al di là dei cinque settori prioritari individuati per gli interventi a breve termine, quali altri settori dovrebbero essere affrontati in via prioritaria?

*2) Quali misure supplementari in materia di disponibilità e standardizzazione delle **informazioni sulla situazione creditizia delle PMI** potrebbero favorire un mercato più spesso del finanziamento delle PMI e delle start-up e l'allargamento della base degli investitori?*

*3) Come sostenere gli **ELTIF** per incentivarne la diffusione?*

*4) Quale azione dell'UE sarebbe necessaria per sostenere lo sviluppo dei mercati del **collocamento privato**, oltre al sostegno agli sforzi del settore privato intesi a concordare norme comuni?*

[7] Cfr. relazione ICMA 2014, terzo trimestre.

Sezione 4 - Misure di sviluppo e integrazione dei mercati dei capitali

Per poter beneficiare dei vantaggi di un mercato unico dei capitali pienamente integrato, è necessario risolvere i problemi che si pongono specialmente nei tre settori chiave che seguono:

- migliorare l'**accesso ai finanziamenti** per tutte le imprese in Europa (in particolare le PMI) e i progetti di investimento, quali le infrastrutture;
- **aumentare e diversificare le fonti di finanziamento** offerte dagli investitori dell'UE e di tutto il mondo;
- **rendere più efficace il funzionamento dei mercati,** mettendo in relazione gli investitori e coloro che necessitano di finanziamenti in modo più efficiente e a costi inferiori, sia all'interno degli Stati membri che a livello transfrontaliero.

4.1 Migliorare l'accesso ai finanziamenti

In definitiva, tenuto conto delle dimensioni e dell'importanza dei mercati azionari ed obbligazionari, sarà essenziale che funzionino correttamente per garantire un'Unione dei mercati dei capitali efficace e un accesso ai finanziamenti il più ampio possibile. Esistono tuttavia importanti punti di frizione nel flusso di finanziamenti, in particolare per le piccole e medie imprese e per i progetti a più lungo termine, come le infrastrutture, entrambi fondamentali per l'aumento della capacità produttiva e per la crescita economica. Questi problemi di finanziamento sono particolarmente acuti negli Stati membri che sono stati maggiormente colpiti dalla crisi.

Le **PMI** sono sempre state dipendenti soprattutto dal finanziamento delle banche. Durante la crisi inevitabilmente le banche sono diventate più selettive nel concedere prestiti, a causa dei propri vincoli di bilancio e della maggiore probabilità di insolvenza dei debitori. Anche se i mercati dei capitali possono essere complementari alle banche nel prestare denaro alle PMI, la diversità di queste ultime e le scarse informazioni sulla loro situazione creditizia fanno sì che spesso siano più opportuni prestiti basati sul rapporto con il cliente.

Possono però svolgere un ruolo importante anche fonti di finanziamento alternative, in particolare per **le start-up e le imprese di piccole dimensioni ma in rapida crescita in settori innovativi**. Queste imprese di solito dispongono in fase iniziale di flussi di cassa modesti e dipendono da finanziamenti esterni per sviluppare le proprie attività. Le imprese con immobilizzazioni immateriali significative che non possono essere facilmente impegnate come garanzia reale per ottenere prestiti presso gli istituti di credito hanno spesso un accesso difficile o insufficiente al finanziamento bancario, nonché ad altri strumenti di finanziamento quali il leasing e il factoring.

L'accesso ai mercati pubblici dei capitali è oneroso non solo per le PMI, ma anche per le **imprese di medie dimensioni** che potrebbero anche essere più inclini delle PMI a reperire fondi su questi mercati. Le emissioni azionarie e le sottoscrizioni obbligazionarie sono caratterizzate da costi fissi elevati connessi alla dovuta diligenza e all'ottemperanza agli obblighi regolamentari. Tra questi costi si annoverano quelli connessi alla divulgazione delle informazioni richieste dagli investitori o dalle autorità di regolamentazione, al rispetto di altri requisiti in materia di governo societario e alla richiesta di rating esterni. Inoltre, nella fase

iniziale del loro sviluppo le imprese possono avere un interesse commerciale a non divulgare informazioni dettagliate sul proprio piano aziendale: potrebbero essere riluttanti a cedere il controllo o a sottoporsi a un controllo esterno più rigoroso. Queste caratteristiche spesso impediscono alle piccole e medie imprese di accedere ai mercati pubblici azionari e obbligazionari, orientandole principalmente verso i mercati privati del capitale e del debito, in genere meno standardizzati, più complessi e spesso più costosi.

Le dimensioni delle **grandi imprese** generalmente giustificano i costi fissi di un ricorso al mercato dei capitali ed emissioni sufficientemente significative da attirare l'attenzione dei sottoscrittori, degli investitori e degli analisti. Tuttavia, sebbene l'emissione di obbligazioni societarie sia notevolmente aumentata negli ultimi anni, compensando in parte la contrazione del credito bancario, in Europa l'emissione di azioni quotate è rimasta modesta. Mercati più efficaci ed efficienti possono contribuire a ridurre i costi di accesso agli stessi, a vantaggio di tutte le imprese.

Infine, l'UE ha bisogno di una quantità considerevole di **nuovi investimenti nelle infrastrutture** per restare competitiva. Il flusso di fondi verso questi progetti è tuttavia limitato dalla predilezione per il breve termine, dagli ostacoli normativi e da altri fattori. Inoltre, molti progetti infrastrutturali presentano caratteristiche di beni pubblici, il che implica che i finanziamenti privati da soli possono non essere adeguati a conseguire un livello ottimale di investimento. Il FEIS contribuirà in modo significativo alla promozione degli investimenti in progetti infrastrutturali[8], ma la Commissione è interessata a pareri relativi ad altri mezzi per conseguire questo obiettivo.

Affrontare i problemi di informazione

In Europa, per ottenere finanziamenti la maggior parte delle PMI si rivolge soltanto alle banche. Quasi il 13% delle richieste viene respinto, ma spesso solo perché non corrisponde ai profili di rischio che le banche esigono, pur trattandosi di richieste economicamente sostenibili. In alcuni casi le banche indirizzano le PMI verso finanziatori alternativi, ma non sempre con successo: talvolta né le banche né le PMI sono sufficientemente consapevoli dell'esistenza di soluzioni alternative. Si potrebbero incoraggiare le banche a fornire migliori informazioni alle PMI le cui richieste di credito sono state respinte e sensibilizzare le stesse PMI sulle possibilità di finanziamento alternative.

I principi internazionali d'informativa finanziaria (International Financial Reporting Standards – IFRS) hanno svolto un ruolo fondamentale per la promozione di un linguaggio contabile unico nell'Unione, che permette alle grandi società dell'UE quotate in borsa di accedere più facilmente ai mercati dei capitali mondiali. Eppure, applicare pienamente gli IFRS alle imprese più piccole, in particolare a quelle che vogliono avere accesso alle sedi di negoziazione dedicate, sarebbe fonte di costi supplementari. Una norma contabile comune, semplificata e di elevata qualità, adeguata alle società quotate in alcune sedi di negoziazione[9], potrebbe costituire un passo avanti in termini di trasparenza e comparabilità e, se applicata in modo proporzionale, potrebbe rendere più attrattive le società in cerca di investitori transfrontalieri. La norma potrebbe diventare una componente dei mercati di crescita per le PMI ed essere disponibile per un uso più ampio.

[8] Nell'ambito degli investimenti nelle infrastrutture, anche i Fondi strutturali e di investimento europei (SIE) possono svolgere un ruolo importante, a condizione che siano soddisfatti i criteri di ammissibilità pertinenti.
[9] Come i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF).

La **trasparenza dei progetti infrastrutturali o delle riserve di progetti** potrebbe aumentarne l'attrattiva agli occhi degli investitori privati e aiutare le autorità di regolamentazione ad adottare un regime prudenziale più adatto agli investimenti infrastrutturali. Nella relazione di dicembre 2014 della task force sugli investimenti si suggerisce la creazione di un sito web centrale a livello di UE, contenente i link ai progetti/alle riserve di progetti degli Stati membri e informazioni dell'UE sui progetti (ad esempio, nell'ambito del meccanismo per collegare l'Europa e dei Fondi strutturali e di investimento europei). Sulla base della relazione della task force sugli investimenti, la Commissione ha proposto la creazione di una riserva di progetti di investimento europei, al fine di facilitare agli investitori l'accesso alle informazioni sulle opportunità di investimento in tutta l'UE e di massimizzare la partecipazione degli investitori al finanziamento[10]. Rientra in questa attività la creazione di un apposito sito Internet e di norme comuni per la presentazione delle informazioni. La creazione di questa riserva di progetti si baserà sul lavoro già avviato in alcuni Stati membri.

La standardizzazione come meccanismo per rilanciare i mercati

Sebbene la standardizzazione non sia priva di inconvenienti, è possibile rilanciare alcuni mercati con un insieme comune di regole di mercato, assicurando una coerenza tra la vigilanza e il controllo dell'applicazione delle regole, e la trasparenza sulle caratteristiche dei prodotti. Un certo grado di standardizzazione può attrarre un numero maggiore di investitori e aumentare lo spessore e la liquidità del mercato. Ciò vale in particolare per gli Stati membri più piccoli, in cui i mercati non riescono a raggiungere la dimensione minima per garantirne l'efficienza se si limitano alle masse di capitali nazionali. Nel caso in cui risulti difficile o inutile stabilire norme comuni, è invece possibile convogliare gli sforzi politici verso l'individuazione delle migliori pratiche in tutta l'UE per promuovere lo sviluppo di determinati strumenti finanziari.

Lo sviluppo di un **mercato europeo delle obbligazioni garantite più integrato** potrebbe contribuire a un finanziamento delle banche efficace sotto il profilo dei costi e offrire agli investitori una gamma più ampia di opportunità di investimento. Il successo delle obbligazioni garantite come strumenti di finanziamento è strettamente collegato all'elaborazione di quadri giuridici nazionali specifici. Nel 2015 la Commissione svolgerà una consultazione sul merito e sulla forma di un potenziale quadro UE per le obbligazioni garantite e presenterà opzioni strategiche per conseguire una maggiore integrazione dei mercati delle obbligazioni garantite, sulla base dell'esperienza acquisita in contesti nazionali ben funzionanti. La Commissione intende inoltre riflettere sull'opportunità di fornire agli investitori maggiori informazioni sulla garanzia reale sottostante alle obbligazioni garantite e ad altri titoli di debito strutturato, secondo una fattispecie simile a quella degli obblighi in materia di divulgazione dei dati sui prestiti inerenti agli strumenti finanziari strutturati.

Nonostante il loro recente aumento, le emissioni di **obbligazioni societarie** sono caratterizzate da un basso livello di standardizzazione e di trasparenza dei prezzi. Sebbene negli ultimi anni siano nate in alcuni Stati membri nuove piattaforme di negoziazione elettronica dei titoli destinati agli investitori al dettaglio, la mancanza di standardizzazione potrebbe impedire lo sviluppo di sedi di negoziazione delle obbligazioni e di un mercato secondario liquido. Una maggiore standardizzazione delle emissioni di obbligazioni societarie potrebbe favorire lo sviluppo di un mercato secondario più liquido per i titoli di debito delle

[10] Cfr. COM(2015) 10 final, articolo 9.

imprese. La Commissione è interessata a pareri in merito all'opportunità di esaminare il possibile sviluppo di un mercato del debito delle imprese più standardizzato; è inoltre interessata a sapere se il miglior mezzo per raggiungere tale obiettivo sia un'iniziativa di mercato o un intervento normativo.

Un'altra categoria di investimento emergente che potrebbe ampliare l'accesso ai finanziamenti è costituita dagli **investimenti di natura ambientale, sociale e di governance societaria**, ad esempio le obbligazioni verdi. I proventi delle obbligazioni verdi sono destinati a progetti e azioni che promuovono la sostenibilità in materia di clima e di altri aspetti ambientali. La rapida crescita di questo mercato è sostenuta da un processo di normalizzazione voluto dal mercato e basato su criteri di selezione delle obbligazioni verdi elaborati, tra gli altri, dalla Banca mondiale, dalla Banca europea per gli investimenti e dalla Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo. Gli operatori di mercato stanno attualmente sviluppando orientamenti volontari, detti "Green Bond Principles" (principi relativi alle obbligazioni verdi), che raccomandano la trasparenza e promuovono l'integrità nello sviluppo del mercato delle obbligazioni verdi, precisando l'approccio da adottare per emetterle.

Consentire lo sviluppo di metodi di finanziamento alternativi

Essendo meccanismi tipicamente elettronici, il *peer to peer lending* (prestito tra pari) e il *crowdfunding* (finanziamento collettivo) dovrebbero contribuire in modo decisivo al finanziamento dell'economia al di là delle frontiere nazionali; eppure, nella pratica, le attività transfrontaliere o paneuropee nel settore sono scarse. Nel dare seguito alla comunicazione sul *crowdfunding*[11], la Commissione sta raccogliendo informazioni sugli approcci del settore in materia di diffusione delle informazioni e sulle impostazioni della normativa negli Stati membri. I primi risultati indicano che le diverse impostazioni a livello nazionale in questi settori possono sì incoraggiare le attività di *crowdfunding* a livello locale, ma potrebbero non essere necessariamente compatibili tra di loro in un contesto transfrontaliero.

Domande

5) Quali ulteriori misure potrebbero contribuire a migliorare l'accesso ai finanziamenti e a convogliare i fondi verso coloro che ne hanno bisogno?

6) Dovrebbero essere adottate misure, come la standardizzazione, per promuovere una maggiore liquidità nei mercati delle obbligazioni societarie? In caso affermativo, quali provvedimenti sono necessari: possono essere iniziative di mercato o è necessaria un'azione normativa?

7) Oltre a sostenere l'elaborazione di orientamenti da parte del mercato, sono necessarie azioni dell'UE per agevolare lo sviluppo di investimenti di tipo ambientale, sociale e di governo societario standardizzati, trasparenti e responsabili, comprese le obbligazioni verdi?

8) È opportuno sviluppare un principio contabile comune a livello dell'UE per le piccole e medie imprese quotate nei sistemi multilaterali di negoziazione? Questo principio dovrebbe diventare una caratteristica dei mercati di crescita per le PMI? E in caso affermativo, a quali condizioni?

[11] COM(2014) 172 final.

9) Ci sono ostacoli allo sviluppo di piattaforme adeguatamente regolamentate di crowdfunding *o di* peer to peer lending*, anche su base transfrontaliera? In caso affermativo, come dovrebbero essere superati?*

4.2 Sviluppare e diversificare l'offerta di finanziamento

Le dimensioni dei mercati dei capitali dipendono, in ultima istanza, dall'afflusso di risparmio verso gli strumenti di tali mercati. Pertanto, per poter prosperare, i mercati dei capitali devono **attrarre gli investitori al dettaglio,** così come gli **investitori istituzionali e internazionali.**

Incentivare gli investimenti istituzionali

Nei mercati dei capitali è notevolmente cresciuto il ruolo degli investitori a lungo termine. Tuttavia, il flusso degli investimenti istituzionali a lungo termine verso progetti a lungo termine, tra cui gli investimenti in infrastrutture, può essere frenato da ostacoli normativi e altri fattori.

Con più di 17 000 miliardi di EUR di attività gestite, il **settore europeo della gestione patrimoniale** svolge un ruolo chiave nel convogliare il denaro degli investitori nell'economia. Gran parte di questo successo è la conseguenza diretta dei quadri normativi europei relativi ai fondi d'investimento. Il quadro relativo agli OICVM (organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari)[12] per i fondi comuni di investimento è una norma riconosciuta a livello internazionale, mentre la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva sui GEFIA)[13] ha stabilito un quadro all'interno del quale possono operare i gestori europei di investimenti alternativi.

Istituire un fondo, diventarne gestore autorizzato e venderlo a livello transfrontaliero comporta oneri di regolamentazione attualmente diversi nei vari Stati membri. Ridurre i costi per la costituzione di fondi, e più in generale per la commercializzazione transfrontaliera, appianerebbe le barriere all'ingresso e creerebbe maggiore concorrenza. Oltre all'ingresso di nuovi operatori, è altresì importante che i fondi possano crescere e beneficiare delle economie di scala. La Commissione è interessata a ricevere opinioni sulle ulteriori misure strategiche che potrebbero incentivare gli investitori istituzionali a raccogliere e investire importi più cospicui in una gamma di attività più ampia, come i progetti a lungo termine, le start-up e le PMI.

Anche i settori delle **pensioni e** delle **assicurazioni** detengono una parte cospicua di attività, pari a circa 12 000 miliardi di EUR, che può concorrere a finanziare gli investimenti. Solvibilità II[14], il nuovo regime prudenziale che si applicherà alle **imprese di assicurazione** a decorrere dal 1° gennaio 2016, consentirà alle società di investire maggiormente in attivi a lungo termine, eliminando le restrizioni nazionali sulla composizione del loro portafoglio di attività[15]. Inoltre, la Commissione ha assicurato che la formula standard per calcolare i

[12] Direttiva 2014/91/UE.
[13] Direttiva 2011/61/UE che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.
[14] Direttiva 2009/138/CE.
[15] Peraltro, nel settore della regolamentazione prudenziale bancaria, l'atto delegato della Commissione in materia di coefficiente di copertura della liquidità (LCR) prevede maggiori incentivi per gli investimenti nelle infrastrutture e nelle PMI, il che dovrebbe che agevolare gli investimenti in queste ultime.

requisiti patrimoniali delle imprese di assicurazione non costituisce un ostacolo agli investimenti a lungo termine e all'allineamento delle passività di lunga durata con le attività di lunga durata[16]. Pur riconoscendo questo sforzo, alcuni hanno chiesto un trattamento ad hoc degli investimenti nelle infrastrutture, per quanto attiene alla taratura dei requisiti patrimoniali delle banche e delle imprese di assicurazione. Occorre lavorare ancora per individuare gli investimenti in infrastrutture, sotto forma di debito e/o di capitale, che presentano un rischio minore, in vista di un eventuale riesame delle norme prudenziali e della creazione di sottoclassi relative alle infrastrutture.

Gli **schemi pensionistici** a capitalizzazione rivestono un ruolo sempre più rilevante in alcuni Stati membri. Se gestiti con prudenza e in modo da assolvere alla loro funzione sociale, tali schemi possono non solo contribuire alla sostenibilità e all'adeguatezza del sistema pensionistico, ma essere anche fonte sempre più importante di investimento nell'economia europea. Le nuove norme in materia di pensioni aziendali e professionali che sono attualmente in discussione potrebbero rimuovere gli ostacoli che impediscono agli schemi pensionistici di investire di più in attività a lungo termine. Lo scambio di buone pratiche, inoltre, potrebbe anche aumentare la compatibilità tra sistemi nazionali.

Sulle pensioni integrative, i prestatori sono soggetti a una serie di diversi atti legislativi dell'UE. Si tratta quindi di capire se l'introduzione di un prodotto standardizzato, ad esempio attraverso un regime paneuropeo o un "29°" regime, che elimini gli ostacoli che si frappongono a un accesso transfrontaliero, possa rafforzare il mercato unico dei regimi pensionistici integrativi. Le eventuali modifiche dovrebbero garantire un efficace livello di protezione dei consumatori, migliorando al tempo stesso la copertura e l'adesione e un livello adeguato di sicurezza dei risparmi.

Come forma alternativa di finanziamento rispetto ai tradizionali prestiti bancari o alle emissioni obbligazionarie o azionarie, il **private equity** e il **capitale di rischio** svolgono un ruolo importante nell'economia europea. Ma spesso i mercati dei capitali di rischio sono poco estesi: ciò vale non solo per i mercati borsistici specializzati nel finanziamento di imprese ad alto tasso di crescita, ma anche per gli investimenti in capitali di rischio in nuove imprese in fase di avvio o di sviluppo o in imprese ad alta tecnologia. Vi è inoltre una forte disparità tra Stati membri nello sviluppo dei mercati dei capitali di rischio: il 90% circa di tutti i gestori di fondi di capitale di rischio sono concentrati in otto Stati membri[17].

In alcuni Stati membri i fondi di capitale di rischio non riescono a raggiungere le dimensioni necessarie per spalmare il rischio di portafoglio. Questa situazione è principalmente dovuta all'assenza di una cultura dell'investimento nel capitale, alla mancanza di informazioni, alla frammentazione del mercato e ai costi elevati.

Per promuovere l'afflusso di capitali di rischio sotto forma di partecipazione al capitale o di prestiti, a determinate condizioni, a favore delle start-up e dell'imprenditoria sociale, l'Unione europea ha messo a punto nel 2013 il regolamento EuVECA (fondi europei per il venture capital)[18] e il regolamento EuSEF (fondi europei per l'imprenditoria sociale)[19]. Il successo di questi fondi è stato finora incoraggiante, ma restano ancora margini di crescita. Molto probabilmente ci sono diversi ostacoli che impediscono una maggiore diffusione.

[16] http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_en.htm
[17] Regno Unito, Germania, Svezia, Danimarca, Finlandia, Paesi Bassi, Francia e Spagna.
[18] Regolamento (UE) n. 345/2013.
[19] Regolamento (UE) n. 346/2013.

È stato sollevato un problema specifico relativo al fatto che i gestori il cui portafoglio supera i 500 milioni di EUR non possono chiedere di istituire e gestire fondi di questo tipo, né possono usare le denominazioni EuVECA o EuSEF per commercializzare i fondi nell'UE. Ampliare la gamma di partecipanti al mercato può virtualmente aumentare il numero di EuVECA o EuSEF disponibili.

Anche il finanziamento pubblico può fare la sua parte, visto che le autorità regionali sono importanti fornitori di capitale di rischio in vari Stati membri. Gli strumenti finanziari dell'UE, quali il programma quadro per la competitività e l'innovazione (CIP), i Fondi strutturali e d'investimento europei (SIE)[20] e il finanziamento azionario sostenuto dai programmi dei fondi strutturali, hanno dimostrato la loro efficacia nel mobilitare capitale di rischio per le PMI. Su questo successo faranno leva il programma dell'UE per la competitività delle imprese e le PMI (COSME)[21] e i programmi di Orizzonte 2020. Inoltre, a luglio 2014 sono state modificate le norme sugli aiuti di Stato per consentire, laddove necessario, un maggior intervento dello Stato per sviluppare il mercato del finanziamento del rischio e migliorarne l'accesso da parte delle PMI e delle società a media capitalizzazione piccole o innovative[22]. La sfida consiste nel trovare il modo per aumentare le dimensioni dei fondi di capitale di rischio e nel determinare come i finanziamenti pubblici e privati insieme possano contribuire a questo obiettivo.

Anche l'assenza di possibilità di uscita per gli investitori può costituire un ostacolo allo sviluppo del finanziamento in capitale di rischio. La Commissione è interessata a sapere se è possibile adottare misure per creare un ambiente più favorevole agli investitori informali ("business angel")[23], al capitale di rischio e all'ammissione in borsa per garantire agli investitori le migliori strategie di uscita e per stimolare l'apporto di capitale di rischio alle start-up.

È probabile che le banche resteranno operatori e partecipanti fondamentali dei mercati dei capitali, in qualità di emittenti, investitori ed intermediari, e che continueranno a svolgere un ruolo essenziale nell'intermediazione creditizia mediante l'erogazione di finanziamenti e la comunicazione di informazioni. Allo stesso tempo nascono nuove tecnologie e nuovi modelli economici, come i prestiti tra pari (*peer to peer lending*) o altri tipi di concessione diretta di prestiti non bancari, che propongono finanziamenti alle PMI e alle start-up. La Commissione è interessata a pareri sull'entità delle barriere all'ingresso che ostacolano la fornitura e lo sviluppo di questi servizi, parallelamente ai prestiti bancari.

[20] Regolamento (UE) n. 1303/2013.
[21] Regolamento (UE) n. 1287/2013.
[22] 2014/C 19/04.
[23] I "business angel" sono investitori privati, di solito con esperienza professionale, che forniscono capitale alle start-up.

Domande

10) Quali provvedimenti strategici potrebbero incoraggiare gli investitori istituzionali a raccogliere importi più cospicui e a investirli in una più ampia gamma di attività, in particolare nei progetti a lungo termine, nelle PMI e nelle start-up innovative e ad alto tasso di crescita?

11) Quali misure potrebbero essere adottate per ridurre i costi che i gestori di fondi devono sostenere per la costituzione e la commercializzazione in tutta l'UE di fondi di investimento? Quali ostacoli impediscono ai fondi di realizzare economie di scala?

12) Il trattamento speciale da riservare agli investimenti nelle infrastrutture dovrebbe concentrarsi su sottoclassi di attività chiaramente identificabili? In caso affermativo, a quali di queste sottoclassi dovrebbe attribuire una priorità la Commissione nel futuro riesame delle norme prudenziali, quali la direttiva CRD IV, il regolamento CRR e Solvibilità II?

13) L'introduzione di un prodotto standardizzato o la rimozione degli ostacoli attualmente esistenti all'accesso transfrontaliero sarebbero in grado di consolidare il mercato unico dei prodotti pensionistici?

14) Modificare i regolamenti EuVECA ed EuSEF consentirebbe più facilmente l'amministrazione di questa tipologia di fondi da parte dei grandi gestori di fondi UE? All'occorrenza, quali altri cambiamenti sono necessari per accrescere la quantità di fondi di questo genere?

15) In che modo l'UE può sviluppare ulteriormente il private equity e il capitale di rischio quali fonti alternative di finanziamento per l'economia? In particolare, quali misure potrebbero aumentare le dimensioni dei fondi di capitale di rischio e migliorare le possibilità di uscita per gli investitori in capitale di rischio?

16) Quali ostacoli impediscono un aumento in sicurezza della concessione diretta di prestiti bancari e non bancari a imprese che necessitano di finanziamenti?

Incentivare gli investitori al dettaglio

Generalmente poco inclini a investire direttamente sui mercati dei capitali, nell'Unione europea la maggior parte degli investitori al dettaglio preferisce gli investimenti istituzionali collettivi. Eppure le famiglie europee detengono nei conti bancari risparmi considerevoli che, in alcuni casi, potrebbero essere utilizzati in modo più produttivo. Il calo dei tassi di interesse sui depositi potrebbe spingere le famiglie a spostare una quota maggiore del loro patrimonio finanziario dalle banche ai titoli finanziari.

I prodotti dei fondi comuni di investimento come gli OICVM sono strumenti molto apprezzati dagli investitori al dettaglio per investire sui mercati dei capitali. Ciononostante, il tasso di partecipazione diretta agli OICVM da parte degli investitori al dettaglio resta relativamente basso: nel 2013 le famiglie rappresentavano soltanto il 26% dei detentori di fondi di investimento nella zona euro[24]. Per ampliare la scelta di prodotti di fondi di investimento e

[24] Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association.

aumentare la concorrenza, la Commissione sarebbe interessata a pareri su come accrescere la partecipazione transfrontaliera degli investitori al dettaglio agli OICVM.

Gli investitori al dettaglio saranno attratti dagli investimenti nei mercati dei capitali soltanto se questi ultimi e gli intermediari finanziari che vi operano ispirano loro fiducia e se ritengono di poter ottenere senza rischi un miglior rendimento dei loro risparmi. Ripristinare la fiducia degli investitori è una responsabilità fondamentale e una sfida cruciale per il settore finanziario. Migliorare le conoscenze dei consumatori in ambito finanziario, inoltre, consentirebbe a questi ultimi di scegliere i prodotti finanziari in modo più agevole ed efficiente e di confrontare i prodotti tra loro. Sono in atto diversi programmi nazionali per migliorare le conoscenze del pubblico in ambito finanziario, nonché il progetto UE "Consumer Classroom". In alcuni casi potrebbero essere utili prodotti finanziari più semplici o più standardizzati, già esistenti in alcuni Stati membri.

La regolamentazione e la vigilanza possono concorrere a instaurare la fiducia degli investitori. La direttiva MiFID II[25] e altri atti normativi hanno conferito all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) maggiori poteri in materia di protezione degli investitori. Come indicato nella recente relazione della Commissione sull'operato delle autorità europee di vigilanza (AEV)[26], il loro mandato in materia di protezione dei consumatori/investitori potrebbe essere precisato e, se necessario, rafforzato.

Potenziare la concorrenza transfrontaliera nel settore dei servizi finanziari al dettaglio potrebbe ampliare la scelta, abbassare il prezzo e migliorare la qualità di questi servizi. Anche la fornitura di servizi finanziari per mezzo di strumenti elettronici e mobili può concorrere a questo scopo, a condizione che siano arginati i problemi di frode, pirateria e riciclaggio di denaro, preservando la facilità di utilizzo da parte dei clienti. La Commissione avvierà un lavoro preparatorio per definire il modo in cui il mercato unico per i servizi finanziari al dettaglio può portare maggiori vantaggi ai consumatori.

Domande

17) Come far aumentare la partecipazione transfrontaliera degli investitori al dettaglio agli OICVM?

18) In che modo le autorità europee di vigilanza possono contribuire a garantire la protezione dei consumatori e degli investitori?

19) Quali misure strategiche potrebbero aumentare gli investimenti al dettaglio? Cos'altro potrebbe essere fatto per dare maggiore autonomia e proteggere i cittadini dell'UE che investono sui mercati dei capitali?

20) In materia di sviluppo di prodotti di investimento semplici e trasparenti destinati ai consumatori, esistono a livello nazionale buone pratiche da condividere?

[25] Direttiva 2014/65/UE che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.
[26] COM(2014) 509 final.

Attrarre gli investimenti internazionali

I mercati europei dei capitali devono essere aperti e competitivi su scala mondiale, ben regolamentati ed integrati per attirare gli investimenti stranieri: a tal fine occorrono standard elevati a livello dell'UE per garantire l'integrità del mercato, la stabilità finanziaria e la protezione degli investitori. Alla luce del carattere globale dei mercati dei capitali, è importante realizzare un'Unione dei mercati dei capitali tenendo conto del più ampio contesto mondiale.

Sebbene la riduzione post crisi dei flussi lordi di capitali abbia interessato tutto il mondo, la flessione più marcata dei volumi di tali flussi in entrata e in uscita in percentuale del PIL si è riscontrata nell'Unione europea (e nella zona euro in particolare). Nel 2013 tutte le componenti dei flussi lordi di capitale in entrata (investimenti di portafoglio, investimenti diretti esteri e prestiti con intermediazione bancaria) erano più basse rispetto al 2007.

Secondo il Fondo monetario internazionale (FMI), alla fine del 2013 le consistenze totali mondiali degli investimenti di portafoglio transfrontalieri ammontavano a 25 000 miliardi di EUR. Il totale degli investimenti di portafoglio transfrontalieri tra Stati membri dell'UE era pari a 9 600 miliardi di EUR, mentre gli investimenti di portafoglio provenienti da paesi terzi ammontavano a 5 000 miliardi di EUR. Pertanto, vi è ancora un ampio margine per attrarre ulteriori investimenti, sotto forma di capitale e di debito, provenienti da paesi terzi.

La politica internazionale dell'UE in materia di commercio e di investimento[27] ha un ruolo importante nel sostegno agli investimenti internazionali. Gli accordi internazionali sul commercio e gli investimenti liberalizzano i movimenti di capitali, regolamentano l'accesso al mercato e gli investimenti, in particolare la fornitura di servizi finanziari, e possono contribuire a conseguire un livello adeguato di protezione degli investitori in Europa e condizioni eque di concorrenza in tutta l'UE[28]. La Commissione contribuisce ai lavori internazionali sulla libera circolazione dei capitali, tra cui, ad esempio, i codici OCSE della liberalizzazione dei movimenti di capitali.

Occorre favorire la commercializzazione diretta nei paesi terzi dei fondi di investimento e di altri strumenti di investimento dell'UE. A tal fine si potrebbero ridurre gli ostacoli che impediscono agli enti e ai servizi finanziari dell'UE di accedere ai mercati dei paesi terzi, anche aprendo i mercati, se necessario, alla gestione transfrontaliera delle attività nei futuri accordi commerciali.

Alla luce di queste tendenze, la Commissione è interessata a osservazioni sulle misure che potrebbero essere adottate per migliorare l'attrattiva dei mercati dell'UE agli occhi degli investitori internazionali.

[27] COM(2010) 343 definitivo.

[28] L'UE cerca altresì di ottenere, nell'ambito degli accordi commerciali e di investimento, adeguate garanzie delle opportune tutele in settori quali la sicurezza, la salute, la protezione dell'ambiente o la diversità culturale.

Domande

21) Vi sono altre azioni in materia di regolamentazione dei servizi finanziari che potrebbero essere adottate per garantire che l'Unione europea sia competitiva sul piano internazionale e attraente agli occhi degli investitori?

22) Quali misure potrebbero essere adottate per facilitare l'accesso delle imprese dell'UE agli investitori e ai mercati dei capitali dei paesi terzi?

4.3 Migliorare l'efficacia del mercato – intermediari, infrastrutture e quadro normativo generale

Codice unico europeo, applicazione e concorrenza

Nel corso degli ultimi anni l'elaborazione di un codice unico europeo è stato un passo fondamentale verso un quadro regolamentare più armonizzato per i mercati dei capitali in cui le imprese possano competere a livello transfrontaliero in condizioni di parità. Il successo di questo codice unico dipende anche dall'effettiva attuazione e dall'applicazione coerente delle norme. Vi sono ancora alcuni atti legislativi dell'UE fondamentali che consentono di aggiungere requisiti, la cosiddetta sovraregolamentazione ("gold-plating") da parte degli Stati membri, creando così problemi di interpretazione divergente delle norme. La Commissione, in cooperazione con gli Stati membri e le autorità europee di vigilanza, sta lavorando per garantire che la normativa finanziaria dell'UE sia correttamente attuata e applicata nella pratica.

La concorrenza svolge un ruolo fondamentale nel far sì che i consumatori ottengano i migliori prodotti e servizi a prezzi adeguati e che i flussi di investimenti siano convogliati verso gli usi più produttivi. Occorre rimuovere, ove possibile, le barriere all'ingresso di concorrenti e garantire l'accesso all'infrastruttura del mercato finanziario. Per sostenere una maggiore efficienza e un miglior funzionamento dei mercati dei capitali, negli ultimi anni la Commissione ha fatto ricorso in diversi casi ai suoi poteri in materia di concorrenza e continuerà a garantire un'applicazione rigorosa del diritto della concorrenza per evitare restrizioni o distorsioni che pregiudichino l'emergere di mercati dei capitali integrati e ben funzionanti.

È altresì opportuno far rispettare il principio della libera circolazione dei capitali per eliminare gli ostacoli ingiustificati ai flussi degli investimenti nell'UE. Ad esempio, i requisiti imposti dagli Stati membri ospitanti agli operatori di mercato con un passaporto europeo di commercializzazione assegnato dallo Stato membro di origine potrebbero costituire, in alcuni casi, un ostacolo ingiustificato alla libera circolazione dei capitali. Un quadro più stabile, trasparente e prevedibile per gli investitori può concorrere a instaurare la fiducia e a rafforzare l'attrattiva del mercato unico come luogo per investire a lungo termine.

Convergenza della vigilanza

Sebbene i quadri normativi per i mercati dei capitali siano stati ampiamente armonizzati, il successo delle riforme dipende anche dall'attuazione e dall'applicazione coerente delle norme. Le autorità di vigilanza europee svolgono un ruolo chiave nel promuovere la convergenza. Di recente la Commissione ha pubblicato una relazione sul funzionamento delle autorità di

vigilanza bancaria e del sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS)[29], nella quale ha individuato una serie di settori suscettibili di miglioramento nel breve e medio periodo. La Commissione continuerà a controllare il funzionamento e l'attività delle autorità europee di vigilanza, nonché la loro governance e il loro finanziamento.

Le autorità europee di vigilanza hanno un ruolo importante nel continuare a promuovere una maggiore convergenza in materia di vigilanza, attribuendo sempre maggiore importanza all'uso delle revisioni tra pari e assicurando un seguito adeguato. Inoltre, il ricorso alla composizione delle controversie laddove necessario e ai poteri di indagine in relazione a presunte violazioni del diritto dell'UE potrebbe facilitare un'attuazione e un'applicazione coerenti del diritto dell'UE in tutto il mercato unico.

In questo contesto si potrebbe prestare maggiore attenzione al ruolo delle autorità europee di vigilanza. Nella misura in cui i regimi di vigilanza nazionali possono dar luogo a differenti livelli di protezione degli investitori, creando ostacoli alle operazioni transfrontaliere e scoraggiando le imprese dal cercare finanziamenti in altri Stati membri, le autorità europee di vigilanza potrebbero avere anche il compito di accrescere la convergenza.

Dati e comunicazione di informazioni

Lo sviluppo di dati e modalità di informativa comuni in tutta l'UE potrebbe concorrere a sostenere una più stretta integrazione dei mercati dei capitali. Ad esempio, l'esistenza sui mercati azionari di un "sistema consolidato di pubblicazione" è fondamentale per assicurare la qualità, la disponibilità e la tempestività delle informazioni di post-negoziazione. Se gli sforzi di mercato dovessero rivelarsi insufficienti a creare un sistema consolidato di pubblicazione facilmente accessibile e utilizzabile dagli operatori di mercato a condizioni commerciali ragionevoli, occorrerebbe forse esaminare l'opportunità di altre soluzioni, per esempio affidare la gestione del sistema consolidato di pubblicazione a un soggetto commerciale. La Commissione provvederà inoltre a garantire che la diffusione di informazioni consolidate a condizioni ragionevoli dal punto di vista commerciale si svolga senza ostacoli.

Agli operatori di mercato potrebbero anche essere utili approcci più efficaci a favore di un'informativa di vigilanza e di mercato che coinvolgano le autorità nazionali o l'ESMA, ad esempio in relazione ad approcci comuni in ambito informatico per determinati obblighi di segnalazione. Siamo interessati a osservazioni intese a determinare se e quali ulteriori lavori sono necessari per migliorare i dati e la comunicazione di informazioni nell'UE.

Infrastruttura di mercato e legislazione sui valori mobiliari

L'infrastruttura di mercato e la legislazione sui valori mobiliari - ossia il dispositivo che convoglia gli investimenti e le norme che li disciplinano - sono fattori determinanti dal punto di vista dell'efficacia e della facilità di realizzazione degli investimenti. È in procinto di essere attuato il quadro normativo applicabile alle infrastrutture di mercato, con una legislazione intesa a garantire la solidità delle controparti centrali (CCP) e dei cosiddetti depositari centrali di titoli (CSD), nonché il progetto "Target2Securities" (T2S) gestito dall'Eurosistema. Come annunciato nel programma di lavoro, la Commissione intende presentare una proposta legislativa per la creazione di un quadro europeo per il risanamento e la risoluzione degli enti finanziari di rilevanza sistemica, come le controparti centrali. Vi sono, tuttavia, potenziali

[29] COM(2014) 509 final.

margini di miglioramento per alcuni aspetti relativi alle infrastrutture di mercato su cui si basano le negoziazioni.

Le garanzie reali sono un anello essenziale del sistema finanziario poiché sottendono molte operazioni di mercato e fungono da rete di sicurezza in caso di problemi. La limitata fluidità di tali garanzie in tutta l'UE attualmente impedisce ai mercati di essere efficienti. Con la crisi finanziaria è cresciuta la richiesta di garanzie reali, a causa della necessità del mercato di finanziamenti più sicuri e anche dei nuovi obblighi normativi, come quelli stabiliti dal regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR)[30] e dal regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR)[31]. Questo aumento della richiesta di garanzie reali comporta il rischio che gli stessi titoli siano riutilizzati per garantire operazioni multiple come avveniva prima della crisi e sono in corso lavori a livello internazionale per esaminare questi aspetti. Siamo interessati a opinioni sulla necessità di adoperarci per promuovere flussi di garanzie reali adeguatamente regolamentati in tutta l'UE.

Inoltre, benché si siano compiuti notevoli progressi in materia di armonizzazione delle norme intese a garantire la trasparenza e l'integrità dei mercati dei valori mobiliari, **la legislazione in materia di diritti degli investitori in titoli differisce da uno Stato membro all'altro.** Di conseguenza, gli investitori hanno difficoltà a valutare il rischio degli investimenti di capitali nei diversi Stati membri. L'avvio delle discussioni in materia risale a più di dieci anni fa, a partire dalla seconda relazione Giovannini nel 2003, ma si tratta di una questione complessa in quanto interessa il diritto della proprietà, dei contratti, il diritto societario e il diritto fallimentare, nonché le leggi in materia di detenzione di titoli e di conflitto di leggi. Taluni sono dell'opinione che non siano necessarie l'armonizzazione a livello dell'UE e una definizione europea unica dei titoli. Inoltre, credono che il lancio di "Target2Securities" verso la metà del 2015 consentirà di eliminare i rischi giuridici e operativi connessi al trasferimento e alla detenzione dei titoli tra le varie giurisdizioni, di ridurre i costi e di accrescere gli investimenti transfrontalieri. Alla luce di tali considerazioni, la Commissione è interessata a osservazioni sulla fattibilità e l'opportunità di modifiche mirate della legislazione relativa alle norme che disciplinano la proprietà dei valori mobiliari in grado di concorrere a una maggiore integrazione dei mercati dei capitali all'interno dell'UE.

Per lo sviluppo di un mercato paneuropeo della cartolarizzazione e dei contratti di garanzia finanziaria, così come di altre attività quali il factoring, è altrettanto importante una maggiore certezza del diritto nella circostanza di un trasferimento transfrontaliero di crediti e quanto all'ordine di priorità di tale trasferimento, in particolare nei casi di insolvenza. La Commissione pubblicherà nel 2015 una relazione che individua i problemi e le possibili soluzioni.

Le banche svolgono un ruolo essenziale non solo nel settore dei prestiti, ma anche nell'intermediazione sul mercato dei capitali, in particolare fornendo liquidità attraverso le attività di market making. Talune ricerche esprimono segnali di diminuzione della liquidità in alcuni segmenti di mercato, ma sottolineano anche che, durante il periodo che ha preceduto la crisi, il costo della liquidità è stato forse troppo basso. Alcuni attribuiscono questa diminuzione della liquidità a una necessaria correzione del mercato e a un calo della fiducia nei mercati dovuti alla crisi, altri la attribuiscono alle misure di regolamentazione post crisi adottate a livello mondiale. La Commissione è interessata a opinioni sul modo per ottenere

[30] Regolamento (UE) n. 648/2012.
[31] Regolamento (UE) n. 575/2013 che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

solide condizioni di liquidità a un miglior costo, in particolare sulle misure da adottare per sostenere la liquidità nei segmenti di mercato vulnerabili e sull'esistenza di barriere all'ingresso di nuovi operatori di mercato che possono avere un peso nel promuovere l'incontro tra compratori e venditori.

Diritto societario, governo societario, insolvenza e fiscalità

In materia di **governo societario** esiste una normativa dell'Unione europea (ad esempio relativa alle dichiarazioni sul governo societario[32], all'esercizio transfrontaliero dei diritti degli azionisti[33]), ma la materia resta spesso prerogativa di principi e leggi di diritto interno. Dopo la crisi finanziaria è stato avviato un riesame del quadro dell'UE sul governo societario mediante due consultazioni[34]. È in corso la revisione della direttiva sui diritti degli azionisti, al fine di incoraggiare gli investitori istituzionali e i gestori di attività a erogare più capitali a lungo termine a favore delle società.

La protezione dei **diritti degli azionisti di minoranza migliora il governo societario e aumenta l'attrattiva delle imprese agli occhi degli investitori stranieri,** che spesso sono azionisti di minoranza. Un altro aspetto di un solido governo societario è l'efficienza dei consigli di amministrazione in termini di controllo dei dirigenti della società. Poiché i consigli di amministrazione tutelano gli interessi degli investitori, è fondamentale che siano efficienti e ben funzionanti anche per attirare gli investimenti.

Nonostante numerose direttive in materia di diritto societario[35], le imprese incontrano tuttora ostacoli rilevanti che intralciano **mobilità e ristrutturazioni transfrontaliere.** Ulteriori riforme del diritto societario potrebbero contribuire a superare gli ostacoli alla creazione e al funzionamento di società a carattere transfrontaliero.

Norme nazionali divergenti sul **conflitto di leggi** in materia di funzionamento interno di una società possono generare incertezza giuridica, in quanto creano una situazione in cui una società è soggetta alle leggi di diversi Stati membri contemporaneamente, ad esempio nei casi in cui una società abbia sede in uno Stato membro, ma operi principalmente da un altro Stato membro.

Sebbene la discussione circa l'armonizzazione della **normativa sostanziale in materia di insolvenza** abbia segnato il passo nell'ultima trentina d'anni a causa della sua complessità, vi sono stati notevoli progressi nel settore delle norme sul conflitto di leggi nelle procedure d'insolvenza transfrontaliere[36]. Tuttavia i quadri nazionali in materia di insolvenza sottostanti ancora divergono per caratteristiche di base ed efficacia[37]. Smussare tali divergenze potrebbe contribuire all'emergere di mercati azionari e obbligazionari paneuropei, riducendo l'incertezza per gli investitori che hanno necessità di valutare i rischi in vari Stati membri. Inoltre, la mancanza o l'insufficienza di norme che permettano una ristrutturazione precoce del debito in molti Stati membri, l'assenza di disposizioni sulla "seconda opportunità" e la lunghezza e i costi eccessivi della procedura formale d'insolvenza possono condurre a bassi tassi di recupero per i creditori e scoraggiare gli investitori. Per progredire in materia di

[32] Direttiva 2006/46/CE.
[33] Direttiva 2007/36/CE.
[34] COM(2010) 284 definitivo e COM(2011) 164 definitivo.
[35] Ad esempio, il regolamento n. 2157/2001 del Consiglio e la direttiva 2005/56/CE.
[36] Il regolamento n. 1346/2000 relativo alle procedure di insolvenza sarà sostituito nel 2015 da uno strumento giuridico più efficace.
[37] Documento di lavoro dei servizi della Commissione SWD(2014) 61 final.

insolvenza, la Commissione ha adottato una raccomandazione su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza[38] in cui esorta gli Stati membri a porre in atto procedure di ristrutturazione precoce e disposizioni sulla "seconda opportunità". La raccomandazione invita inoltre gli Stati membri a prendere in considerazione l'applicazione dei principi al sovraindebitamento dei consumatori e al fallimento. Per il 2015 è prevista una valutazione della raccomandazione.

Le differenze tra i **regimi fiscali** degli Stati membri possono intralciare lo sviluppo di un mercato unico dei capitali, ostacolando, per esempio, investimenti transfrontalieri come le pensioni e le assicurazioni sulla vita. A seguito del Libro bianco sulle pensioni[39], la Commissione ha condotto uno studio sulle norme discriminatorie in materia di capitale, contributi ed erogazione legati a pensioni e assicurazioni sulla vita. La Commissione adotterà le opportune misure in presenza di norme discriminatorie e di norme fiscali discriminatorie in materia di investimenti transfrontalieri da parte di imprese di assicurazione che offrono prodotti vita e, in una fase successiva, di fondi pensione immobiliari. Prosegue anche l'impegno concernente la **semplificazione delle procedure di esenzione dalla ritenuta alla fonte connesse alla post-negoziazione**.

Oltre al trattamento fiscale dei diversi operatori del mercato nei vari Stati membri, vi sono anche differenze nel trattamento fiscale delle varie tipologie di finanziamento, il che potrebbe generare distorsioni. Ad esempio, una differenza nel trattamento fiscale dei finanziamenti azionari e obbligazionari potrebbe aumentare la fiducia delle società nel finanziamento bancario e tramite obbligazioni. Inoltre, le definizioni di debito e capitale e il loro rispettivo trattamento fiscale, anche in relazione a strumenti di patrimonio di vigilanza, variano da uno Stato membro all'altro, il che può compromettere condizioni eque di concorrenza, frammentare i mercati e creare opportunità di trasferimento degli utili.

Infine, è particolarmente difficile per le start-up ottenere finanziamenti, in quanto non dispongono di una comprovata storia creditizia e di garanzie che possano dare certezze ai finanziatori. Eppure le start-up hanno un maggiore potenziale di innovazione, in grado di mettere in discussione la posizione di mercato delle grandi imprese già ben avviate. Secondo un recente studio commissionato dalla Commissione europea[40], hanno dato prova di efficacia gli **incentivi fiscali per la spesa in ricerca e sviluppo** a favore delle giovani imprese innovative.

Tecnologie

Un motore importante dell'integrazione dei mercati dei capitali è il rapido sviluppo delle nuove tecnologie che hanno contribuito, ad esempio, allo sviluppo di piattaforme elettroniche di negoziazione, alle negoziazioni ad alta frequenza e alle società cosiddette "FinTech". Un'impresa "FinTech" è il risultato della combinazione di servizi finanziari innovativi e della disponibilità di capitali mediante l'uso di nuove tecnologie (digitali), tra cui il *crowdfunding*. Secondo una recente relazione, dal 2008 gli investimenti globali in società "FinTech" sono triplicati, raggiungendo quasi i 3 miliardi di USD nel 2013; questa tendenza è destinata a

[38] Raccomandazione della Commissione C(2014) 1500.

[39] Basato sulla consultazione del Libro verde del 2010 e adottato il 16 febbraio 2012, il Libro bianco "Un'agenda dedicata a pensioni adeguate, sicure e sostenibili" traccia un bilancio delle questioni relative all'adeguatezza e alla sostenibilità dei sistemi pensionistici e indica una serie di misure strategiche a livello dell'UE.

[40] CPB (2014), "Study on R&D tax incentives", Taxation papers, n. 52.

durare, con un investimento globale in imprese "FinTech" che dovrebbe arrivare a 8 miliardi di USD entro il 2018[41].

Il diritto societario europeo e quelli nazionali non hanno tenuto il passo con lo sviluppo tecnologico, per esempio non hanno approfittato a sufficienza dei **vantaggi della digitalizzazione**. Gli scambi di informazioni tra società, azionisti e autorità pubbliche spesso avvengono ancora su supporto cartaceo. Ad esempio, in molte società gli azionisti non possono ancora votare elettronicamente e non è prevista una registrazione online delle imprese su scala europea. L'uso delle moderne tecnologie in questi settori potrebbe contribuire a ridurre costi e oneri, ma anche a garantire una comunicazione più efficace, soprattutto in un contesto transfrontaliero.

Domande

23) Esistono meccanismi in grado di migliorare il funzionamento e l'efficienza dei mercati non contemplati nel presente documento, in particolare in materia di funzionamento e di liquidità dei mercati delle azioni e delle obbligazioni?

24) A vostro avviso, vi sono settori in cui il codice unico non è ancora sufficientemente sviluppato?

25) Pensate che le autorità europee di vigilanza abbiano sufficienti poteri per garantire una vigilanza coerente? Quali ulteriori misure di vigilanza a livello dell'UE potrebbero contribuire in modo sostanziale allo sviluppo di un'Unione dei mercati di capitali?

26) Tenendo conto dell'esperienza maturata in passato, vi sono modifiche mirate delle norme relative alla detenzione di titoli che potrebbero contribuire a una maggiore integrazione dei mercati dei capitali all'interno dell'UE?

27) Quali misure potrebbero essere adottate per migliorare il flusso transfrontaliero delle garanzie reali? Occorre migliorare l'applicabilità giuridica delle garanzie reali e degli accordi di netting per close-out a carattere transfrontaliero?

28) Quali sono i principali ostacoli all'integrazione dei mercati dei capitali derivanti dal diritto societario, anche sul piano del governo societario? Vi sono misure mirate che possono concorrere a superarli?

29) Quali aspetti specifici delle normative in materia di insolvenza bisognerebbe armonizzare per favorire l'emergere di un mercato paneuropeo dei capitali?

30) Quali barriere di natura fiscale dovrebbero essere esaminate in via prioritaria per favorire una maggiore integrazione dei mercati dei capitali nell'UE e una struttura di finanziamento più solida a livello societario, e con quali strumenti?

31) In che modo l'UE può aiutare al meglio il mercato a sviluppare tecnologie e modelli imprenditoriali nuovi che favoriscano l'integrazione e l'efficacia dei mercati dei capitali?

32) Ci sono altre questioni, non individuate nel presente Libro verde, sulle quali sarebbe necessario agire per realizzare un'Unione dei mercati dei capitali? In caso affermativo, di quali si tratta e come bisognerebbe agire?

[41] http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf

SEZIONE 5 - PROSSIME FASI

Sulla base dei risultati della presente consultazione la Commissione valuterà le azioni prioritarie necessarie a mettere a punto, entro il 2019, gli elementi costitutivi di un'Unione dei mercati dei capitali integrata, ben regolamentata, trasparente e liquida per tutti i 28 Stati membri. Oltre a sostenere le iniziative ispirate al mercato ove possibile, l'azione dell'UE potrebbe assumere la forma di misure non legislative, norme, azioni di applicazione delle norme sulla concorrenza e infrazioni, nonché di raccomandazioni specifiche per paese agli Stati membri nel contesto del semestre europeo. Gli Stati membri sono esortati a valutare se nella loro legislazione e nelle pratiche nazionali vi siano barriere e ostacoli e a riflettere sul modo migliore per appianarli.

Le parti interessate sono invitate a inviare le loro risposte ai quesiti contenuti nel presente Libro verde entro il 13 maggio 2015 mediante il **questionario online**:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm Durante il processo di consultazione, la Commissione europea:

- avvierà un dialogo con il Parlamento europeo per ottenere un feedback diretto dai suoi membri;
- invita gli Stati membri a organizzare consultazioni ed eventi con il pubblico e i parlamentari nazionali per promuovere la discussione sull'Unione dei mercati dei capitali a livello nazionale;
- organizzerà in modo trasparente ed equilibrato seminari per consultare le parti in possesso di competenze tecniche specifiche (ad esempio il mondo accademico, i partecipanti al mercato) e disporre di un parere informato su questioni specifiche.

La Commissione organizzerà una conferenza nell'estate del 2015 per chiudere la consultazione. Nel corso del 2015 sarà pubblicato un piano d'azione sull'Unione dei mercati dei capitali.