



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 3.5.2005
COM(2005) 177 definitivo

LIBRO VERDE

sulla politica in materia di servizi finanziari (2005-2010)

(presentato dalla Commissione)

INDICE

OBIETTIVI POLITICI GENERALI	3
1. ORIENTAMENTO POLITICO DI FONDO	4
2. MIGLIORARE LA REGOLAMENTAZIONE, IL RECEPIMENTO, L'APPLICAZIONE E LA VALUTAZIONE PERMANENTE.....	8
3. CONSOLIDAMENTO DELLA LEGISLAZIONE IN MATERIA DI SERVIZI FINANZIARI NEL CORSO DEL PERIODO 2005-2010	10
3.1. PORTARE A TERMINE IL LAVORO IN CORSO.....	10
3.2. UNA VIGILANZA EFFICIENTE E EFFICACE.....	11
3.3. PERMETTERE INVESTIMENTI E UNA CONCORRENZA SU SCALA TRANSFRONTALIERA.....	11
3.4. LA DIMENSIONE ESTERNA.....	11
4. EVENTUALI NUOVE INIZIATIVE MIRATE.....	12

ALLEGATO I

I	VANTAGGI ECONOMICI DELL'INTEGRAZIONE FINANZIARIA
II	MIGLIORARE LA REGOLAMENTAZIONE, IL RECEPIMENTO, L'APPLICAZIONE E LA VALUTAZIONE PERMANENTE
III	UNA VIGILANZA EFFICIENTE E EFFICACE
IV	OSTACOLI AL CONSOLIDAMENTO TRANSFRONTALIERO
V	LA DIMENSIONE ESTERNA
VI	GESTIONE PATRIMONIALE
VII	SERVIZI FINANZIARI AL DETTAGLIO

ALLEGATO II

CALENDARIO CON LE MISURE ADOTTATE, IN CORSO DI NEGOZIAZIONE E IN PREPARAZIONE

LIBRO VERDE

SULLA POLITICA IN MATERIA DI SERVIZI FINANZIARI (2005-2010)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

Gli obiettivi generali della politica della Commissione in materia di servizi finanziari¹ nei prossimi 5 anni sono:

- consolidare i progressi verso un mercato finanziario europeo integrato, aperto, competitivo ed economicamente efficiente e rimuovere i rimanenti ostacoli economicamente significativi;
- promuovere un mercato nel quale i servizi finanziari e i capitali possano circolare liberamente al costo più basso possibile in tutta l'UE – con livelli adeguati ed efficaci di vigilanza prudenziale e stabilità finanziaria e un elevato livello di protezione dei consumatori;
- attuare, far rispettare e valutare in modo continuo il quadro legislativo esistente, mettere in atto con rigore il programma per una migliore regolamentazione in qualsiasi iniziativa futura, promuovere la convergenza della vigilanza e rafforzare l'influenza europea sui mercati finanziari globali.

Il presente documento presenta le idee preliminari della Commissione per quanto riguarda le sue priorità in materia di politica dei servizi finanziari per i prossimi cinque anni. Essa tiene conto di molti punti di vista convergenti espressi nel processo di consultazione, durato 2 anni, che è iniziato con l'istituzione di quattro gruppi di esperti, sulla base dei lavori dei quali si è poi svolta un'ampia consultazione pubblica². Tra le altre iniziative parallele vanno annoverate la relazione sull'integrazione finanziaria del comitato UE per i servizi finanziari³ e il progetto di relazione della commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo sullo stato attuale di integrazione dei mercati finanziari UE⁴.

La Commissione chiede ora agli interessati di prendere posizione

¹ Nell'ambito degli obiettivi strategici generali della Commissione 2005-2009, cfr. COM(2005) 12, del 26.1.2005: sezione 1.1., secondo comma e COM(2005) 24, del 2.2.2005, punto 3.2.1.

² Cfr.: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/stocktaking_en.htm

³ Relazione destinata ad essere esaminata dai ministri delle Finanze dell'UE il 2 giugno 2004, a diffusione limitata.

⁴ Cfr.: http://www.europarl.eu.int/meetdocs/2004_2009/documents/PR/553/553131/553131it.pdf

sulle sue idee iniziali sul futuro della politica europea in materia di servizi finanziari. Si prega di inviare le risposte, entro il 1° agosto 2005, al seguente indirizzo di posta elettronica: markt-consult-financialservices@cec.eu.int. Le risposte saranno pubblicate sul sito Internet della Commissione, salvo espressa richiesta contraria del mittente.

Le osservazioni pervenute saranno tenute presenti, insieme ai risultati degli ulteriori lavori preparatori in seno alla Commissione, per l'elaborazione del **programma politico finale** che verrà presentato nella forma di un Libro bianco nel **novembre 2005**.

1. ORIENTAMENTO POLITICO DI FONDO

Negli ultimi sei anni sono stati realizzati grandi progressi verso un mercato dei capitali e dei servizi finanziari integrato a livello europeo. Molte delle normative necessarie a tal fine, indicate nel Piano d'azione per i servizi finanziari (FSAP), sono state adottate in tempo e sono ora in corso di attuazione. Il processo decisionale europeo e la struttura della normativa sono diventate più razionali ed efficienti grazie al "processo Lamfalussy"⁵. Tra le istituzioni europee e i partecipanti al mercato si è sviluppata una cooperazione sistematica e continua. E, sulla scia dell'euro, la fiducia politica nel processo di integrazione si è rafforzata.

L'opera, tuttavia, non è giunta ancora a termine. Prende ora l'avvio una nuova fase, per il periodo 2005-2010, incentrata su priorità molto diverse:

- consolidare la legislazione esistente, con poche nuove iniziative;
- assicurare l'effettivo recepimento delle norme europee nelle normative nazionali e la loro più rigorosa messa in applicazione da parte delle autorità di vigilanza;
- assicurare una valutazione permanente ex-post, nell'ambito della quale la Commissione seguirà attentamente l'applicazione pratica delle norme e il loro impatto sul settore finanziario in Europa.

Gli Stati membri, le autorità di regolamentazione e i partecipanti al mercato devono dare ciascuno il proprio contributo. Se necessario, la Commissione non esiterà a proporre la modifica o anche la revoca di misure che non producano gli effetti voluti. Un'impostazione del genere è essenziale per assicurare che il quadro normativo europeo costruito con tanta fatica funzioni in modo ottimale - a beneficio dei partecipanti al mercato, di più di 20 milioni di imprese europee e di 450 milioni di cittadini, e quindi dell'economia europea nel suo insieme.

⁵ Il rapporto Lamfalussy, pubblicato il 15 febbraio 2001, può essere consultato sul sito della Commissione all'indirizzo:
http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm; cfr. anche la nota 44 dell'allegato II.

Il programma degli ultimi sei anni si fondava sull'idea che mercati finanziari dinamici, dotati di spessore e di liquidità, avrebbero assicurato una efficiente allocazione e messa a disposizione di capitali e di servizi nell'insieme dell'economia europea – all'ingrosso e al dettaglio – creando i presupposti per una crescita e una creazione di posti di lavoro più dinamici, a lungo termine, in tutti i settori economici. Le parole d'ordine delle proposte legislative del FSAP erano concorrenza transfrontaliera, accesso al mercato, maggiore trasparenza, integrità del mercato, stabilità finanziaria ed efficienza. Nel complesso, le norme adottate nell'ambito del FSAP hanno rispettato questi principi guida, che sono validi ancor oggi.

I benefici economici dell'integrazione finanziaria europea (allegato I) sono indubitabili. Lo si è riconosciuto nella strategia di Lisbona⁶ – e lo ha confermato la Commissione nella sua valutazione intermedia di Lisbona con la quale ha dato ancor maggiore importanza alla crescita e ai posti di lavoro⁷.

Allineare le regolamentazioni nazionali su un sistema di regolamentazione comune a livello europeo è oneroso: si tratta di un processo che comporta notevoli costi di aggiustamento “*ex-ante*” per gli organismi nazionali incaricati di applicare le norme e per i partecipanti al mercato. Questi problemi di transizione costituiscono di per sé una sfida, tanto più che si concentrano in gran parte in un periodo breve (2005-2007). Tuttavia la preoccupazione per questi costi di transizione non deve far dimenticare i più vasti benefici economici. L'alternativa è netta: mercati finanziari frammentati e poco efficienti e/o un coacervo di fonti di liquidità nazionali soggette a pratiche divergenti e non coordinate di gestione del rischio, e un costo del capitale più elevato. Il FSAP ha creato un quadro normativo favorevole che dovrebbe permettere agli emittenti, agli investitori e ai prestatori di servizi finanziari di operare su scala paneuropea senza ostacoli giuridici indebiti. L'importante, ora, è far sì che questo quadro funzioni bene.

Oggi i dati economici e di mercato suggeriscono che il processo di integrazione finanziaria europea è effettivamente in corso in molti settori: nei mercati all'ingrosso; nelle borse; nelle infrastrutture dei mercati finanziari, come i sistemi di compensazione e di regolamento. Ne è derivato un miglioramento delle condizioni per tutti gli utenti dei servizi finanziari. Un “riflesso” europeo comincia a delinearsi nei mercati; rimane tuttavia molto da fare sia nei settori già citati, sia in altri settori dei mercati al dettaglio e all'ingrosso. Per esempio, il settore della distribuzione al dettaglio continua ad essere frammentato e alcuni mercati rimangono impenetrabili. Questi ostacoli devono essere attentamente esaminati, in

⁶ Il Consiglio europeo di Lisbona del 23-24 marzo 2000 ha fissato un nuovo obiettivo strategico per il nuovo decennio: diventare l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale.

⁷ Lavorare insieme per la crescita e l'occupazione - Il rilancio della strategia di Lisbona, febbraio 2005, http://europa.eu.int/growthandjobs/pdf/COM2005_024_en.pdf

particolare per accertare se costituiscano ostacoli economici significativi alla libera circolazione dei capitali e dei servizi finanziari.

Un mercato del capitale di rischio ben funzionante è un fattore strategicamente importante per promuovere imprese nuove e innovative e l'imprenditorialità, e per accrescere la produttività e il tasso di crescita economica sostenibile in Europa. Attualmente il mercato europeo del capitale di rischio è molto meno efficiente, per esempio, del mercato degli Stati Uniti. È quindi importante individuare le priorità per eventuali ulteriori iniziative in questo campo.

Il principio della "migliore normativa" sarà applicato rigorosamente in ogni occasione: dalla concezione delle politiche ad una consultazione aperta e trasparente a tutti i livelli, all'elaborazione di una valutazione esauriente e convincente dell'impatto economico prima di varare una nuova proposta e alla valutazione ex-post. Si tratta di una linea di condotta indispensabile per ridurre i costi amministrativi per gli istituti finanziari e per gli emittenti e per accrescere la competitività degli operatori finanziari europei.

Anche il Parlamento europeo e il Consiglio dovrebbero attenersi ad una analoga disciplina per evitare che proposte della Commissione fondate sull'accertamento dei fatti si trasformino in una proliferante complessità di disposizioni non necessarie e paralizzanti. In particolare, gli Stati membri dovrebbero astenersi dal sovrapporre sempre nuovi strati di norme che vanno al di là di quanto previsto dalle direttive – il fenomeno noto come "*goldplating*" – vanificando i benefici derivanti dall'esistenza di un unico complesso di norme UE e imponendo oneri e costi aggiuntivi non necessari agli operatori economici europei⁸.

Come in passato, occorrerà che sia dimostrabile sulla base di prove concrete che gli atti legislativi e le disposizioni di applicazione oggetto di eventuali nuove proposte a livello europeo produrranno benefici economici significativi in termini di efficienza e di stabilità. Uno dei criteri dovrebbe essere se le misure proposte facilitino le operazioni transfrontaliere e migliorino la competitività dei mercati finanziari europei, tutelando, al tempo stesso, la stabilità interna.

La Commissione intende continuare a cercare un consenso il più vasto possibile nella fase preparatoria, lavorando in stretta e trasparente collaborazione con gli Stati membri e con il Parlamento europeo, con i fori delle autorità di regolamentazione dell'UE (CEBS⁹, CEIOPS¹⁰ e CESR¹¹),

⁸ Cfr. la raccomandazione della Commissione riguardante il recepimento in diritto nazionale delle direttive che incidono sul mercato interno, SEC2004(918) def.

⁹ Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors), in funzione dal 1° gennaio 2004.

¹⁰ Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors), in funzione dal 24 novembre 2003.

¹¹ Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (Committee of European Securities Regulators), in funzione dal 7 giugno 2001.

con la Banca centrale europea, con i partecipanti al mercato e, in futuro più intensamente, con le organizzazioni dei consumatori¹². I principi ispiratori in materia di regolamentazione sono diversi da uno Stato membro all'altro – l'arte della legislazione europea in questi campi complessi consiste nel trovare l'equilibrio più consono all'interesse europeo. Le disposizioni legislative adottate devono rispettare i principi di sussidiarietà e di proporzionalità sanciti dal trattato¹³ e rafforzare la concorrenza.

Occorre portare avanti l'importante dibattito sulla convergenza della vigilanza in Europa. Il sistema di vigilanza deve disporre degli strumenti necessari per far applicare efficacemente la normativa europea in materia di servizi finanziari e facilitare così le attività su scala paneuropea. Il sistema messo in opera a seguito di questo processo di consultazione deve assicurare la piena responsabilità democratica nei confronti degli Stati membri e del Parlamento europeo. In tale contesto, l'entrata in vigore della Costituzione europea¹⁴ è importante per la continuità e la sostenibilità a medio termine del processo Lamfalussy¹⁵.

Una volta realizzati, in larga parte, il quadro normativo e le strutture di vigilanza, la Commissione prevede, per i prossimi cinque anni, un intensificarsi delle sinergie con altre politiche, in particolare la politica di concorrenza e la politica dei consumatori. Sono già state annunciate alcune indagini di settore nel campo dei servizi finanziari. La Commissione auspica che i partecipanti al mercato si dimostrino più efficaci e proattivi, segnalando sistematicamente i casi manifesti di infrazione o di comportamento anticoncorrenziale, quali che ne siano i responsabili, prima a livello nazionale e poi alla Commissione.

Altre tematiche orizzontali e complementari (governo societario, riforma del diritto societario, contabilità, revisione legale dei conti) sono anch'esse di grande importanza per promuovere la fiducia e la trasparenza nei mercati finanziari europei. Anche se esulano dall'ambito del presente documento, i lavori in questi settori andranno avanti in linea con i calendari convenuti¹⁶ e secondo un approccio fondato sui principi della

¹² Il Forum FIN-USE di esperti di servizi finanziari sta già dando alla Commissione utili contributi dal punto di vista degli utenti.

¹³ Se sembra giustificata una soluzione legislativa, questa deve essere adottata a livello UE solo se è chiaramente dimostrato che le misure nazionali non hanno conseguito il loro scopo o sono impraticabili; i suoi effetti non devono andare al di là di quanto è necessario per il corretto funzionamento del mercato interno.

¹⁴ In particolare il (nuovo) articolo I-36 che attribuisce al Parlamento europeo e al Consiglio un diritto di revoca nell'ambito del controllo sui regolamenti delegati adottati dalla Commissione.

¹⁵ Le "clausole di decadenza" nel settore degli strumenti finanziari scattano dal 2007 in poi. A norma di dette clausole i poteri di adozione di misure di esecuzione attraverso la procedura del comitato delegati alla Commissione (livello 2 del processo Lamfalussy) decadono a meno che il Consiglio e il Parlamento europeo non convengano esplicitamente di prorogarli (su proposta della Commissione da approvare con la procedura di codecisione).

¹⁶ Nel piano d'azione in materia di governo e di diritto societario, che prevede tra l'altro azioni riguardanti: l'applicazione degli IAS; l'ottava direttiva sul diritto societario; l'accettazione degli

“migliore regolamentazione” e della semplificazione. Le imprese, i contabili, i revisori e gli altri partecipanti al mercato devono applicare nel loro lavoro i più rigorosi principi etici. Le autorità di vigilanza nazionali devono assicurarsi che essi vengano effettivamente applicati, anche nei confronti dei centri finanziari off-shore. In caso contrario, le pressioni dei mercati e le pressioni politiche a favore di un più ampio intervento normativo in questi altri campi si intensificheranno. Attualmente, questo problema viene approfondito in sede di revisione della quarta e della settima direttiva sul diritto societario, riguardanti i conti e i principi contabili. L'obiettivo è di rafforzare i requisiti di informativa nei casi in cui una società abbia entità stabilite in centri finanziari off-shore.

Il dibattito sulle strutture di governo, sul finanziamento e sulla responsabilità politica degli organismi di normazione internazionali, quali lo International Accounting Standards Board, assume una crescente rilevanza politica. La Commissione considera che il controllo pubblico su queste strutture debba essere rafforzato per garantire una adeguata presa in considerazione dei punti di vista delle parti interessate, un grado soddisfacente di trasparenza, la correttezza delle procedure e la sostenibilità dei finanziamenti.

Guardando all'esterno, all'Europa si presenta una importante opportunità strategica di influenzare i parametri normativi del mercato finanziario globale che sta prendendo corpo. È per questo che sono così importanti l'approfondimento del dialogo UE-USA e il rafforzamento delle relazioni finanziarie con il Giappone, la Cina e anche, per esempio, l'India (cfr. 3.4). La Commissione è a favore dell'allargamento dell'ordine del giorno di questi dialoghi, della loro estensione alle prospettive future e di una maggiore presa in considerazione dei contributi dei partecipanti al mercato. Ulteriori sforzi per aprire i mercati finanziari dei paesi terzi verranno compiuti nel ciclo di negoziati di Doha come pure nell'ambito degli accordi commerciali bilaterali e regionali.

La Commissione chiede agli interessati:

- se siano d'accordo con gli obiettivi generali della politica della Commissione per i prossimi cinque anni;
- se condividano gli orientamenti politici di fondo descritti sopra.

2. MIGLIORARE LA REGOLAMENTAZIONE, IL RECEPIMENTO, L'APPLICAZIONE E LA VALUTAZIONE PERMANENTE

Il miglioramento dell'efficienza economica e la creazione di ricchezza dipenderanno molto dalla capacità delle istituzioni europee, delle autorità di vigilanza e dei partecipanti al mercato di garantire l'applicazione e il

IAS nelle giurisdizioni di paesi terzi quali gli USA; la trasparenza delle strutture di governo societario; il miglioramento degli assetti azionari ecc.

rispetto uniformi delle regole esistenti, in modo che le pratiche migliori diventino la norma (allegato I, sezione II). È in questo modo – con interpretazioni coerenti e accurate della legislazione comunitaria – che si assicura la parità di condizioni, evitando incertezze ed ambiguità giuridiche. Occorre dunque rafforzare i meccanismi di applicazione, collegando tra loro quelli dei diversi Stati membri, tra l'altro tramite le reti delle autorità di vigilanza europee. La condivisione della responsabilità è una delle principali sfide in un'Unione europea di 25 Stati membri, e che si prepara ad ulteriori allargamenti.

Le priorità sono:

- continuare a elaborare le politiche in modo aperto e trasparente, ricorrendo estesamente a meccanismi di consultazione a tutti i livelli;
- semplificare e consolidare tutte le norme pertinenti in materia di servizi finanziari (europee e nazionali)¹⁷;
- promuovere la convergenza delle norme e delle pratiche a livello di vigilanza, rispettando il dovere di rendere conto alle autorità politiche e gli attuali confini istituzionali;
- collaborare con gli Stati membri per migliorare il recepimento e per garantire un'applicazione uniforme;
- valutare se le direttive e i regolamenti esistenti producono gli attesi vantaggi economici e abrogare le misure che non soddisfano questo criterio e
- garantire un'applicazione corretta e il rispetto delle norme ricorrendo, se necessario, a procedure d'infrazione, prendendo le mosse dalla legislazione e dalla giurisprudenza esistenti.

La Commissione chiede agli interessati:

- se siano d'accordo con le misure prioritarie indicate e
- quali altre misure si dovrebbero prendere per promuovere l'uniformità dell'applicazione e delle misure intese a far rispettare la legislazione europea.

¹⁷ Alcuni settori pilota per una semplificazione potrebbero essere scelti nei prossimi anni. Potrebbe essere utile avviare uno studio di fattibilità per scoprire se con l'andare del tempo tutte le norme possano essere fuse in un unico corpus di regole (una specie di "Codice dei servizi finanziari").

3. CONSOLIDAMENTO DELLA LEGISLAZIONE IN MATERIA DI SERVIZI FINANZIARI NEL CORSO DEL PERIODO 2005-2010

3.1. PORTARE A TERMINE IL LAVORO IN CORSO

LEGISLAZIONE ALL'ESAME E MISURE IN PREPARAZIONE

La prima priorità dei prossimi dodici mesi è portare a termine i lavori per quanto riguarda gli elementi ancora all'esame del Parlamento europeo e del Consiglio e le misure fondamentali che la Commissione ha in preparazione.

Tra queste ultime figurano una (eventuale) direttiva sui servizi finanziari negli stadi successivi alla negoziazione (compensazione e regolamento), il nuovo quadro per la solvibilità delle assicurazioni e una (eventuale) proposta legislativa sui pagamenti (cfr. allegato II). Il lavoro di preparazione comporta sia una valutazione d'impatto approfondita, sia un'ampia consultazione delle parti interessate.

SETTORI NEI QUALI LA COMMISSIONE POTREBBE DECIDERE DI NON PRESENTARE UNA PROPOSTA

La Commissione si è impegnata ad intervenire solo se un'iniziativa a livello europeo è atta a produrre evidenti vantaggi economici per le imprese, i mercati e i consumatori. Concretamente, la Commissione sta attualmente esaminando le questioni delle **agenzie di rating** e degli **analisti finanziari**, per cui – dopo aver consultato il CESR e il CEBS – si dovrebbe decidere se in questo stadio è necessaria una legislazione aggiuntiva oppure se le vigenti disposizioni della direttiva sugli abusi di mercato, insieme all'autoregolamentazione¹⁸ e a meccanismi di monitoraggio potrebbero essere sufficienti. È già chiaro che la Commissione non proporrà misure di esecuzione della **direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto**.

Tuttavia, se la Commissione dovesse decidere di non proporre misure legislative in questi e altri settori, essa non esiterebbe a rivedere la propria posizione se i futuri sviluppi del mercato dovessero rendere manifesta l'esigenza di un intervento energico.

SETTORI NEI QUALI LA COMMISSIONE POTREBBE RIESAMINARE LA SUA PROPOSTA

Dopo che gli Stati membri dell'UE avevano espresso la loro accettazione della **Convenzione dell'Aia** (un trattato multilaterale sulla legge applicabile ad alcuni diritti su strumenti finanziari detenuti presso un

¹⁸ Per esempio il Codice della International Organisation of Securities Commissions (IOSCO).

intermediario¹⁹), la Commissione aveva presentato una proposta per la sua firma, ma recentemente alcuni Stati membri e la BCE hanno espresso alcune perplessità su tale convenzione. La Commissione preparerà, entro la fine del 2005, una valutazione giuridica delle preoccupazioni espresse e deciderà quindi se occorre o no modificare l'attuale proposta di decisione di firma.

3.2. UNA VIGILANZA EFFICIENTE E EFFICACE

Con il progredire dell'integrazione finanziaria europea, vengono alla luce nuovi problemi per le autorità di vigilanza. La sorveglianza sui rischi transfrontalieri sta diventando più critica e anche se l'integrazione rafforzerà la stabilità complessiva, le possibilità di effetti di ricaduta, per esempio di una crisi sistemica che colpisca più mercati finanziari e/o gruppi che operano su scala UE, aumenteranno. La Commissione è convinta che questi problemi vadano affrontati con un approccio evolutivo dal basso (allegato I, sezione III).

3.3. PERMETTERE INVESTIMENTI E UNA CONCORRENZA SU SCALA TRANSFRONTALIERA

Il consolidamento nel settore dei servizi finanziari dovrebbe realizzarsi sotto la spinta del mercato. Al tempo stesso in alcuni ambiti è necessario garantire la robustezza e la stabilità del sistema finanziario. I costi delle operazioni transfrontaliere e le barriere che vi si frappongono costituiscono un formidabile ostacolo agli investimenti transfrontalieri e alla razionalizzazione economica in Europa. La Commissione ha individuato in una relazione preliminare i potenziali ostacoli ed ha invitato le parti interessate a indicare quali sono, a loro parere, quelli più critici²⁰. La rimozione o almeno la riduzione di questi ostacoli ingiustificati rafforzerà la competitività del settore e dell'economia nel suo complesso – e promuoverà la crescita e la creazione di posti di lavoro (cfr. allegato I, sezione IV).

3.4. LA DIMENSIONE ESTERNA

La Commissione sorveglierà con attenzione l'assolvimento da parte dei paesi candidati delle loro responsabilità nel settore dei servizi finanziari. Inoltre, accrescere l'influenza europea sulla scena mondiale e assicurare la competitività globale del settore finanziario europeo dovrebbero rimanere tra le priorità. I servizi finanziari sono un'attività su scala mondiale; quello che accade in una giurisdizione incide sulle altre. Nella sezione V dell'allegato I sono illustrati gli obiettivi (normativi) individuati e i notevoli passi avanti compiuti nell'instaurare dialoghi aperti ed *ex-ante* in materia di regolamentazione con gli USA e con la Cina. La Commissione

¹⁹ Una formula giuridica uniforme per la determinazione dei diritti di proprietà è considerata particolarmente utile nei casi in cui gli strumenti finanziari sono detenuti attraverso una catena di intermediari finanziari in diversi paesi.

²⁰ http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/cross-sector/index_en.htm#obstacles

vorrebbe anche approfondire le relazioni finanziarie con altri paesi, come il Giappone, e possibilmente anche con l'India nei prossimi cinque anni.

La Commissione chiede agli interessati:

- se siano d'accordo con l'elenco delle questioni sulle quali la Commissione potrebbe decidere di non intervenire, o se vi siano concretamente altri settori nei quali la Commissione dovrebbe astenersi dal presentare le proposte in corso di elaborazione o addirittura ritirare quelle già presentate;
- se ritengano che il quadro normativo e di vigilanza esistente sia sufficiente per affrontare i problemi che si porranno nei prossimi anni, se vi siano lacune e come colmarle nel modo più efficace;
- quali siano gli obiettivi, i settori da coprire e quelli prioritari nell'attività di regolamentazione e nelle azioni di cooperazione su scala globale.

4. EVENTUALI NUOVE INIZIATIVE MIRATE

In linea con le posizioni espresse nel processo di consultazione, durato due anni, che è iniziato con i lavori dei quattro gruppi di esperti, la Commissione ha individuato due settori nei quali un'iniziativa potrebbe chiaramente apportare dei benefici all'economia europea: la **gestione patrimoniale** (allegato I, sezione VI) e i **servizi finanziari al dettaglio**. I lavori in questi settori saranno impostati partendo dal basso, sulla base di ampie consultazioni e assecondando le tendenze del mercato.

Nel fare l'inventario della situazione post-FSAP si è individuato il mercato dei servizi finanziari al dettaglio come un settore che richiede ulteriore attenzione (allegato I, sezione VII). Se sono stati registrati significativi progressi nell'integrazione dei mercati finanziari, i mercati dei servizi finanziari al dettaglio, ossia dei servizi finanziari offerti ai consumatori, rimangono profondamente frammentati.

Il ruolo della Commissione è facilitare la prestazione di servizi finanziari al dettaglio in Europa. Nella prestazione transfrontaliera di servizi si possono distinguere quattro modalità di distribuzione: (i) un consumatore acquista il servizio da un prestatore di un altro Stato membro spostandosi in tale Stato membro; (ii) un'impresa commercializza/vende i suoi servizi a consumatori di un altro Stato membro senza costituirvi uno stabilimento; (iii) un'impresa si stabilisce in più di uno Stato membro adeguando la sua offerta ai mercati locali e (iv) i servizi vengono concepiti su base paneuropea, anche se vengono prestati localmente.

Anche se la soluzione più efficace sembra essere quella di istituire passaporti paneuropei per le imprese e per i consumatori, vengono oggi prospettati e discussi regimi alternativi, per esempio un cosiddetto "26° regime" per gli operatori e i clienti che vogliono operare su base

transfrontaliera, lasciando immutati tutti e 25 i regimi nazionali esistenti. La funzionalità di simili “ventiseiesimi regimi” deve ancora essere dimostrata e sarà difficile raggiungere un accordo su norme europee facoltative valide solo per determinati prodotti. Tuttavia la Commissione prende atto del dibattito in corso e risponderà alla richiesta di approfondire ulteriormente questo tipo di regimi avviando uno studio di fattibilità, per esempio per i prodotti più semplici nel settore delle assicurazioni (assicurazione vita caso morte) e del risparmio.

La Commissione si propone quindi di costituire dei gruppi di discussione per prodotti al dettaglio specifici, composti di esperti del settore in rappresentanza degli operatori e dei consumatori, per individuare gli eventuali ostacoli ed esaminare le possibili soluzioni. I lavori di questi gruppi potranno avvalersi del sostegno di ampie ricerche.

SETTORI NEI QUALI SAREBBE POSSIBILE UN’AZIONE IN FUTURO

Il credito ipotecario è un settore nel quale potrebbe essere utile un’ulteriore integrazione al dettaglio, pur non essendo opportuno limitare il numero dei prodotti sul mercato; un altro Libro verde, programmato per l’estate 2005, esaminerà le 48 raccomandazioni tratte dalla relazione del gruppo di discussione sul credito ipotecario. Iniziative concrete potrebbero essere annunciate – dopo un’approfondita consultazione – al più presto nel 2006.

Sulla base delle conclusioni dei gruppi di esperti e delle opinioni espresse nella consultazione pubblica, potrebbero meritare di essere presi in considerazione anche i settori seguenti:

- **codificazione ed eventualmente semplificazione delle regole esistenti sugli obblighi di informativa**, in particolare al fine di assicurare la compatibilità e la coerenza tra i diversi testi²¹;
- **intermediazione finanziaria**, in particolare consentendo la prestazione di servizi transfrontalieri da parte di intermediari competenti e affidabili, introducendo al tempo stesso una piena trasparenza delle commissioni e delle relazioni con i fornitori dei prodotti. Vi sono già stati dei lavori in questo settore²². Tuttavia, visti gli sviluppi dei prodotti e della struttura dei prestatori di servizi, si dovrebbe verificare la necessità di un maggiore allineamento delle norme di comportamento e delle norme in materia di consulenza di vendita e di informazione;
- **Conti bancari**: in particolare vanno esaminati gli ostacoli all’apertura di conti al di là delle frontiere nonché la problematica

²¹ La Commissione sta sviluppando un quadro di riferimento comune come strumento da utilizzare per migliorare la coerenza del diritto contrattuale europeo.

²² Nel quadro della direttiva sull’intermediazione assicurativa e della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari.

della loro gestione, portabilità, trasferibilità e chiusura. Sembrano esistere problemi particolari per quanto riguarda, per esempio, la non residenza e i requisiti di identificazione.

La Commissione chiede agli interessati:

- se siano d'accordo con i nuovi settori prioritari individuati;
- quali siano i vantaggi e gli svantaggi dei vari modelli di prestazione transfrontaliera di servizi, se vi siano dal punto di vista degli operatori delle buone ragioni per sviluppare un 26° regime, e quali linee di prodotti potrebbero beneficiarne;
- come permettere ai consumatori di orientarsi meglio tra i vari prodotti finanziari e se a questo fine siano necessari una maggiore disponibilità di consulenza professionale e indipendente, un maggiore livello di istruzione o una formazione specifica ai fondamenti della finanza;
- se siano d'accordo con gli orientamenti contenuti nell'elenco di prodotti al dettaglio di cui sopra o se abbiano da suggerire altri settori nei quali sarebbe utile un intervento a livello UE.

Annex I, Section I-Economic benefits from financial integration

The financial sector plays a key role in the economy by allocating economic resources efficiently in time and space and thereby enabling real-sector activity to expand and develop optimally. In playing this role, a well-functioning financial sector should provide the means to:

- execute financial securities transactions on a cost-effective and safe basis through the appropriate mechanisms for trading, clearing, settlement and custody
- pool investor resources, subdivide shares in available investment opportunities, and spread the risk, thereby overcoming issues of scale in the resource allocation process
- rapidly be able to finance and respond to new business opportunities
- price and manage effectively the risks related to financial transactions
- reflect available information efficiently in prices so as to overcome problems of co-ordination in decentralised decision making;
- meet consumers' needs at reasonable cost; and
- address possible incentive problems created by the existence of information asymmetries and by the principal-agent relationship in the financial intermediation process.

So that:

- small and medium sized entities (vital for EU job-creation) can access a wider availability of risk capital and more innovative and lower cost finance to fuel their growth
- larger companies profit from an overall reduction in the cost of capital and a wider range of financial products
- the public sector can meet its financing needs at lower cost
- consumers benefit from improved returns on investment funds or life products, or reduced borrowing costs; to access a wider choice of investment opportunities and cheaper and more reliable ways of paying for goods and services;
- financial stability can improve and the European market becomes more attractiveness for foreign capital inflows; and
- the society as a whole to help finance the major structural economic challenge Europe faces – namely its long run pension deficit – by introducing more efficient pan-European markets for long-term savings products.

To the extent that the financial sector is constrained in the performance of these various functions, there is a consequent cost in terms of sub-optimal economic performance and welfare loss.

Within the European Union, the financial sectors of the Member States have evolved to reflect specific national conditions and preferences. While these systems are generally efficient from a national perspective, they are much less so when viewed from the perspective of a progressively integrating European economy. Over time, a divergence has emerged at European level between the real sector which increasingly operates on a cross-border basis and a still highly fragmented financial sector. The degree of fragmentation has been such that the European financial sector cannot function efficiently and therefore acts as a drag on the overall performance of the European economy. The costs and risks associated with cross-border financial transactions are unnecessarily high, thereby discouraging the conduct of financial activity on a pan-European basis. The result has been an inefficient allocation of economic resources due to unexploited scale/scope economies, sub-optimal risk management, inefficient pricing and reduced opportunities for an optimal distribution of investment/consumption over time.

In light of these inefficiencies, financial integration has been a European policy priority since 1998 and now forms an integral part of the Lisbon strategy. The underlying economic rationale is that financial integration will enhance the level of financial development throughout Europe and thus contribute positively to the performance of the European economy. A more efficiently functioning economy will mean more jobs as new business opportunities open up. The largest benefits could accrue to those Member States with the least developed financial markets – facilitating over time economic convergence within the Union.

Given their growth potential and their share of GDP, financial service sectors have a direct and decisive impact on the aggregate competitiveness of modern economies. For example, the key differences in economic performance between Europe and the United States, with US productivity growth showing a strong acceleration during the second half of the 1990s, can be found in a limited number of intensive ICT-using services which account for much of the overall US-EU gap in productivity growth since 1995. More specifically, the US showed rapid productivity expansion in securities trading²³. According to a study by McKinsey Global Institute, the introduction of pro-competitive regulations played a significant role in this remarkable performance. Very recently both the Sapir report²⁴ and the Kok report²⁵ have stressed the importance of completing the single market for financial services because of the role that financial services play both on the supply and on the demand side of the different national economies.

²³ Bart van Ark, Robert Inklaar, Robert H. McGuckin “Changing Gear” Productivity, ICT and Service Industries: Europe and the United States”, Paper for ZEW Conference 2002 on Economics of Information and Communication Technologies, June 24-25, Mannheim.

²⁴ Sapir et al. “An Agenda for a growing Europe”, Oxford University Press, March 2004.

²⁵ Kok et al. “Facing the challenge: the Lisbon strategy for growth and employment”, Report to the Commission, November 2004

Despite the fact that it will take a considerable time before the overall financial and economic impact of the FSAP measures can be assessed directly, the case for creating integrated, open and efficient EU capital and financial services markets remains as strong as ever. This view is supported by the economic literature.

Consecutive studies calculated the economic benefits of financial integration:

- the Cecchini report of 1988 estimated that the integration of the financial markets of 8 Member States would increase the value-added of their financial services by 0.7% of GDP²⁶
- the London Economics study²⁷ (end of 2002) focused on the benefits from integration by calculating the static efficiency gains from deeper and more liquid equity and bond markets in EU15. The study concluded that fully integrated markets would lower the cost of capital for companies by 0.5% and increase the GDP-level over time by 1.1%
- the CEPR study²⁸ (end 2002) looked at the relationship between financial integration and growth from a micro-economic point of view. The study concludes that, in a scenario in which manufacturing companies would have the same access to finance as the US companies, value-added growth in European manufacturing is estimated to increase by 0.75-0.94% on a durable basis.

Quantifying the costs and benefits of financial integration is very difficult and is subject to significant data, statistical and model uncertainty. Accordingly, the results of these studies can be considered only as indicative of the potential benefits of European financial integration. Nevertheless, the results of these and other studies underscore the validity of European policy on financial integration. All future proposed regulation will be accompanied by an impact assessment aimed at showing the economic benefits of the proposed measures.

²⁶ This estimate was based on first round effects only and did not take dynamic effects into account, which were expected to have generated a higher figure.

²⁷ London Economics (2002), "Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets" Available in the Commission web-site at: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/overview/summary-londonecon_en.pdf.

²⁸ Giannetti M., L.Guiso, T. Jappelli, M. Padula and M. Pagano (2002), "Financial market Integration, Corporate Financing and Growth", DG ECFIN Economic Paper N° 179. available at: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers179_en.htm.

Annex I, Section II-Better regulation, transposition, enforcement and continuous evaluation

The benefits from financial integration can only be delivered if the European institutions, supervisory authorities and market participants can ensure that the existing rules are consistently applied and enforced. The Commission's priority measures to make this happen are outlined below.

Preparation of initiatives.

Open and transparent policy making

The Commission will continue to apply the most open, transparent and evidence-based policy-making in line with the Lamfalussy process. Thorough and wide consultation and economic impact assessments will continue to ensure that, where legislation is necessary, sound rules will be drawn up with clear and demonstrable added-value for Europe's markets and consumers. The Commission favours publishing all responses to open consultations. Summaries of consultation procedures will be drawn up by the Commission and published. Responses to the recent public consultation on the Commission's working paper²⁹ evaluating the Lamfalussy process³⁰, strongly endorsed the Commission's general approach.

Simplification

Although the Commission has tried to keep the FSAP legislative framework as simple as possible, there is room for improvement. Simplification and consolidation of the existing rules (codification) is a continuous objective and will be factored in when preparing any new piece of legislation.

Legal coherence

A robust and clear legal framework is necessary for the efficient operation of both financial market participants and the public authorities responsible for regulation and supervision. The Community framework of law for the European financial markets and services is now highly developed, increasing cross-border activity and integration. New market practices can sometimes raise uncertainties or discussions as to how the existing law will apply or as to how it should develop. The Commission has already put in place arrangements to identify and analyse these areas. For example, in January 2005 the Commission launched the Legal Certainty Group dealing with cross-border securities rights and transfers. In conformity with its aim of

²⁹ See "The application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation: a preliminary assessment by the Commission services"-SEC(2004) 1459.

³⁰ European regulatory and supervisory process via a four-level approach: (1) framework legislation adopted in co-decision (between Council and European Parliament) at "level-1", concentrating on the core political principles; (2) "level-2" implementing measures to fill in the details of "level-1" legislation subject to precise constraints fixed in that legislation; (3) day-to-day cooperation by national supervisors and regulators to ensure consistent implementation and enforcement; and (4) more effective enforcement of Community law.

promoting better regulation, the Commission will consider whether it should encourage more actions in this domain.

Full co-operation among the supervisory committees (CEBS, CEIOPS and CESR) is needed to ensure consistent application of European rules across the board. Also, further work on convergence of reporting, organisational and other requirements for businesses will help create homogenous business environments throughout the Union. Cooperation at level 3 must take place in a carefully modulated, open and transparent environment that fully respects institutional boundaries and the need for political accountability.

The Commission intends to carry out an exercise to read across the connected (existing and proposed) directives to ensure consistency and internal coherence of terminology and effect³¹. Launching a feasibility study in the securities area might be helpful to find out if over time all rules (at European, and also national level) can be fused in one body of consistent law, a “*Financial services rulebook*”. Some texts could be simplified, or even repealed; a number of reviews will be carried out (see below). If needed, changes to the legislation could be proposed – with the flexibility of the Lamfalussy process, this could be achieved in reasonable time.

Transposition

Regrettably, the rate of transposition by Member States within the agreed deadlines is worsening³² (for example in the transposition of the Market Abuse Directive). What can be done to improve the situation? The following actions could help.

Renewed political commitment

Member States should demonstrate their commitment by providing clear and detailed transposition tables-preferably in one of the working languages of the Commission³³. The Commission will enhance monitoring and control. To give visibility to the state of transposition, the Commission will be bringing forward an on-line FSAP transposition matrix – showing which texts have been implemented by the Member States, when and how, with hyper links to the Member States’ own texts. Where available, transposition tables will also be provided. A special chapter in the Internal Market Scoreboard³⁴, planned for July 2005, will be devoted to this.

Realistic deadlines for transposition

Allocating sufficient time to Member States and market participants to apply Community rules is important. In the future, more care is needed to work out the

³¹ See ‘European Contract Law and the revision of the acquis: the way forward’-COM(2004) 651- for an explanation of the development and role of the Common Frame of Reference in reviewing the contract law acquis.

³² An overview of transposition deficits will be put on the Commission’s website, see: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan.

³³ See “Recommendation from the Commission on the transposition into national law of Directives affecting the Internal Market-SEC(2004) 918, 12.7.2004-suggesting that correlation tables should be attached to the notification letter.

³⁴ http://europa.eu.int/comm/internal_market

necessary time for implementation of Directives and the implementing measures. The Markets in Financial Instruments Directive is an example where the deadline for transposition needed to be extended after adoption³⁵-something that should be avoided in the future.

Transposition workshops

A continuation of transposition workshops with Member States and European regulators to iron out, *ex-ante*, the main problems by providing explanatory guidance to the Member States, regulators and markets if needed, while fully respecting the role of the European Court of Justice. The Member States have a duty under the Treaties³⁶ to implement and apply Community law. However, the Commission – as guardian of the Treaties – will remain vigilant in addressing any shortcomings and will launch infringement proceedings swiftly if this obligation is not carried out properly. At the same time, market participants and regulators should help the Commission identify any flagrant failures and address any shortcomings to national courts.

The Lamfalussy arrangements should also play an important role in the continuous monitoring of consistent transposition and effective enforcement. Peer group reviews, benchmarking and efficient mediation mechanisms within the level of the supervisory networks could help find agreement on implementation/enforcement problems and help raise standards and best practises. Good work has already been done by CESR in a number of areas (e.g. transitional provisions for UCITS III).

Mediation and alternative dispute resolving

However, at the same time, Europe needs to strengthen its enforcement mechanisms further – to ensure legal consistency and predictability. Mediation and alternative dispute resolution schemes, such as the already existing SOLVIT and FIN-NET networks³⁷, offer considerable potential. Other, additional complaints and mediation procedures – in particular within the supervisory committees (Lamfalussy level 3) need to be developed and could be very effective.

CESR's recent paper³⁸ illustrates a number of urgent day-to-day problems that CESR thinks could arise under Directives currently being agreed and implemented in the securities sector (e.g. how to supervise the conduct of business rules of an intermediary organised on a trans-national basis, with branches in several Member States; or how to apply a particular International Accounting and Financial Reporting Standard to a market operation). Similar problems could arise in other sectors, such as banking. For example, a branch could have a significant impact on financial stability in the host Member State – where the branch represents a major player – while being much less significant in size in the home Member State where it is supervised. Non-binding mediation is one idea – but further reflection is needed within

³⁵ The Commission came forward with a proposal for a one year extension – to be agreed upon by Council and European Parliament.

³⁶ EC Article 10.

³⁷ http://europa.eu.int/comm/internal_market

³⁸ http://www.cesr-eu.org/consultation_details.php?id=48

current institutional boundaries. Similar pan-European enforcement issues arise in the area of audit oversight.

Whatever alternative dispute solving mechanisms are developed, they cannot be a substitute for ultimate proceedings before the European Court of Justice.

Ex-post evaluation

While consistent transposition and enforcement of European legislation is key in creating the benefits of a level playing-field, the more fundamental question as to whether the rules actually achieve what they were meant to achieve must be addressed. The Commission will continue to report on an annual basis on the state of financial integration³⁹, also addressing competitive structures in Europe, the efficiency gains of integration and related financial stability issues.

With the FSAP having reached its closing chapter, the logical next step is to evaluate its impact on financial markets and institutions as well as on the consumers and users. *Ex-post* evaluation of the FSAP and of all new legislative measures will in the future be a top priority for the Commission. The Commission plans to carry out a full evaluation of the FSAP in the course of 2006-2008, when all measures are implemented and the empirical and possibly the first economic effects start to be measurable⁴⁰. The Commission will also carry out a number of reviews mandated by legislation adopted under the FSAP-*e.g.* on large exposures, own funds, commodities dealers, regulated markets and regarding the Financial Conglomerates, Insurance Groups and E-money Directives-, with a view to achieving greater coherence and more effective supervisory tools.

Not all measures need to deliver direct economic benefits. Measures can be needed to improve consumer protection, strengthen financial stability *etc.* However, if – over time – careful assessment and analysis reveal that specific legal texts have not worked – and will not produce their desired effect in the years to come – they will be modified or even repealed entirely. The Commission would be interested to learn from stakeholders which measures could be repealed and why.

Moreover, the Inter-institutional Monitoring Group⁴¹ has so far proved a useful, independent mechanism for evaluating progress on achieving the objectives of the Lamfalussy report. A new Group has recently been furnished with a mandate to provide annual reports until the end of 2007. The mandate has been expanded, in line with the extension of the Lamfalussy process, to cover banking, insurance and occupational pensions as well as securities law.

³⁹ http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/cross-sector/fin-integration/sec-2004-559_en.pdf. Each year's report will focus on specific issues; in 2005 these issues will be reflected in special features on financial consolidation, retail financial services and new Member States.

⁴⁰ This exercise will require careful preparation and fine-tuned calibration. To that end, the Commission envisages the organisation of a workshop with economic experts in mid-2006.

⁴¹ Composed of 6 people, made up of 2 representatives nominated by the European Parliament, Council and the Commission respectively.

Challenges

Cross-border penetration of financial services and capital markets in Europe is increasing. Delivering efficient and effective supervision remains a key issue for the further development of the Single Market for financial services in Europe. The Economic and Monetary Union (EMU) and the FSAP, almost complete, have acted as catalysts for change. This poses **challenges** for supervisory systems, which remain nationally-rooted.

Financial systems have increased their interoperability and become more integrated, providing services across borders. Large firms have shifted from country-based structures to structures focused more on business lines with centralised management functions. There is demand for supervisory arrangements that better reflect the way in which risk is managed and business is done. In the integrating European market, effective supervisory cooperation is essential, both in terms of day-to-day supervision and in the event of a crisis. More consistency between regulators and supervisors is important to avoid market uncertainty. Firms are demanding more streamlined and less costly cross-border and cross-sectoral supervisory arrangements. Concerns exist about the lack of equivalent powers and tools in exercising European supervisory functions.

A three-step, evolutionary approach

Rushing into a debate on a future supervisory model for Europe without first laying down the necessary groundwork would be counter-productive and not deliver the desired results. Looking ahead at supervisory developments over the 2005-2010 horizon, an evolutionary approach is needed that strikes the right balance between ensuring effective supervision and financial stability, and minimising the regulatory burden for firms, systems and markets. The Commission proposes the following three steps:

Step 1: Agreement on overall policy objectives

The Commission's **policy objectives** for the coming five-year period are two-fold:

- to advance the **Lisbon agenda** by enhancing the **competitiveness** of EU financial markets and institutions. To the extent possible, activities should be subject to the same supervisory requirements both on a cross-border and cross-sectoral basis. All Member States must ensure in their implementation processes that their supervisors have the necessary powers to supervise and cooperate as required in the Directives. Avoiding unnecessary duplication in regulation and supervision will reduce industry burdens and foster expansion of cross-border financial services
- to maintain the **highest, most up-to-date standards of regulation, oversight and supervision** for EU financial institutions, systems and markets to ensure financial stability, market integrity and consumer protection. Supervisory requirements should accurately reflect the risks run in

the market while converged supervisory practices and powers are crucial to ensure a level playing field and to avoid regulatory arbitrage.

Step 2: Maximise current framework, identify gaps and develop existing tools

Convergence of supervisory practices in all financial sectors is one of the key functions of the recently established Lamfalussy process. The second Lamfalussy review expected in 2007 is a milestone in this regard. Existing supervisory tools and the potential of CEBS, CEIOPS, and CESR should be exploited to the maximum extent. All possibilities to cooperate under the existing framework should be pursued, within the contours of existing institutional boundaries and in full respect of ensuring democratic accountability. Factual evidence needs to be gathered to see whether and where there are difficulties in day-to-day supervision in the various sectors, the efficiency of current supervisory networks should be assessed and gaps effectively filled. Particular attention should be paid to cross-sectoral issues, by providing greater clarity to the roles and responsibilities of supervisors and through convergence of supervisory practices. In addition, a number of practical features could be developed to help improve supervision in European financial markets and to enhance cross-border regulatory and supervisory cooperation, e.g. common reporting templates, effective dispute settlement procedures etc. Future legislative proposals (e.g. post-trade and insurance solvency) will need to anticipate specific solutions for supervisory cooperation. More consolidated supervision is a legitimate demand from industry. However, this should be a long-term objective. We should give the new supervisory committees a few years before they deliver their full potential, instead of rushing into a more integrated supervisory system at a time when markets are not yet really integrated. Targeted EU-level action may be needed to underpin supervisory cooperation in the following **three strands**:

(i) Removing inconsistencies within and between Directives, paying particular attention to cross-sectoral issues. The Commission will review overlapping, conflicting or outdated supervisory requirements in the directives, e.g. whether exceptions to the home country prudential control principle are still justified. Regulation should set the ground rules for an environment that allows well-run firms to succeed without encountering unnecessary supervisory barriers. Present and programmed Directives could create overlapping or conflicting supervisory requirements (e.g. Financial Conglomerates, Insurance Groups and future Solvency Directives). Working with stakeholders, an ongoing cross-sector review of supervisory approaches will be carried out and any necessary adjustments made to ensure coherence, clarity and supervisory efficiency. However, changes should only be considered after sufficient practical experience and after having maximised the current supervisory potential.

(ii) Greater clarity in the roles and responsibilities of supervisors. Home country control remains the core concept for supervision in Europe. The role of supervisors is now slowly starting to follow the way in which firms organise and manage themselves. In banking, for example, the Capital Requirements Directive proposes in some areas decision-making powers for supervisors that apply also to subsidiaries in other Member States, thus avoiding multiple decisions and reducing burdens. Before extending these powers to other areas, the respective roles and responsibilities of supervisors need to be reinforced and a number of key underlying and interrelated

issues should be addressed (liquidity, crisis management, lender of last resort, deposit guarantees, and winding-up and bankruptcy proceedings). In insurance and securities markets, similar issues may require attention. As a matter of priority, work will commence with all interested parties to determine how to optimally address the nature, location and supervision of risks in cross-border operations.

(iii) Convergence of supervisory practices. The three supervisory committees (CESR, CEBS and CEIOPS) are focusing on promoting cooperation and seeking similar responses to similar issues (e.g. developing common reporting rules and formats to reduce regulatory costs, peer pressure/mediation, and sharing information and data). In doing so, any new differences between supervisory powers and approaches which could impede proper market functioning should be identified and addressed. Possible solutions are: a review of divergences stemming from national legislation; enhanced cooperation through Memoranda of Understanding; coordinated or joint investigations; or coordinated group supervision. This should be done in a transparent way that respects institutional boundaries and democratic accountability. All tools underpinning supervisory cooperation, including non-binding standards agreed between supervisors, must of course be fully compatible with binding European legislation and must not prejudice the political process.

Step 3: Development of new structures.

New structures should only be developed if all possibilities for cooperation under the current framework have been exhausted and if there is compelling evidence that, once fully implemented and developed, this framework cannot fulfil its financial stability and integration objectives or meet the requirements of European legislation.

Background

The Informal ECOFIN Council in September 2004 in Scheveningen (NL) discussed findings that suggest that cross-border acquisitions in Europe are less common in the financial sector (particularly banking) than in other sectors of the economy.

Eliminating or at least reducing unjustified barriers to cross-border investment and economic rationalisation within Europe will strengthen the competitiveness of the economy at large – and foster growth and job creation. However, consolidation is not an end in itself, and takeovers and mergers will not automatically produce improved economic performance. Rather, market-driven consolidation will enable European financial service providers to reach their effective potential and compete internationally – via economies of scale and scope.

Possible explanations

There are a number of possible explanations why in the financial sector cross-border acquisitions in Europe are less common, e.g. factors related to structural, cultural, language and taxation issues, which weaken the business case for consolidation. It was also suggested that inappropriate intervention by national supervisory authorities and political interference are reasons for banks' failure to consolidate significantly on a cross-border basis. This debate is not about the overall level of 'foreign' participation in individual Member States' financial sectors, which depends on a range of factors (such as profitability, cost effectiveness, etc.). It is rather about whether or not national supervisors use solely prudential criteria to assess the merits or demerits of a particular merger or acquisition. Supervision should not be misused for protectionist purposes.

The Commission's approach

In January 2005, the Commission issued a call for advice to CEBS notably on the criteria used by national supervisory authorities when reviewing acquisitions of qualifying shareholdings (cf. Article 16 of Directive 2000/12/EC). Many of these issues are also pertinent for other financial sectors, where similar provisions exist. In the insurance sector, the Commission issued a call for advice to CEIOPS on the "fit and proper" concept in December 2004. In the UCITS area, the industry is calling for cross-border mergers to be facilitated in order to increase size and reap economics of scale. Transparency in the bond market and how government debt markets function have also been raised as areas where integration would be beneficial. Cross-sectoral consistency will need to be checked regarding these outcomes.

In addition, the Commission will analyse the reasons for the low level of cross-border consolidation to date and investigate whether there are unjustified obstacles hampering the proper functioning of an internal market. In parallel, the Commission

will review the application of the Treaty-based freedom of capital movements (Articles 56-60) in the area of cross-border bank mergers and acquisitions⁴².

In particular regarding its ongoing review of Article 16 of the Banking Directive, the Commission considers that, at the very least, more clarity, transparency and disclosure are needed, based on a set of well-defined common prudential criteria. Supervisors ought to make explicit the criteria they apply when reviewing qualifying shareholdings and their decisions should be made within a reasonable timeframe.

Supplementary action through competition policy is an important complement to financial integration measures. In line with its proactive approach to enforcing antitrust rules, the Commission will undertake sectoral enquiries in the areas of retail financial services and business insurance, with increasing focus on market monitoring. The objective will be to implement selective competition screening, and in particular to enhance competition in certain European retail financial services markets. Special attention will be given to the identification of obstacles to the provision of cross-border services and entry barriers, both in the form of regulation as well as “typical” antitrust issues.

⁴² The Commission will present a factual report on obstacles to the ECOFIN Council by September 2005 along with recommendations stemming from its review of Article 16 of the Banking Directive. It also intends to prepare a Communication on the application of the Treaties based freedom of capital movements this summer.

Future enlargement and neighbourhood policy

The Commission will monitor carefully that candidate countries fulfil their responsibilities in the financial services area and assess whether they are ready to play their role as full members of the Union. As with previous accessions to the EU, the Commission intends to take a pro-active approach by asking candidate countries to apply existing rules already before their accession.

Regarding the countries with which Partnership and Cooperation Agreements are in force and which fall within the framework of the European Neighbourhood policy, the Commission will seek to ensure adherence to the main principles of the European rules.

Global dimension

Enhancing European influence on the global stage and ensuring the global competitiveness of the European financial sector should remain a priority. Financial services are a global business-developments in one jurisdiction have an impact on others.

Three regulatory objectives can be identified:

- (1) the need to remove barriers to open and competitive financial services markets worldwide and to ensure market access, based, where appropriate, on equivalent regulatory approaches
- (2) the need to manage major structural changes on the global stage – seeking cooperative solutions where possible
- (3) the need to protect the international financial system from instability, fraud and financial crime.

Good progress has been made in building open, *ex-ante* regulatory dialogues-exchanging information, identifying potential regulatory problems upstream and seeking mutually acceptable solutions. With the United States, a number of important regulatory understandings (e.g. on the cooperative model for the implementation of the Sarbanes Oxley Act and on financial conglomerates) have helped reduce transatlantic friction. Working as far upstream of the political process as possible to converge regulatory and supervisory principles minimises compliance and adjustment costs in the different jurisdictions.

Recently, the Commission has had a first successful macro-economic and financial sector regulatory dialogue with China – which will be repeated in the near future. A number of important areas for cooperation and regulatory dialogue in the financial services area have been identified, such as accounting and the experience with the Lamfalussy regulatory model. The Commission also would like to deepen financial relations with Japan, and, if possible, also with India over the next five years.

The Commission is committed to an ambitious opening of global financial services markets, as modern and efficient financial markets are a prerequisite for further economic development in these countries. This commitment will therefore be reflected in the WTO negotiations on financial services.

The Commission would like to deepen further these regulatory dialogues, more particularly the EU-US dialogue which is already well on track – working closely with the Member States, the European Parliament and the private sector. In the Commission's view, the informality and practicality of the dialogue are proven strengths. The current participants should thus not be changed – although experts could be included on an *ad-hoc* basis.

Important themes for the EU-US regulatory dialogue in the coming years are:

- work towards equivalence/convergence between IAS and US-GAAP – agreeing a roadmap and timetable are now urgent. The Commission intends to take a decision on equivalence of the major third-country accounting systems (required under the Transparency and Prospectus Directives) end 2006 or early 2007
- facilitate deregistration from US securities exchanges
- increase co-operation with the US insurance supervisors and remove collateral requirements for EU reinsurers
- ensuring that the Basel Capital Accord (in Europe the Capital Requirements Directive) is implemented on time and in a way that effectively delivers a level playing field between Europe and the US
- cooperation on a policy response for Credit Rating Agencies⁴³
- work toward a cooperative model in supervising auditors (in cooperation with the US Public Company Accounting Oversight Board)
- closely follow the Securities and Exchange Commission's market regulation review and facilitating placement of trading screens of EU exchanges in the US
- look into the governance, financing and participants of international standard setting bodies.

⁴³ See also Section 3.1.

Annex I, Section VI – Asset management

Alongside pension funds and insurance companies, investment funds play an increasingly important role in European financial markets-mobilising household savings and channelling them towards productive investments. The European fund industry currently manages some € 4.7 trillion of assets on behalf of a growing segment of the European population-in some Member States, over 20% of the adult population hold UCITS⁴⁴. A cost-effective fund industry will diversify risk more efficiently, allow retail investors to earn higher returns and make capital available for investment projects.

Investment funds will assume greater importance as public sector pensions remain under funding pressure and occupational pension funds shift to a defined-contribution basis. Small differences in net return on investments in funds can make a huge difference to the accumulated value of capital at pay-out date. A cost-efficient fund industry, where gains are passed on to end-investors, can be part of the solution to Europe's pension deficit.

The 1985 UCITS Directive seeks to facilitate the cross-border offer of investment funds to retail investors. It has provided a focal point for the development of the fund industry in Europe. However, cross-border sales remain constrained: the 'product passport' continues to encounter difficulties and fund managers have not been able to export their expertise. UCITS legislation may entail significant missed opportunities for the industry if it does not provide for effective exercise of other single market freedoms by fund managers, or respond to the reality of a fast developing business. This may translate into higher costs and a more limited range of investment opportunities for investors.

The Commission services will publish a comprehensive review of UCITS legislation this summer. This will identify concrete steps to improve consistent transposition of existing UCITS legislation and to ensure that it delivers its intended effects. The focus will be on consolidating and enhancing the UCITS framework. However, the growing importance of this business warrants a longer-term reflection on whether the UCITS framework is capable of harnessing the full potential of this industry-taking into account the need for appropriate protection of retail investors-or of responding to profound structural changes affecting the asset management business

On the basis of this review, the Commission services will prepare a Green Paper on asset management for publication in July 2005.

⁴⁴ UCITS are harmonised collective investment undertakings that can operate throughout the EU.

Retail Financial Services integration is needed

The post-FSAP stocktaking process identified the market for retail financial services as an area requiring further attention. A number of important factors have increased the need to consider encouraging future integration in the retail financial services markets:

- the introduction of the **euro** has resulted in price transparency and exchange rate stability
- **technological innovations**, such as Internet, are providing new opportunities to sell financial services at a distance and hence cross-border
- increased **consumer mobility** of European citizens is driving demand for efficient cross-border financial services⁴⁵
- there is a growing need for more efficient long term financial services products to complement **state welfare provision**.

The way forward

However, integration of retail markets is complex and demanding. Product characteristics, distribution systems, consumer protection, contract law, differences in consumption culture or other economic or structural realities play a more prominent role in this area – and create considerable complexity for cross-border supply.

Integration of retail financial services should not only enable consumers to purchase products cross-border, but also facilitate the sale of products, developed in one domestic market, throughout Europe without the need for substantial modification. This would deliver more choice and better prices to consumers.

The Green Paper should help to identify the most significant cross-border barriers and risks for consumers so that the Commission can carefully prioritise a limited number of actions where there is a business case for further retail integration and tangible results can be achieved.

Supplementary action through active application of competition policy is therefore important. Accordingly, the Commission will undertake sectoral enquiries, with a focus on market monitoring (see Section 3.3 of the Green Paper and Annex I, Section IV).

⁴⁵ For an analysis of factors which affect consumers' propensity to buy from firms in another country see Optem survey on cross-border shopping for financial services carried out for the Commission, available at http://europa.eu.int/comm/consumers/cons_int/fina_serv/cons_experiences/index_en.htm

Future measures should be based on an appropriate policy mix between harmonised rules and mutual recognition. Such measures must neither erode well-founded consumer protection measures, nor stifle or distort competition.

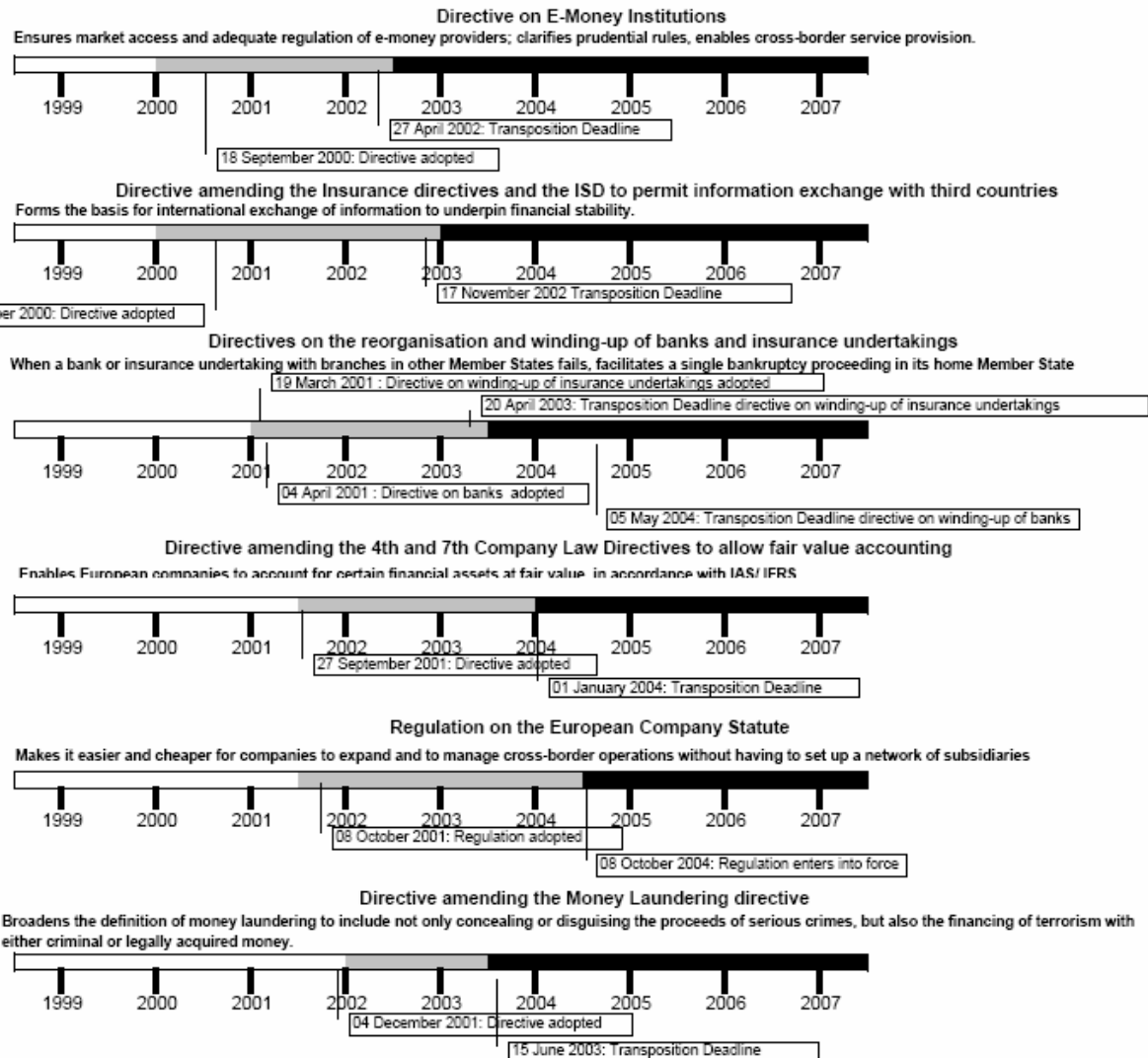
The consumer perspective

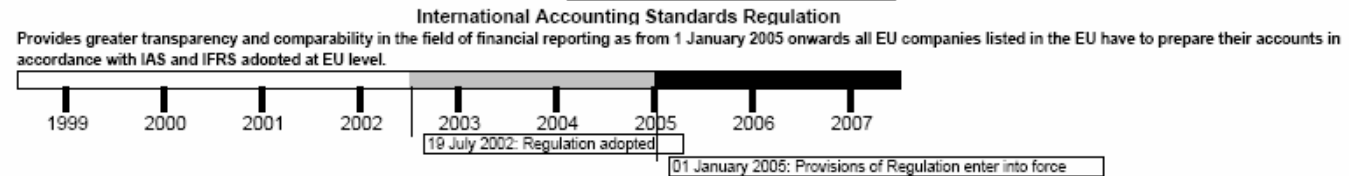
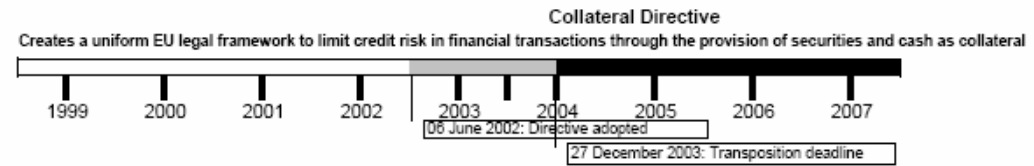
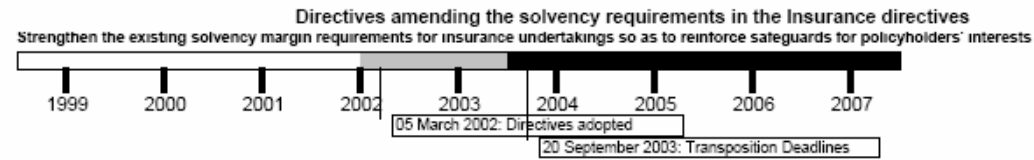
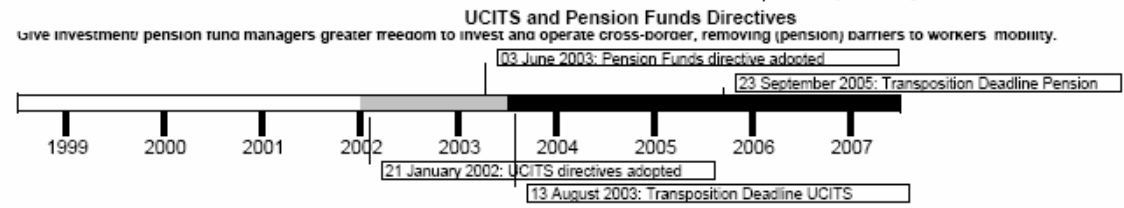
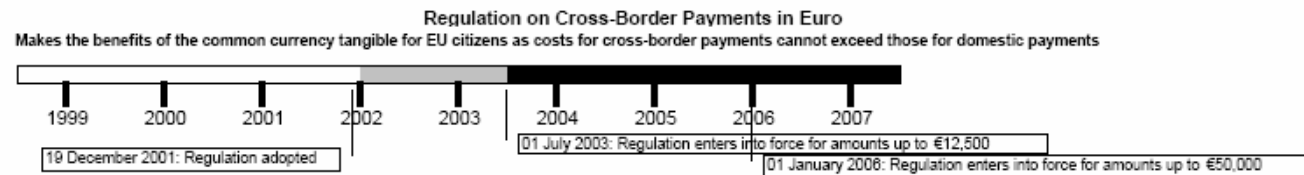
The Commission is committed to listen to all interested parties before coming up with new initiatives. The Commission is committed to ensure the consumer and user perspective is heard⁴⁶, and that the consumer interest is prominent in the major debates. The consumer and user perspective can be further developed with the help of representative organizations which need to continue efforts to improve their organisation and their knowledge and experience in the area of financial services. Additional action to promote and support consumer awareness might be needed – starting at Member State level.

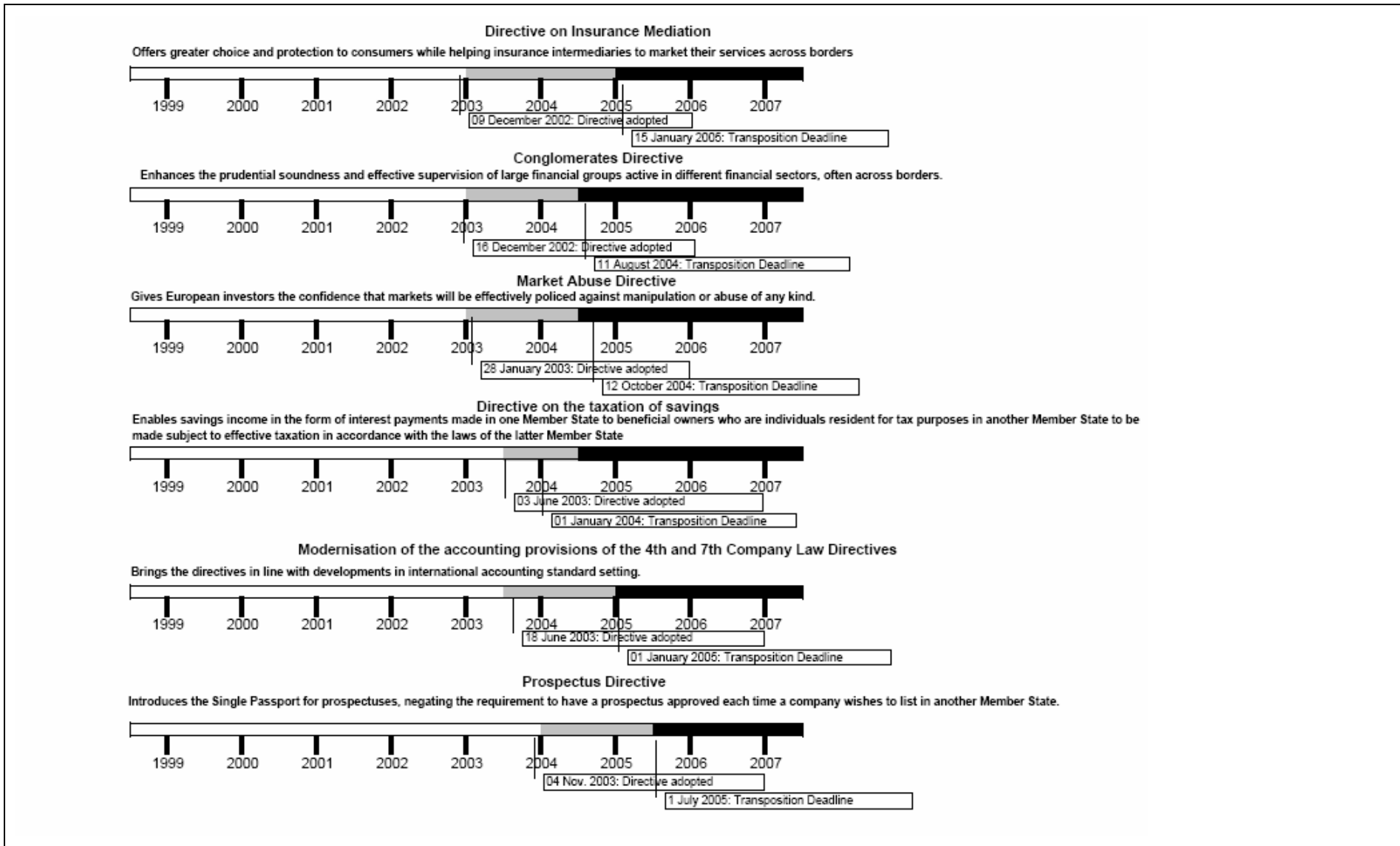
European legislation emphasises the importance of information provision. However, unless consumers themselves develop the skills and knowledge needed to understand increasingly complex financial products, consumers cannot make well-informed (investment) decisions on the basis of this information.

Redress systems could help to increase consumer confidence in the market so that the full benefits of integration can be realized. The out-of-court complaints network for financial services, FIN-NET, already provides some assistance for cross-border disputes.

⁴⁶ One of the initiatives already taken is the establishment of the FIN-USE forum of financial services experts, providing the Commission with valuable input from a user perspective, see http://europa.eu.int/comm/internal_market/finservices-retail/finuse_en.htm.

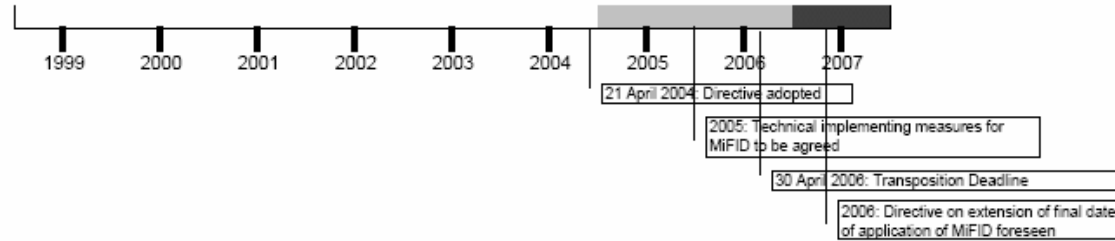






Markets in Financial Instruments Directive

Creates fair competition between exchanges and banks wishing to internalise securities orders; improves pre-trade transparency, order execution and the price of securities trading.



Take-Over Bids Directive

Offers transparent pan-European rules for the conduct of takeover bids to the benefit of shareholders, employees and all interested parties.

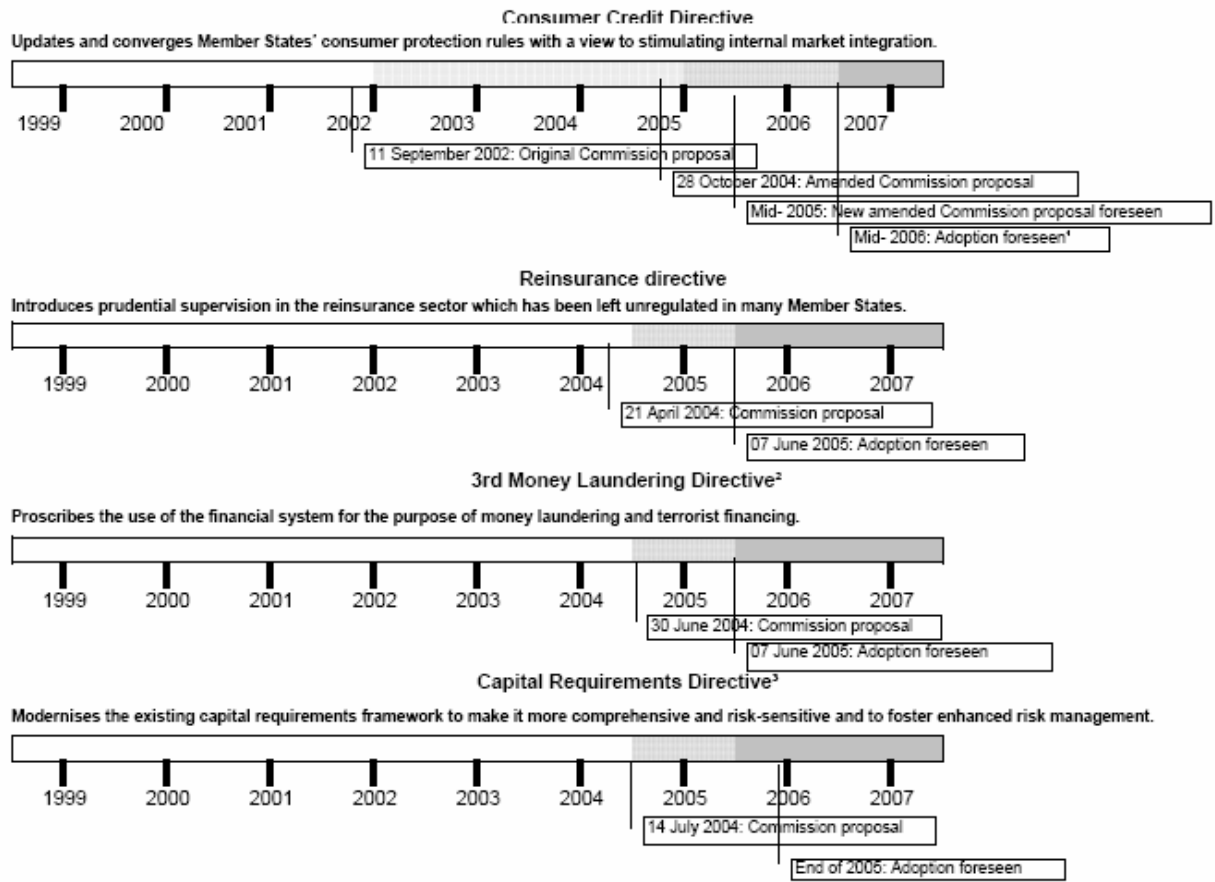


Transparency Directive

Raises the quality of information available to investors on companies' performance and financial position as well as on changes in major shareholdings.



(ii) Timeline for Completion of Ongoing Legislative Proposals



(1) These proposals are currently discussed in the Council and European Parliament, and are anticipated to be passed at a single reading.
 (2) A general approach was adopted by the ECOFIN council on 07 December 2004
 (3) A general approach was adopted by the ECOFIN council on 07 December 2004

