

III

(Atti preparatori)

COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO

509^a SESSIONE PLENARIA DEL CESE DEL 1 E 2 LUGLIO 2015**Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito al Libro verde — «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali»***[COM(2015) 63 final]**(2015/C 383/10)***Relatore: Juan MENDOZA CASTRO****Correlatrice: Milena ANGELOVA**

La Commissione europea, in data 9 marzo 2015, ha deciso, conformemente al disposto dell'articolo 304 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, di consultare il Comitato economico e sociale europeo in merito al:

Libro verde — «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali»

[COM(2015) 63 final].

La sezione specializzata Unione economica e monetaria, coesione economica e sociale, incaricata di preparare i lavori del Comitato in materia, ha formulato il proprio parere in data 18 giugno 2015.

Alla sua 509^a sessione plenaria, dei giorni 1 e 2 luglio 2015 (seduta del 1^o luglio), il Comitato economico e sociale europeo ha adottato il seguente parere con 100 voti favorevoli, 2 voti contrari e 3 astensioni.

1. Conclusioni e raccomandazioni

1.1. Il Comitato economico e sociale europeo (CESE) offre il suo pieno appoggio al Libro verde su un'Unione dei mercati dei capitali, attende le proposte della Commissione sulle modifiche che potrebbero rendersi necessarie al fine di conseguire gli obiettivi indicati nel documento ed esprime la convinzione che le misure proposte si baseranno su una valutazione equilibrata delle posizioni di tutte le parti interessate.

1.2. L'iniziativa della Commissione dovrebbe puntare a creare le condizioni per un settore dei servizi finanziari efficiente, moderno e adeguatamente regolamentato, in grado di offrire alle società alla ricerca di investimenti, in particolare le PMI e le imprese a forte crescita, l'accesso ai prestatori di capitali.

1.3. Il CESE considera i mercati dei capitali dei serbatoi di liquidità, a cui le imprese possono attingere per reperire fondi e negoziare vendite e acquisti di strumenti finanziari, e sostiene fermamente la finalità ultima dell'Unione dei mercati dei capitali, ossia il superamento dell'attuale frammentazione dei mercati in modo da consentire la quotazione in borsa di tutti i tipi di società.

1.4. Poiché per le grandi aziende un'Unione dei mercati dei capitali (UMC) è in larga misura già una realtà, il CESE mette l'accento sulla necessità di misure che consentano anche alle PMI di trarne vantaggio.

1.5. L'UMC dovrebbe migliorare il finanziamento a lungo termine dell'economia sfruttando le possibilità di promozione delle buone pratiche in materia di governo societario e responsabilità sociale delle imprese, riservando attenzione non solo a obiettivi economici ma anche a finalità ambientali e sociali.

1.6. Le esigenze specifiche delle PMI andrebbero espressamente prese in considerazione in tutte le decisioni future riguardanti l'UMC. Il Comitato raccomanda vivamente un'azione rapida e risoluta tesa a conseguire i seguenti obiettivi:

- lo sviluppo di un mercato secondario,
- la definizione di uno standard uniforme semplificato relativo ai requisiti qualitativi e quantitativi per la quotazione delle PMI sui mercati regolamentati di strumenti finanziari,
- l'introduzione di rating del credito in base ad un metodo standardizzato trasparente,
- l'accettazione di criteri standardizzati semplificati (modello) per la registrazione su mercati regolamentati, comprendenti, oltre alle informazioni finanziarie, un piano aziendale dettagliato a medio termine relativo agli investimenti e allo sviluppo dell'attività,
- la creazione di un maggior numero di prodotti di investimento concepiti «su misura», che dovrebbero quindi meglio corrispondere alle esigenze delle imprese,
- l'aggiornamento e la fusione delle definizioni sia di microimpresa che di piccola e di media impresa contenute in tutta una serie di normative dell'UE, per tener meglio conto della diversità del settore delle PMI e delle differenze tra gli Stati membri,
- la definizione di impresa emergente in crescita e di impresa a forte crescita, e una particolare attenzione alle esigenze di queste imprese sul mercato dei capitali,
- l'elaborazione di un modello uniforme di segmentazione della borsa valori europea, che operi una distinzione tra le PMI in base alla loro tipologia di emittente; in alternativa, la creazione di segmenti specializzati sui rispettivi mercati regolamentati nazionali,
- la promozione di un rafforzamento della capacità amministrativa sia degli organismi di tutela dei consumatori che delle autorità di regolamentazione dei mercati finanziari negli Stati membri,
- la garanzia per gli investitori di condizioni perlomeno paragonabili, se non migliori, di quelle offerte dai mercati internazionali.

1.7. Il CESE concorda con la constatazione del Libro verde secondo cui una percentuale molto modesta di risparmi delle famiglie viene convogliata in investimenti più produttivi rispetto ai titoli di Stato o ai depositi bancari, in particolare in questo periodo di compressione finanziaria per i risparmiatori.

1.8. Il CESE sottolinea l'importanza del settore bancario tradizionale per la stabilità del sistema finanziario. Riconosce che è importante portare a compimento l'Unione bancaria europea.

1.9. Una cartolarizzazione sostenibile e di qualità richiede la promozione di strutture di base dotate di catene di intermediazione corte.

1.10. A giudizio del Comitato, il Libro verde delinea un quadro esaustivo della situazione attuale dei mercati dei capitali in Europa e descrive le misure necessarie per realizzare un'UMC.

2. Contenuto del Libro verde

2.1. Rispetto ad altre giurisdizioni, i finanziamenti basati sul mercato dei capitali sono relativamente poco sviluppati in Europa. In Europa i mercati azionari, obbligazionari e di altra natura hanno un ruolo minore nel finanziamento della crescita e le imprese europee rimangono fortemente dipendenti dalle banche, il che rende le nostre economie vulnerabili in caso di una contrazione dei prestiti bancari.

2.2. Inoltre, la fiducia degli investitori è insufficiente ed è probabile che i risparmi europei non siano sempre impiegati nel modo più produttivo.

2.3. La creazione di un'Unione dei mercati dei capitali è un'iniziativa fondamentale nel programma di lavoro della Commissione.

2.4. Una simile unione garantirebbe una maggiore diversificazione del finanziamento dell'economia e ridurrebbe il costo della raccolta di capitali, in particolare per le PMI.

2.5. 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.

2.6. Grazie a un'infrastruttura di mercato e a intermediari efficienti, un'Unione dei mercati dei capitali (UMC) incrementerebbe il flusso di capitali dagli investitori ai progetti di investimento europei, migliorando la distribuzione dei rischi e l'allocazione dei capitali in tutta l'UE e, in ultima analisi, rafforzando la resilienza dell'Europa agli shock futuri.

2.7. L'UMC si fonda sui seguenti principi fondamentali: massimizzare i vantaggi che i mercati dei capitali possono apportare all'economia, alla crescita e all'occupazione; creare un mercato unico dei capitali per i 28 Stati membri; fondarsi su solide basi di stabilità finanziaria; garantire ai consumatori e agli investitori una protezione concreta; e infine, contribuire ad attirare investimenti provenienti da tutto il mondo e a rafforzare la competitività dell'UE.

3. Osservazioni generali

3.1. Il CESE sostiene pienamente l'iniziativa della Commissione. Se vogliamo che tutti i paesi dell'UE prosperino nel contesto di un'economia dinamica e basata sulla conoscenza, la creazione di un'UMC costituisce un'indispensabile riforma strutturale. Occorre rimuovere le barriere che ostacolano lo sviluppo di un ventaglio di prodotti finanziari innovativi in tutta l'UE, poiché esse sono un freno al finanziamento competitivo degli investimenti, soprattutto nel caso delle piccole e medie imprese, delle start-up e dei prodotti a lungo termine nel settore delle infrastrutture.

3.2. L'iniziativa della Commissione dovrebbe puntare a creare le condizioni per un settore dei servizi finanziari efficiente e moderno, regolamentato in modo adeguato ma non eccessivo, consentendo così di ampliare di molto la gamma delle fonti di finanziamento degli investimenti e, quindi, ponendo rimedio ad un livello di investimenti talmente basso da apparire preoccupante.

3.3. Il CESE considera i mercati dei capitali dei serbatoi di liquidità, a cui le imprese possono attingere per reperire fondi e negoziare vendite e acquisti di strumenti finanziari. Partendo da questo presupposto, il CESE ritiene che l'UMC sia già una realtà per le grandi aziende e, rispondendo punto per punto alle domande poste dalla Commissione nel Libro verde, concentrerà la sua analisi principalmente su quelle misure che consentiranno anche alle PMI e alle imprese a forte crescita di trarre vantaggio da un'unione di questo tipo.

3.4. L'UMC dovrebbe migliorare il finanziamento a lungo termine dell'economia sfruttando le possibilità di promozione delle buone pratiche in materia di governo societario e responsabilità sociale delle imprese, riservando attenzione non solo ad obiettivi economici ma anche a finalità ambientali e sociali.

3.5. Il Libro verde considera le PMI come soggetti emittenti su cui puntare. Di conseguenza, le esigenze specifiche delle PMI andrebbero espressamente prese in considerazione in tutte le decisioni future riguardanti le obbligazioni o altri strumenti finanziari a reddito fisso, in base ai seguenti criteri:

- scelta oculata delle scadenze dei finanziamenti,
- struttura del finanziamento e dell'ammortamento,
- costo del finanziamento, compreso quello di accesso al mercato in questione,
- contenuto e struttura delle garanzie e delle garanzie reali necessarie all'elaborazione del prodotto d'investimento in questione.

Per soddisfare adeguatamente tutte queste esigenze, è indispensabile mettere a punto prodotti e procedure semplificati e standardizzati per l'ingresso delle PMI sui mercati dei capitali.

3.6. Il CESE invita la Commissione europea, le autorità di vigilanza europee e gli Stati membri a procedere con cautela nell'elaborare e nel recepire la futura legislazione tesa a realizzare un'UMC funzionante, per fare in modo che il mercato dei capitali europeo garantisca a investitori ed emittenti condizioni perlomeno paragonabili, se non migliori, di quelle offerte dai mercati internazionali.

3.7. Non è possibile realizzare un'Unione dei mercati dei capitali efficiente senza coinvolgere e convincere della bontà dell'iniziativa i cittadini dell'Unione, in quanto singoli investitori privati. Il CESE concorda con la constatazione del Libro verde secondo cui una percentuale molto modesta di risparmi delle famiglie viene convogliata in investimenti più produttivi rispetto ai titoli di Stato o ai depositi bancari, in particolare in questo periodo di compressione finanziaria per i risparmiatori.

3.8. Si dovrebbe mettere l'accento sull'importanza del settore bancario tradizionale per la stabilità del sistema finanziario.

3.9. Un mercato delle cartolarizzazioni sostenibile e di qualità — come quello di cui si parla nel Libro verde — richiede la promozione di strutture di base dotate di catene di intermediazione corte che consentano un collegamento diretto tra mutuatari e risparmiatori.

4. Risposte alle domande poste nel Libro verde

4.1. Prime priorità d'intervento

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

Gran parte delle misure proposte riguarda i mercati primari. Tenendo presenti le caratteristiche specifiche delle PMI, occorre anche valutare le possibilità di sviluppare il mercato secondario.

In particolare, è indispensabile definire uno standard uniforme semplificato relativo ai requisiti qualitativi e quantitativi per la quotazione delle PMI sui mercati regolamentati di strumenti finanziari. Andrebbe inoltre messo a punto un meccanismo per rendere le PMI negoziate sui mercati più attraenti per gli investitori, tenendo conto delle limitate risorse finanziarie e amministrative di questo tipo di imprese.

Pur tenendo fermi i principi fondamentali secondo cui occorre prendere in considerazione gli interessi degli investitori, si raccomanda di iniziare da alcuni aspetti specifici della direttiva sul prospetto per ridurre, laddove sia possibile, i requisiti amministrativi e burocratici; si raccomanda inoltre di valutare le possibilità di liberalizzare taluni obblighi di informativa delle PMI:

- ridurre i termini fissati per la valutazione del prospetto per gli emittenti che dispongano già di titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che abbiano presentato un'offerta pubblica di titoli, e che siano società di diritto pubblico o registrate come emittenti. I termini fissati per la valutazione del prospetto potrebbero quindi essere portati a 7 giorni. Si dovrebbe introdurre una procedura speciale per la quotazione semplificata delle PMI, in particolare se i loro titoli devono essere negoziati sul mercato non ufficiale della borsa valori. La direttiva dovrebbe consentire alle autorità di regolamentazione degli Stati membri una maggiore discrezionalità nel regolamentare la quotazione delle PMI a livello nazionale,
- ai sensi dell'articolo 14, paragrafo 2, della direttiva 2003/71/CE («direttiva sul prospetto»), la notifica di un'offerta pubblica e la data di apertura e di chiusura della sottoscrizione devono essere pubblicate in un quotidiano. Si dovrebbero limitare sempre di più gli obblighi di pubblicazione in formato cartaceo e sui quotidiani sia delle comunicazioni/notifiche che degli stessi prospetti: il principale strumento di comunicazione tra l'emittente e gli investitori dovrebbe diventare Internet, in particolare mediante la diffusione delle informazioni sui siti web del rispettivo mercato regolamentato o della società. D'altra parte, potrebbe esserci una certa uniformità degli obblighi di informativa tramite i siti web, grazie ad un'armonizzazione o alla creazione di pagine web dedicate agli investitori, i quali potrebbero così acquisire rapidamente e facilmente le informazioni necessarie sugli elementi essenziali delle offerte pubbliche di titoli.

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

Misure utili in questo campo sarebbero:

- l'introduzione di rating del credito in base ad un metodo standardizzato trasparente,
- l'accettazione di criteri semplificati standardizzati (modello) per la registrazione su mercati regolamentati, comprendenti, oltre alle informazioni finanziarie, un piano aziendale dettagliato relativo agli investimenti e allo sviluppo dell'impresa nel medio periodo.

- 3) *Come sostenere i fondi di investimento europei a lungo termine (European Long Term Investment Funds — ELTIF) per incentivarne la diffusione?*

L'intervento più urgente consiste nel rivedere i requisiti regolamentari in vigore negli Stati membri per i fondi pensione e le società di assicurazione con l'obiettivo di liberalizzarne i portafogli, laddove necessario, per quanto riguarda le loro possibilità di investire negli ELTIF. Oltre a essere certamente interessati a questo tipo di attivi, i fondi pensione e le società di assicurazione dispongono anche dei fondi necessari per iniettare capitali negli ELTIF. Per migliorare tale processo, sarà utile elaborare un modello uniforme di valutazione della redditività valido per l'intera catena dell'investimento.

- 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?*

Nessuna. L'intervento dell'UE potrebbe essere necessario qualora l'azione del settore privato non fosse coronata da successo.

4.2. Misure di sviluppo e integrazione dei mercati dei capitali

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

In generale, l'accesso ai finanziamenti migliorerebbe con la creazione di un maggior numero di prodotti di investimento concepiti «su misura», che, quindi, corrisponderebbero meglio alle esigenze delle imprese (per esempio per quanto riguarda la durata, le garanzie reali e la struttura dei pagamenti).

Inoltre, le autorità di regolamentazione dovrebbero consentire l'emissione di strumenti di debito: questi, che sono un tipo di contratto con gli obbligazionisti, dovrebbero risultare quanto più possibile simili alla finanza di progetto e ai prestiti bancari alle imprese.

- 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?*

Sì, la standardizzazione migliorerà la liquidità nei mercati delle obbligazioni societarie. In questo caso, è ragionevole adottare provvedimenti normativi discussi e concordati con tutte le parti interessate.

- 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?*

Sì, i criteri di standardizzazione dovrebbero includere una serie di principi specifici per gli investimenti di tipo ambientale, sociale e di governo societario. Il CESE è favorevole alla promozione delle «obbligazioni verdi», nonché a incentivare, tra l'altro, i mutui ipotecari «verdi» e i prestiti per progetti in materia di efficienza energetica e di energie rinnovabili. Tutti questi prodotti dovrebbero far parte delle opzioni di cui dispone un investitore. Il CESE ritiene necessario informare e avviare campagne di comunicazione per promuovere presso un largo pubblico gli investimenti di tipo ambientale, sociale e di governo societario e pubblicizzare le buone pratiche in questo campo, anche in stretta collaborazione con le reti di associazioni di imprese e di investitori e per loro tramite.

- 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?

L'attuale definizione di PMI in Europa comprende imprese di dimensioni anche molto diverse e non prevede una differenziazione a seconda del settore di attività. Il CESE è favorevole ad una definizione standard a livello europeo sia di microimpresa che di piccola e di media impresa, e chiede di aggiornare e rendere tra loro omogenee le varie definizioni contenute in tutta una serie di normative dell'UE, per tener meglio conto della diversità del settore delle PMI e delle differenze tra gli Stati membri⁽¹⁾. Raccomanda inoltre di fornire una definizione di impresa emergente in crescita e di impresa a forte crescita, e di riservare particolare attenzione alle esigenze di queste imprese sul mercato dei capitali. Se non si compie questo passo, i sistemi multilaterali di negoziazione includeranno solo pochi paesi, e i mercati in crescita non saranno in grado di attirare un numero elevato di investitori transfrontalieri. Questa definizione standard dovrebbe essere formulata in modo da corrispondere alle limitate capacità finanziarie e amministrative delle PMI.

- 9) Ci sono ostacoli allo sviluppo di piattaforme adeguatamente regolamentate di crowdfunding [finanziamento collettivo] o di peer to peer lending [prestito tra privati], anche su base transfrontaliera? In caso affermativo, come dovrebbero essere superati?

Le disparità tra le legislazioni degli Stati membri sono una delle principali ragioni dell'insufficiente sviluppo di forme di investimento con potenzialità per il futuro come il finanziamento collettivo (*crowdfunding*). È pertanto opportuno che la Commissione promuova un'armonizzazione legislativa in questo ambito.

4.3. *Sviluppare e diversificare l'offerta di finanziamento*

- 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?

Prima di tutto, occorre modificare le norme che regolamentano i portafogli degli investitori istituzionali, dal momento che in molti Stati membri questi ultimi non sono autorizzati a realizzare investimenti come quelli citati nella domanda.

- 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?

I costi dei gestori non sono eccessivamente elevati, neppure al momento, e dipendono soprattutto dal canale di commercializzazione prescelto. I fondi commercializzati attraverso filiali di banche o altri istituti finanziari di solito non hanno costi elevati e riescono a realizzare economie di scala senza particolari impedimenti, mentre quelli commercializzati tramite canali distinti hanno probabilmente costi più alti.

I prospetti relativi alla raccolta di capitali dovrebbero essere semplificati e uniformati, come pure tutta la documentazione necessaria per registrare l'ingresso nei diversi mercati regolamentati.

Occorre elaborare un modello uniforme di segmentazione della borsa valori europea, che operi una distinzione tra le PMI in base alla loro tipologia di emittente. Lo stesso risultato può essere ottenuto creando segmenti specializzati sui rispettivi mercati regolamentati nazionali.

- 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?

Per finanziare i progetti nel settore delle infrastrutture, il CESE propone di:

- adottare una procedura di revisione delle infrastrutture più globale da parte delle autorità pubbliche, al fine di garantire una pianificazione più strategicamente coordinata,

⁽¹⁾ In termini generali, la definizione comune di PMI figura nella raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, un testo che è però piuttosto superato e non tiene conto né dell'allargamento dell'UE, né delle realtà economiche sorte in seguito alla crisi. Ai fini del Libro verde in esame, la definizione di PMI è contenuta nella direttiva 2014/65/UE, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Un'altra definizione di PMI figura infine nella direttiva 2013/34/UE, del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese.

- fare in modo che le amministrazioni pubbliche e le fonti di finanziamento a livello europeo rivolgano maggiore attenzione a progetti finanziariamente insostenibili ma socialmente rilevanti [potenzialmente offrendo garanzie (parziali) per assicurarne la redditività],
- redigere una guida di facile comprensione al finanziamento delle infrastrutture tramite le banche e i mercati dei capitali,
- modificare il trattamento contabile e regolamentare riservato ai progetti nel campo delle infrastrutture per renderli più interessanti agli occhi degli investitori,
- definire una serie di sottocategorie chiaramente individuabili di progetti nel campo delle infrastrutture ed elaborare un trattamento mirato dei relativi investimenti sulla base di queste sottocategorie. Questo significa una valutazione dei rischi specifica per ciascuna sottocategoria e migliorerà anche la prevedibilità, così da rendere gli investimenti più interessanti per gli investitori istituzionali,
- incrementare l'uso di strutture che consentano una partecipazione più efficace degli investitori al dettaglio ai finanziamenti illiquidi,
- dato che i requisiti patrimoniali previsti dalla vigente direttiva Solvibilità II non distinguono tra debito societario a lungo termine e prestiti sottoscritti per investire in infrastrutture, ci si dovrebbe chiedere se non sia opportuno modificare tali disposizioni,
- migliorare la trasparenza e la responsabilità democratica dei partenariati pubblico-privato imponendo la pubblicità dei relativi contratti nella loro interezza e una regolare rendicontazione pubblica sul rapporto costi/benefici di tali partenariati.

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?*

Sì, tenendo ben presente il fatto che i sistemi pensionistici e la filosofia ad essi sottesa sono molto diversi da uno Stato membro all'altro, e tenuto conto inoltre dell'obiettivo dichiarato della Commissione europea nel Libro verde di pervenire ad un regime pensionistico paneuropeo.

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

È possibile che le modifiche dei regolamenti citati rendano la gestione di tali fondi più interessante per i grandi gestori di fondi, benché possano anche determinare un'eccessiva concentrazione e conflitti di interessi. Pertanto, prima di introdurre queste modifiche è consigliabile valutare attentamente se sia proprio questo il principale ostacolo che impedisce ai grandi gestori di fondi di amministrare i fondi in questione.

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?*

La dimensione dei fondi di private equity e di capitale di rischio potrebbe essere aumentata attenuando adeguatamente le restrizioni imposte sui portafogli di investitori istituzionali quali i fondi pensione, le società di assicurazione e gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

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

A seguito della crisi finanziaria i vincoli alla concessione di prestiti bancari sono aumentati in conseguenza di requisiti di adeguatezza patrimoniale più stringenti e della necessità di ridurre l'esposizione al rischio. In molti Stati membri la legislazione non autorizza i prestiti non bancari diretti in un gran numero di casi, e le società di assicurazione, i fondi pensione e altre istituzioni finanziarie non possono erogare direttamente dei prestiti a società non finanziarie.

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

Gli investimenti transfrontalieri richiedono una consolidata cultura degli investimenti, competenze in materia e la padronanza delle lingue straniere. Una maggiore partecipazione transfrontaliera degli investitori al dettaglio potrebbe quindi essere ottenuta solo promuovendo il ricorso a pianificatori (consulenti) finanziari personali, in grado di aiutare questi investitori a prendere decisioni informate in un contesto internazionale.

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

Nella maggior parte degli Stati membri di solito gli organismi di tutela dei consumatori dispongono di capacità relativamente limitate nel campo dei servizi finanziari. Anzi, in alcuni casi non è neppure chiaro se questi organismi dispongano di diritti legalmente riconosciuti in materia, e di che tipo. Può quindi essere utile che le autorità europee di vigilanza incoraggino il rafforzamento della capacità amministrativa in questo ambito sia degli organismi di tutela dei consumatori che delle autorità di regolamentazione dei mercati finanziari nei vari Stati membri.

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?*

Si dovrebbero incoraggiare gli Stati membri a creare condizioni favorevoli affinché gli intermediari di borsa (broker) e le società di investimento possano lanciare dei fondi per nuove iniziative alle quali siano applicabili degli incentivi fiscali (ad esempio la cancellazione dell'investimento ai fini dell'imposta sul reddito per il risparmio delle famiglie). Oltre che rafforzando la tutela dei consumatori da parte delle istituzioni (come raccomandato nella risposta alla domanda precedente), l'aumento degli investimenti al dettaglio potrebbe essere incentivato anche introducendo tutta una gamma di forme di educazione finanziaria mirata agli investitori non professionali e ai risparmiatori, nonché mediante servizi estremamente ben regolamentati di consulenza in materia di pianificazione finanziaria personale.

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

In questo campo le buone pratiche non possono considerarsi consolidate, essendo ancora in fase embrionale. Tra i non molti esempi disponibili, possiamo citare la procedura di accreditamento di prodotti di investimento messa a punto da alcune associazioni di categoria del Regno Unito⁽²⁾. In generale, sviluppare dei prodotti di investimento non è semplice, dato che per loro stessa natura questi prodotti possono essere piuttosto complessi, ma anche perché nell'elaborarli gli emittenti si preoccupano di soddisfare tutta una serie di esigenze e di differenziarli da altri prodotti simili. Un altro problema su cui si può riflettere è che se i poteri pubblici cercano di forzare la mano perché tali prodotti vengano sviluppati, questo potrebbe essere considerato come un intervento nel mercato e una limitazione della concorrenza. Per questo motivo sarebbe più produttivo se i governi, invece di compiere sforzi nella direzione indicata sopra, incentivassero lo sviluppo dell'educazione finanziaria e di servizi di consulenza finanziaria destinati ai singoli investitori.

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?*

La competitività andrebbe considerata in un'ottica comparativa. I mercati dei capitali dell'UE dovrebbero pertanto garantire agli investitori condizioni perlomeno paragonabili, se non migliori, di quelle offerte dai mercati internazionali. Ciò richiederebbe misure intese a migliorare la tutela degli investitori e ad adeguare le strutture fiscali (con una più attenta valutazione dei costi e benefici dell'imposta sulle transazioni finanziarie proposta).

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

Il metodo migliore è incentivare la cooperazione con banche che dispongano di una vasta e consolidata rete di filiali in paesi terzi.

⁽²⁾ Le associazioni delle società di assicurazione britanniche, delle banche britanniche e delle imprese edilizie britanniche, nel corso di trattative con il British Standards Institute, hanno deciso di mettere a punto dei prodotti finanziari semplici che siano in conformità con una serie concordata di principi, illustrati nella relazione Sergeant (marzo 2013).

4.4. *Migliorare l'efficacia del mercato — intermediari, infrastrutture e quadro normativo generale*

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?*

Tra i meccanismi in grado di conseguire questi obiettivi si potrebbero citare:

- la garanzia di una liquidità minima a lungo termine del mercato degli strumenti finanziari emessi da PMI, obiettivo che si potrebbe realizzare incentivando i fornitori di liquidità o i market maker che quotano questi strumenti,
- il rafforzamento della fiducia degli investitori nelle PMI introducendo buone pratiche di governo societario e coinvolgendo i principali investitori finanziari nella loro gestione,
- l'incremento dell'attrattiva delle PMI, ad esempio con la possibilità di garanzie societarie (o garanzie concesse da istituti specializzati) per le emissioni di PMI, purché soddisfino determinati criteri,
- l'introduzione di incentivi per le PMI quotate su mercati regolamentati,
- l'introduzione di incentivi per gli investitori in emissioni di PMI quotate.

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

L'approccio del codice unico, elaborato per il settore bancario attraverso la direttiva CRD IV, la direttiva sul sistema di garanzia dei depositi e la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle crisi nel settore bancario, crea condizioni di parità e rafforza il mercato unico. Potrebbe quindi essere molto utile estendere questo approccio al settore finanziario non bancario. Un approccio analogo a quello della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle crisi nel settore bancario dovrebbe essere adottato anche per le controparti centrali (CCP).

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?*

Per quanto riguarda la convergenza in materia di vigilanza, il CESE:

- concorda sulla necessità di misure correttive per migliorare il funzionamento del sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS),
- chiede di promuovere misure che agevolino il coordinamento tra l'ESFS, il nuovo meccanismo di vigilanza unico (SSM) e il meccanismo unico di risoluzione (SRM),
- chiede di razionalizzare le funzioni di regolamentazione delle istituzioni responsabili dell'ESFS, al fine di semplificare il quadro regolamentare e rendere le procedure più trasparenti ed efficaci,
- invoca una strategia di medio periodo intesa a realizzare un processo di consolidamento organizzativo e funzionale delle autorità di vigilanza (valutando l'ipotesi di una sede unica e l'adozione di un modello «twin peaks»),
- chiede alla Commissione europea di valutare la praticabilità di soluzioni più strutturali per quanto riguarda l'organizzazione dell'ESFS e i meccanismi di finanziamento delle autorità di vigilanza.

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?*

Si dovrebbero migliorare le relazioni reciproche tra istituzioni depositarie, così come andrebbe rafforzata la sicurezza della compensazione e del regolamento transfrontalieri.

- 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?*

Vanno accolte con favore le misure volte a istituire un registro europeo unificato delle garanzie reali transfrontaliere, o a collegare tra loro i servizi responsabili dei registri nazionali. Se non si attuano provvedimenti di questo tipo, il livello di investimenti transfrontalieri rimarrà limitato.

- 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?*

Uno degli ostacoli maggiori alla creazione di un'Unione dei mercati dei capitali risiede nelle divergenze tra il diritto commerciale, le prassi imprenditoriali e i modelli di governo societario riscontrabili in tutti gli Stati membri. Superare questo ostacolo richiederà molto tempo e sarà tutt'altro che facile, ma è un passo indispensabile; richiederà inoltre un attento esame delle giurisdizioni degli Stati membri.

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

Le normative in materia di insolvenza sono di vitale importanza per i mercati dei capitali e, come nel campo del diritto commerciale e del governo societario, dovrebbero essere armonizzate dopo aver svolto approfondite ricerche in materia: in caso contrario, infatti, vi è il rischio che gli investimenti si trasferiscano in paesi che garantiscono una migliore tutela dei diritti degli investitori. In particolare, si dovrebbe valutare con attenzione l'opzione «fresh start» («ripartire da zero»).

- 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?*

La struttura dei sistemi fiscali varia in misura notevole da un paese UE all'altro ed è anche molto influenzata da qualsiasi tipo di cambiamento. Nella fase attuale, pervenire ad un'armonizzazione fiscale sarà un'impresa molto ardua e andrebbe vista come la fase conclusiva dell'intero processo.

- 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?*

L'UE dovrebbe concentrare i suoi sforzi sulla realizzazione dell'infrastruttura di una rete digitale unica, capace di offrire comunicazioni rapide, efficienti e sicure tra i mercati, le imprese e gli investitori⁽³⁾, e anche di rendere possibile la partecipazione a distanza e transfrontaliera alle assemblee generali degli azionisti e al voto. L'azione dovrebbe concentrarsi anche sulla ricerca di soluzioni per ridurre i costi relativamente elevati della compensazione e del regolamento in caso di negoziazioni transfrontaliere.

- 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?*

Il Libro verde passa in rassegna la situazione attuale dei mercati dei capitali in Europa nella sua globalità e descrive le misure necessarie per realizzare un'UMC. In questa fase è opportuno non sollevare altre questioni, ma preoccuparsi piuttosto di pianificare meglio il calendario di attuazione delle misure già approvate e selezionare una serie di riforme tattiche importanti con cui iniziare — riforme che dovrebbero essere concrete e avere effetti diretti e misurabili. Questo consentirà di creare una dinamica che agevolerà l'attuazione di riforme più difficili in futuro.

Il CESE rileva tuttavia che il Libro verde non affronta i seguenti due aspetti:

- il rating del credito degli strumenti finanziari, e
- le misure relative al problema della prociclicità dei prodotti finanziari.

Bruxelles, 1^o luglio 2015

Il presidente
del Comitato economico e sociale europeo
Henri MALOSSE

⁽³⁾ Come esempio di buone pratiche si veda il mercato elettronico indipendente per finanziamenti alle imprese FINPOINT <https://finpoint.co.uk>