



Bruxelles, 8.6.2017  
COM(2017) 292 final

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO,  
AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E  
AL COMITATO DELLE REGIONI**

**sulla revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali**

{SWD(2017) 224 final}  
{SWD(2017) 225 final}

## 1. INTRODUZIONE

La prima priorità della Commissione è rafforzare l'economia dell'UE e stimolare gli investimenti per creare occupazione.

Per rafforzare gli investimenti nel lungo periodo abbiamo bisogno di **mercati dei capitali più forti**, in grado di offrire nuove fonti di finanziamento alle imprese e di contribuire ad aumentare le opzioni di investimento, liberando così i benefici concreti del mercato unico per le imprese e le famiglie dell'Unione. Le **imprese dell'UE**, da quelle in fase di avviamento e di espansione alle multinazionali ormai consolidate sul mercato, hanno bisogno di avere accesso ad un'ampia gamma di fonti di finanziamento che permetta loro d'investire nell'innovazione e nell'espansione. Le **famiglie** devono poter accedere ai mercati dei capitali in modo da disporre di possibilità maggiori e migliori d'investire nel futuro.

Gli enti finanziari, le banche, le imprese di investimento e gli investitori istituzionali sono in grado di offrire a condizioni più concorrenziali i necessari prodotti e servizi finanziari se operano su mercati dei capitali grandi e integrati. I mercati dei capitali sono altresì in grado di convogliare i fondi del settore privato verso investimenti più sostenibili.

Nell'UE la ripresa economica sta acquistando slancio – registra infatti il quinto anno consecutivo di crescita – ma i rischi di ridimensionamento sono considerevoli. Il contributo degli investimenti alla crescita resta basso e il tasso di investimento è ancora inferiore ai livelli del periodo precedente la crisi. Il perdurare di questa debolezza negli investimenti continua a frenare lo slancio della ripresa e la crescita a lungo termine.

Per questo motivo il Presidente Juncker ha annoverato fra le priorità fondamentali la necessità di creare un autentico mercato unico dei capitali: un'**Unione dei mercati dei capitali** (UMC) per tutti gli Stati membri.

L'UMC viene a consolidare il terzo pilastro del **piano di investimenti per l'Europa**. Garantirà benefici a tutti gli Stati membri, rafforzando nel contempo l'Unione economica e monetaria (UEM) grazie al sostegno alla convergenza economica e sociale e al contributo all'assorbimento degli shock economici nella zona euro: così si sono espressi i cinque presidenti nella relazione *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*.

La risoluzione del **Parlamento europeo** del 19 gennaio 2016<sup>1</sup> ha riconosciuto l'importante ruolo che i mercati di capitali possono svolgere nel rispondere alle esigenze di finanziamento delle economie degli Stati membri e sottolineato che l'UMC deve concentrarsi maggiormente sugli utenti finali dei mercati dei capitali, vale a dire le imprese e gli investitori.

Più di recente sono affiorate varie sfide nuove per l'integrazione finanziaria, che impongono di rafforzare e trasformare il programma di riforma dei mercati dei capitali dell'UE.

---

<sup>1</sup> Risoluzione sul bilancio e le sfide concernenti la regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari: impatto e via da seguire per un quadro di regolamentazione finanziaria dell'UE più efficiente ed efficace e per un'Unione dei mercati dei capitali ([2015/2106\(INI\)](#)).

In particolare, la **futura uscita dall'UE del suo attuale maggiore centro finanziario** impone di riverificare in che modo l'UMC possa garantire alle imprese e agli investitori dell'UE l'accesso a mercati dei capitali forti, dinamici e più integrati, gestendo nel contempo in maniera adeguata i rischi per la stabilità finanziaria.

Questo sprone a un'azione più incisiva, a una vigilanza più efficace e all'adozione di misure atte a garantire che l'UMC risulti vantaggiosa è percepito in tutta l'UE. L'UMC deve proporre anche le modalità atte a valorizzare la capacità di cambiamento della tecnologia finanziaria e indirizzare i capitali privati verso investimenti sostenibili.

Nel **documento di riflessione sull'approfondimento dell'Unione economica e monetaria** (UEM) del 31 maggio<sup>2</sup> la Commissione afferma che portare avanti l'UMC è d'importanza fondamentale per contribuire a mettere a disposizione di famiglie e imprese fonti di finanziamento più innovative, sostenibili e diversificate e sottolinea che, a tal fine, è indispensabile l'impegno del Parlamento europeo, del Consiglio e di tutte le parti interessate.

Il Consiglio europeo del giugno 2016 ha chiesto *“progressi rapidi e decisi [...] per garantire alle imprese un accesso più facile ai finanziamenti e sostenere gli investimenti nell'economia reale proseguendo con l'agenda dell'unione dei mercati dei capitali”*<sup>3</sup>.

A settembre 2016 la **Commissione** ha adottato una **comunicazione** in cui ha auspicato un'accelerazione della riforma<sup>4</sup>.

La dichiarazione comune di Parlamento europeo, Consiglio e Commissione sulle **priorità legislative dell'UE per il 2017**, del 13 dicembre 2016, ha annoverato tra le iniziative necessarie alla realizzazione dell'UMC quelle volte alla creazione di mercati più sicuri e trasparenti per la cartolarizzazione e al miglioramento dei prospetti degli strumenti finanziari<sup>5</sup>.

La Commissione non può tuttavia costruire l'UMC da sola. Il successo dell'iniziativa dipenderà dal livello dell'impegno politico profuso dagli Stati membri, dal Parlamento europeo e dai partecipanti al mercato.

Dipenderà dal modo in cui le imprese, i grandi e piccoli prestatori di servizi finanziari e gli investitori istituzionali e al dettaglio useranno gli elementi basilari dell'UMC. Le autorità nazionali e i partecipanti al mercato svolgono un ruolo essenziale nella creazione dei canali finanziari e dei segmenti di mercato, come pure dell'infrastruttura giuridica, tecnica e di bilancio necessaria per rimuovere gli ostacoli all'integrazione a livello di UE e creare un autentico mercato unico dei capitali.

La Commissione è impegnata ad affrontare queste sfide. Per questo motivo la presente revisione aggiorna e integra il programma originario con nuove misure prioritarie basandosi sulle risposte alla consultazione pubblica tenuta nel periodo gennaio-marzo 2017.

---

<sup>2</sup> [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_it.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_it.pdf)

<sup>3</sup> [EUCO 26/16](#).

<sup>4</sup> [Comunicazione della Commissione sull'Unione dei mercati dei capitali - Accelerare le riforme - COM\(2016\) 601 final del 14.9.2016](#).

<sup>5</sup> [Dichiarazione comune sulle priorità legislative dell'UE per il 2017](#).

Tutte le proposte saranno sottoposte a adeguata consultazione e sarà effettuata una valutazione d'impatto per tutta la gamma di opzioni volte al conseguimento degli obiettivi.

## 2. ATTUAZIONE DEL PROGRAMMA PER L'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI

Le sfide esposte nel piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2015 sono più che mai pertinenti: l'UMC è necessaria perché banche e mercati dei capitali sono componenti essenziali del sistema finanziario che operano non in concorrenza le une con gli altri, bensì in modo complementare. Le 178 risposte alla consultazione pubblica sulla revisione intermedia dell'UMC<sup>6</sup> hanno confermato le sfide specifiche che l'UMC si trova ad affrontare (cfr. riquadro *infra* per una panoramica dei riscontri ottenuti con la consultazione).

- Per poter investire nell'innovazione e nella crescita le **imprese** europee che si trovano **in fase di avviamento e di espansione** necessitano di maggiori finanziamenti con capitale di rischio. Occorre affiancare al credito bancario lo sviluppo e il rafforzamento di nuove forme emergenti di finanziamento con capitale di rischio.
- I **mercati europei degli strumenti di capitale e di debito aperti al pubblico** restano di dimensioni molto più contenute rispetto ad altre economie sviluppate, specie in alcuni Stati membri. L'accesso ai mercati pubblici è complesso e costoso, soprattutto per le piccole imprese e le imprese a media capitalizzazione.
- Nella scia della crisi finanziaria le banche dell'UE sono state costrette a ridurre l'esposizione eccessiva al rischio e la leva finanziaria, il che ha contribuito a determinare una **contrazione nell'erogazione di nuovi prestiti alle imprese dell'UE**. I mercati dei capitali sono in grado di offrire soluzioni poderose per aiutare le banche a gestire con maggiore efficienza i bilanci e a finanziare l'erogazione di prestiti a famiglie e imprese.
- Le imprese di assicurazione e i fondi pensione non investono abbastanza in **capitale di rischio, strumenti di capitale proprio e infrastrutture**. Occorre mobilitare più capitali privati per finanziare investimenti sostenibili, la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e gli investimenti finalizzati a soddisfare importanti esigenze sociali.
- L'attività degli **investitori al dettaglio** sui mercati dei capitali resta scarsa: le famiglie dell'UE sono fra i più grandi risparmiatori al mondo, ma i loro risparmi restano per la maggior parte fermi in conti bancari a scadenza breve. Un aumento degli investimenti sul mercato dei capitali può contribuire a rispondere alle sfide rappresentate dall'invecchiamento della popolazione e dai bassi tassi di interesse. Un tale aumento si concretizzerà tuttavia soltanto se gli investitori al dettaglio potranno accedere a proposte d'investimento allettanti a condizioni concorrenziali e trasparenti.
- Nell'UE gli **investimenti transfrontalieri** continuano a scontrarsi con ostacoli dalle radici profonde che da tempo compromettono l'efficienza dell'economia dell'UE. Queste barriere dissuadono gli investitori dall'introdurre una diversificazione

<sup>6</sup> Documento di lavoro dei servizi della Commissione (Riscontri ottenuti con la consultazione pubblica sulla revisione intermedia dell'UMC) che accompagna la presente comunicazione.

geografica nel portafoglio, riducono la liquidità dei mercati e ostacolano l'espansione delle imprese.

Attenendosi al calendario originario, negli ultimi 18 mesi la Commissione ha **realizzato oltre metà** (20 su 33) **delle misure** annunciate nel piano d'azione per l'UMC.

Ci si è impegnati in modo particolare per aumentare le fonti di capitale di rischio via via che le imprese si espandono e per incrementarne la disponibilità in tutta l'UE.

- **Venture capital** – Sono stati compiuti buoni progressi nell'attuazione del pacchetto della Commissione. Il 30 maggio il Parlamento europeo e il Consiglio hanno raggiunto un accordo di principio sul regolamento relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA) e sul regolamento relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF); i regolamenti renderanno più agevoli gli investimenti nelle imprese innovative di piccole e medie dimensioni grazie all'estensione ai gestori di fondi di qualsiasi dimensione e grazie all'ampliamento della gamma delle imprese in cui è possibile investire. Nei prossimi mesi si concluderà la procedura di selezione dei gestori di uno o più fondi di venture capital paneuropei a guida privata. I servizi della Commissione hanno passato in rassegna gli incentivi fiscali nazionali per il venture capital e per gli investitori informali (business angel). Muovendo da tale rassegna e dalle azioni previste dall'iniziativa start-up e scale-up del 2016, è pubblicato oggi uno studio in cui sono indicate le buone pratiche. Lo studio sarà d'ausilio agli Stati membri nella progettazione e attuazione delle politiche, anche nel contesto del semestre europeo, al fine di migliorare l'efficacia degli incentivi fiscali e di promuovere lo sviluppo di mercati dei capitali locali.
- **Accesso e raccolta di capitali sui mercati pubblici da parte delle imprese** – Sono stati compiuti progressi verso un'agevolazione in questo senso. L'accordo raggiunto nel dicembre 2016 dal Parlamento europeo e dal Consiglio per modernizzare il regolamento relativo al prospetto UE sarà pubblicato a giugno 2017 e si applicherà da metà 2019. Fra i miglioramenti introdotti rientra anche la nuova banca dati paneuropea online sul prospetto che l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) metterà gratuitamente a disposizione. La Commissione sta lavorando con il Parlamento europeo, gli Stati membri e l'ESMA alla definizione di misure di attuazione, in particolare circa il contenuto e il formato di un prospetto UE della crescita che risulti meno oneroso, il controllo e l'approvazione, il documento di registrazione universale e le informazioni da divulgare per le emissioni secondarie (requisiti semplificati per gli emittenti piccoli e frequenti). La Commissione si è altresì attivata per rettificare nel sistema fiscale la distorsione che privilegia il debito rispetto al capitale proprio, nell'ambito della proposta del ottobre 2016 relativa a una base imponibile consolidata comune per l'imposta sulle società (CCCTB). Saranno conclusi entro breve l'esame degli ostacoli normativi alla quotazione delle PMI e l'esame della liquidità dei mercati delle obbligazioni societarie.
- **Capacità delle banche di erogare prestiti all'economia** – Sono stati compiuti progressi per liberare capacità nei bilanci delle banche generando in tal modo finanziamenti aggiuntivi per l'economia. Il 30 maggio Parlamento europeo e Consiglio hanno raggiunto un accordo di principio su una cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (STS) e su un riesame dei requisiti patrimoniali per le banche. Nel novembre 2016 la Commissione ha proposto una modifica delle norme

UE sui requisiti patrimoniali delle banche che le conferisce il potere di esentare l'intero settore delle cooperative di credito di uno Stato membro. È stata ultimata la consultazione su un quadro a livello di UE per le obbligazioni garantite e strutture analoghe per i prestiti alle piccole imprese.

- **Investimenti nelle infrastrutture** – L'atto delegato della “solvibilità II”, modificato nel settembre 2015 e applicabile dall'aprile 2016, ha ridotto i costi a carico delle imprese di assicurazioni dell'UE che investono in progetti infrastrutturali ammissibili. Oggi la Commissione presenta altresì misure finalizzate alla ricalibrazione del rischio per gli investimenti in società di infrastrutture. Per incoraggiare le banche a convogliare investimenti privati verso progetti infrastrutturali, la proposta del novembre 2016 di modifica della normativa sui requisiti patrimoniali (CRR/CRD IV) permetterebbe d'instaurare un contesto normativo più sensibile al rischio al fine di promuovere i progetti infrastrutturali di alta qualità e ridurre i rischi per gli investitori.
- **Investimenti istituzionali e al dettaglio** – È stata completata la posa delle fondamenta su cui poggeranno le proposte relative ai piani pensionistici individuali di dimensione UE, alla distribuzione transfrontaliera dei fondi d'investimento e alla riduzione dei costi a carico delle imprese di assicurazione che investono in private equity e in debito societario a collocazione privata. Parallelamente, a marzo 2017 la Commissione ha presentato il piano d'azione per i servizi finanziari destinati ai consumatori, che illustra le modalità per offrire ai consumatori una scelta più ampia e un migliore accesso ai servizi finanziari al dettaglio in tutta l'UE. A integrazione dei lavori sull'area unica dei pagamenti in euro (SEPA) il piano d'azione affronta anche la questione del costo elevato di determinati pagamenti nell'UE. La Commissione sta inoltre predisponendo la collaborazione con le autorità europee di vigilanza (AEV) per migliorare la trasparenza e la comparabilità dei costi e delle prestazioni degli investimenti al dettaglio e dei prodotti pensionistici.
- **Ristrutturazione preventiva e seconda opportunità per gli imprenditori** – Nel novembre 2016 la Commissione ha proposto norme in materia di ristrutturazione preventiva che consentano di evitare la liquidazione di imprese economicamente sostenibili che versano in difficoltà finanziarie e diano agli imprenditori la possibilità di riprendere l'attività imprenditoriale dopo un fallimento. La proposta definisce inoltre regole per migliorare l'efficienza delle procedure di insolvenza e per renderle più prevedibili, più rapide e meno costose. Parlamento europeo e Consiglio stanno negoziando sulle proposte, la cui rapida adozione contribuirebbe considerevolmente allo stabilimento di contesto giuridico propizio all'attività imprenditoriale.
- La relazione della Commissione del marzo 2017 ha indicato una tabella di marcia per **rimuovere a livello nazionale gli ostacoli** alla libera circolazione dei capitali, che il Consiglio “Economia e finanza” ha approvato il 23 maggio 2017.
- **Stabilità finanziaria** – Anche se l'UMC permetterà di diversificare i canali di finanziamento e, quindi, di migliorare la resilienza del sistema finanziario dell'UE, resta necessario poter individuare i rischi che si pongono sui mercati dei capitali e reagire qualora si materializzino. A seguito della consultazione del 2016 la Commissione si adopererà per assicurare che il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) disponga della capacità di monitorare i possibili rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai finanziamenti a base di mercato.

Fra le misure che, annunciate in preparazione nel piano d'azione per l'UMC, sono ancora in sospeso la Commissione intende ora portare rapidamente avanti le **tre proposte legislative** seguenti, che sono fondamentali per la creazione dell'UMC.

**1. Entro giugno 2017, proposta legislativa su un prodotto pensionistico individuale paneuropeo.** La proposta getterà le basi di un mercato più sicuro, più efficiente in termini di costi e più trasparente per il risparmio sotto forma di piani pensionistici individuali volontari e di costo accessibile, gestibili su scala paneuropea. Contribuirà a soddisfare le esigenze di coloro che desiderano migliorare l'adeguatezza del risparmio accumulato in vista della pensione e ad affrontare la sfida demografica, integrare i prodotti e regimi pensionistici esistenti e sostenere l'efficienza dei piani pensionistici individuali in termini di costo offrendo in tale ambito buone possibilità di investimento a lungo termine.

**2. Nel quarto trimestre 2017, proposta legislativa volta a chiarire i conflitti di legge in materia di opponibilità ai terzi delle operazioni in titoli e crediti.** Le differenze nel trattamento nazionale dell'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti complicano l'uso di questi strumenti come garanzie reali transfrontaliere e rendono difficile per gli investitori quantificare il rischio degli investimenti in strumenti di debito. Eliminando l'incertezza circa la legge applicabile, coi conseguenti costi e rischi, la proposta promuoverà le operazioni transfrontaliere. Il processo muoverà dai lavori svolti da un gruppo di esperti appositamente incaricato e dai risultati della consultazione pubblica in corso<sup>7</sup>. La proposta chiarirà quale sia la legge applicabile all'opponibilità ai terzi in caso di operazioni in titoli e in crediti.

**3. Nel primo trimestre 2018, proposta legislativa su un quadro UE per le obbligazioni garantite,** nell'intento di creare nell'UE un mercato delle obbligazioni garantite maggiormente integrato senza compromettere la qualità delle obbligazioni garantite esistenti. I mercati delle obbligazioni garantite rappresentano un importante canale per il finanziamento a lungo termine dell'economia reale.

Parallelamente la Commissione vaglierà la possibilità di sviluppare prestiti obbligazionari garantiti (secured note) europei come strumento di prestito alle PMI e di prestito per progetti infrastrutturali.

La Commissione procede inoltre nei lavori preparatori relativi alle misure necessarie per attuare gli impegni assunti nel piano d'azione originario, indicate qui di seguito.

- **Modifiche del regolamento delegato che integra la “solvibilità II” nel 2018,** per rivedere da una prospettiva di vigilanza improntata al rischio, quando giustificato sotto l'aspetto prudenziale, il trattamento prudenziale del private equity e del debito a collocazione privata.
- **Raccomandazione sul collocamento privato** (*in base all'esperienza maturata con regimi nazionali efficienti*)<sup>8</sup>. I mercati del collocamento privato di titoli di debito possono accrescere la disponibilità di finanziamenti per le medie imprese non quotate

<sup>7</sup> [Consultazione pubblica sulle regole applicabili ai conflitti di legge in materia di opponibilità ai terzi delle operazioni in titoli e crediti.](#)

<sup>8</sup> Quali gli *Schuldscheine* in Germania e il mercato degli Euro-PP in Francia.

in borsa. La raccomandazione si baserà sui risultati di uno studio che sarà pubblicato nel **quarto trimestre 2017**.

- **Comunicazione relativa a una tabella di marcia per eliminare gli ostacoli all'infrastruttura di mercato post-negoziatore** (*in base alle raccomandazioni dell'EPTF – European Post Trade Forum*) nel **quarto trimestre 2017**. L'infrastruttura di mercato post-negoziatore svolge un ruolo fondamentale sui mercati dei titoli, perché permette un processo ordinato di trasferimento della proprietà, pagamento ed esercizio dei diritti conferiti dai titoli<sup>9</sup>. Le operazioni transfrontaliere restano mediamente molto più costose di quelle nazionali: un contesto post-negoziatore efficiente è in grado di ridurre i costi. I servizi della Commissione avvieranno in tempi brevi, basandosi sulla relazione dell'EPTF, una consultazione pubblica per sondare i portatori d'interessi circa i margini di ulteriore miglioramento in fase di post-negoziatore ai fini di un'integrazione migliore.
- **Comunicazione sui mercati delle obbligazioni societarie** (*in base alle raccomandazioni del gruppo di esperti sulla liquidità del mercato delle obbligazioni societarie*) nel **quarto trimestre 2017**. I mercati delle obbligazioni societarie rappresentano un importante canale di finanziamento per le imprese più grandi. La Commissione ne sta esaminando il funzionamento, soffermandosi in particolare sulle possibilità di migliorare la liquidità sui mercati secondari.
- **Codice di condotta per semplificare le procedure di ritenuta alla fonte, con particolare attenzione ai rimborsi**, entro **fine 2017**. La Commissione sta lavorando con esperti di fiscalità nazionali al fine di condividere le migliori pratiche e concordare un codice. Si tratterà di un passo concreto verso soluzioni operative più efficaci per recuperare le ritenute alla fonte.

### **3. PERCHÉ L'UE HA PIÙ CHE MAI BISOGNO DELL'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI**

Al fine di finanziare l'economia dell'UE, la recente evoluzione del contesto economico e politico dell'UE richiede la presenza di mercati dei capitali forti e competitivi da affiancare all'Unione bancaria. Data tale evoluzione, la presente revisione intermedia del piano d'azione per l'UMC è vieppiù pertinente e tempestiva.

Alla luce della sempre maggiore interconnessione dei mercati finanziari, nell'UE così come a livello mondiale, occorre integrare ulteriormente la vigilanza dell'UE in modo da poter rispondere alle sfide future cui si troveranno di fronte i mercati finanziari dell'UE. La Commissione resta impegnata a favore dell'integrazione dei mercati finanziari e della cooperazione internazionale. L'equivalenza è lo strumento fondamentale cui l'UE ricorre per gestire efficacemente l'attività transfrontaliera degli operatori del mercato in un contesto prudenziale solido e sicuro, garantendo nel contempo il funzionamento del mercato unico. Ne consegue la necessità di un quadro di vigilanza rafforzato in tema di equivalenza.

Nell'UE il **quadro di vigilanza** è uno degli elementi necessari ai fini del buon funzionamento e dell'integrazione dei mercati dei capitali, in linea con gli obiettivi

---

<sup>9</sup> In fase di attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti convenuta di recente (la seconda in materia) saranno affrontati alcuni degli ostacoli connessi all'esercizio dei diritti conferiti dalle azioni e alla trasmissione dei dati attraverso la catena d'intermediazione.



enunciati nella relazione dei cinque presidenti<sup>10</sup>. Sono in corso iniziative per potenziare la capacità delle AEV di preservare nell'UE l'ordine sui mercati e la stabilità finanziaria, fra cui la recente consultazione dedicata al funzionamento delle AEV. Nell'UE a 27 andrebbe rafforzata, in particolare, la capacità dell'ESMA di assicurare una vigilanza omogenea in tutta l'Unione, garantendo un'applicazione uniforme del codice unico in tutto il mercato unico. I soggetti finanziari che hanno dimensioni e profili di rischio analoghi dovrebbero essere sottoposti al medesimo livello di vigilanza a prescindere dalla loro ubicazione nell'UE, e questo anche al fine di evitare l'arbitraggio regolamentare. Il documento di riflessione sull'approfondimento dell'UEM ha sottolineato che, per costruire l'UMC, è essenziale un quadro di vigilanza maggiormente integrato che assicuri un'attuazione omogenea delle norme applicabili al settore finanziario e un maggiore accentramento dell'esecuzione dell'attività di vigilanza.

L'uscita del **Regno Unito** dal mercato unico rende ancor più necessari e urgenti l'ulteriore rafforzamento e l'integrazione della disciplina UE sui mercati dei capitali, compreso in tema di controparti centrali (CCP), imprese di investimento e mercati delle offerte pubbliche iniziali (IPO). Acuisce altresì la necessità di una maggiore integrazione della vigilanza a livello di UE.

La **tecnologia finanziaria (fintech)** sta trasformando i mercati dei capitali introducendovi nuovi operatori e soluzioni più efficienti, aumentando la concorrenza e riducendo i costi per le imprese e gli investitori. Tra gli esempi di innovazioni finanziarie in grado di ampliare e ispessire i mercati dei capitali dell'UE si possono citare: i finanziamenti collettivi (crowdfunding) e altri strumenti alternativi di finanziamento; il finanziamento esteso alla filiera (supply-chain finance)<sup>11</sup>; la consulenza automatizzata; il voto online degli azionisti; la possibile applicazione della tecnologia a blocchi concatenati nella post-negoziazione. La fintech è in grado di offrire soluzioni in diversi segmenti e funzioni del mercato dei capitali, ad esempio: emissioni azionarie; governo societario; gestione di attivi; intermediazione negli investimenti; distribuzione di prodotti; infrastruttura di mercato post-negoziazione, compresi i servizi di custodia titoli.

La più recente evoluzione normativa, come la seconda direttiva sui servizi di pagamento<sup>12</sup>, intende rispondere ai rapidi cambiamenti tecnologici in atto nel settore dei pagamenti, assicurando un approccio equilibrato che consenta alle imprese di fintech di sviluppare nuovi modelli di business. La consultazione pubblica in corso sul settore fintech aiuterà la Commissione a individuare nuove tematiche da integrare eventualmente nel quadro politico dell'UMC.

Per migliorare la **sostenibilità** degli investimenti e affinché il sistema riesca a promuovere uno sviluppo autenticamente sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale, è necessaria una ristrutturazione profonda del sistema finanziario. Questo implica la ricerca di modi per integrare la sostenibilità nella regolamentazione e nella politica finanziarie dell'UE e per mobilitare flussi maggiori di capitale privato indirizzandoli verso investimenti sostenibili. I 17 obiettivi di sviluppo sostenibile indicati

---

<sup>10</sup> [https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union\\_it](https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_it)

<sup>11</sup> L'individuazione delle migliori pratiche nel settore permetterebbe di sostenere lo sviluppo del finanziamento esteso alla filiera, che costituisce una fonte di finanziamento importante per le PMI.

<sup>12</sup> [Direttiva \(UE\) 2015/2366](#), del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento (GU L 337 del 23.12.2015, pag. 35).

nell'agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile<sup>13</sup> costituiscono il quadro d'indirizzo di detti investimenti, per la cui attuazione l'UE è impegnata totalmente<sup>14</sup>.

Considerate le varie sfide a lungo termine per la sostenibilità, la sfida dei cambiamenti climatici richiede una gestione che implica la coerenza dei flussi finanziari con gli obiettivi di decarbonizzazione a lungo termine e con uno sviluppo resiliente ai cambiamenti climatici. L'accordo di Parigi, che ha segnato uno spartiacque nell'impegno globale per la lotta ai cambiamenti climatici, ha posto la finanza al centro di questa politica.

Anche l'agenda 2030 delle Nazioni Unite sottolinea il ruolo chiave che spetta alla finanza nel conseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile. Politica e finanza cominciano a proporre soluzioni che incentivano gli investitori a trasferire il sostegno verso progetti sostenibili e a lungo termine e verso imprese adeguate.

Consapevole dell'importanza di queste sfide, la Commissione ha istituito un gruppo di esperti ad alto livello, incaricato di consigliarla sul modo in cui integrare le considerazioni di sostenibilità nella regolamentazione finanziaria dell'UE e nelle pratiche dei mercati finanziari.

Allo stesso modo, i mercati di capitali possono altresì concorrere a incanalare i capitali privati verso possibilità di investimento redditizie che presentano esternalità sociali positive, aiutando così l'UE ad assolvere le proprie responsabilità sociali.

Per tradizione gli **investitori istituzionali** si muovono sui mercati dei capitali come investitori in strumenti di capitale a lungo termine. Nel corso degli ultimi 15 anni, tuttavia, le imprese di assicurazione dell'UE hanno ridotto gli investimenti in capitale azionario a circa il 5-10% del loro portafoglio corrente totale. I fondi pensione hanno mantenuto investimenti più consistenti in strumenti di capitale, ma principalmente sul mercato nazionale o, se investono all'estero, al di fuori della zona euro. È necessario valutare i fattori economici che inducono le imprese di assicurazione e i fondi pensione ad investire in strumenti di capitale, compresi gli aspetti attinenti agli investimenti all'interno dell'UE, all'impatto potenziale dei vincoli normativi a livello dell'UE e a livello nazionale e ad altri fattori.

Occorre infine ampliare l'**irradiamento geografico dei mercati dei capitali**, in modo che tutti gli Stati membri possano cogliere i benefici della maggiore integrazione e del maggior spessore dei mercati dei capitali. L'UMC può contribuire a sviluppare questi segmenti di mercato e i canali di finanziamento che richiedono soluzioni locali e di prossimità per le imprese e gli investitori. Porterà nel contempo a una maggiore integrazione dei mercati dei capitali, consentendo alle imprese e agli investitori di accedere a bacini più profondi di capitali altrove nell'UE.

#### **4. NUOVE INIZIATIVE PRIORITARIE DI RAFFORZAMENTO DEL PIANO D'AZIONE PER L'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI**

Queste sfide in evoluzione implicano una rimodulazione che consenta al piano d'azione per l'UMC di dare risposte forti. La presente revisione intermedia si articola attorno a una serie di nuove misure prioritarie, ancora concentrate sui seguenti obiettivi:

---

<sup>13</sup> [Risoluzione A/RES/70/1 dell'ONU](#).

<sup>14</sup> Comunicazione della Commissione "Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe" ([COM\(2016\) 739 final](#)).

semplificare gli investimenti transfrontalieri e sviluppare gli ecosistemi dei mercati dei capitali in tutta l'UE; affrontare talune altre dimensioni dei sistemi in evoluzione dei mercati dei capitali nell'UE.

Le misure qui indicate, in combinazione con i filoni d'intervento già previsti nell'ambito dell'UMC, costituiscono la base di un contributo decisivo e duraturo per gettare le fondamenta di un'autentica UMC entro il 2019. Le nuove iniziative presentate nella presente comunicazione saranno integrate nel programma di lavoro della Commissione per il 2018. Tutte le misure saranno predisposte nel rispetto dei principi della qualità della regolamentazione: le proposte legislative saranno infatti elaborate valutandone l'impatto, riducendo al minimo i costi di conformità e assicurando la proporzionalità.

Nell'allegato è presentato l'insieme delle misure finalizzate a posare gli elementi basilari dell'UMC entro il 2019. Nel documento di lavoro che accompagna la presente comunicazione<sup>15</sup> i servizi della Commissione illustrano in maggiore dettaglio il lavoro svolto per attuare gli impegni previsti nell'ambito dell'UMC. Se ci saranno progressi rilevanti nell'attuazione del presente programma, lo slancio che sarà impresso all'obiettivo di creare un'UMC risulterà irreversibile.

#### **4.1. Vigilanza più efficace per accelerare l'integrazione dei mercati**

Un ruolo fondamentale nell'opera di costruzione dell'UMC spetterà alla vigilanza, data la sua centralità ai fini dell'accelerazione dell'integrazione dei mercati e dell'apertura delle possibilità offerte dal mercato unico a vantaggio dei soggetti finanziari e degli investitori.

Una vigilanza più efficace e uniforme è essenziale per eliminare le possibilità di arbitraggio regolamentare fra Stati membri riguardo alle modalità di vigilanza sui soggetti e sulle attività finanziarie.

Una vigilanza efficace e uniforme assicura il buon funzionamento dei mercati dei capitali eliminando gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri e contribuisce a semplificare il contesto imprenditoriale e a ridurre i costi di conformità derivanti da divergenze applicative nei confronti delle imprese che operano sul piano transfrontaliero. Una vigilanza più efficace apre ai soggetti finanziari e agli investitori nuove possibilità offerte dal mercato unico e consente alle imprese di reperire finanziamenti su un mercato più ampio. Una vigilanza efficace e uniforme concorre altresì a rafforzare la tutela degli investitori, ad accrescere la fiducia nei mercati di capitali e a salvaguardare la stabilità finanziaria.

L'ESMA, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA) e l'Autorità bancaria europea (ABE) svolgono un ruolo fondamentale nel promuovere la convergenza della vigilanza e, pertanto, nel guidare l'integrazione dei mercati.

La recente consultazione sulle AEV<sup>16</sup> ha indicato che le norme che ne disciplinano le attività devono essere aggiornate per rendere più efficace la vigilanza. Le risposte dei portatori di interessi in tale consultazione hanno sottolineato la necessità di adeguare il quadro normativo nel quale operano le AEV per migliorarne la capacità di vigilanza sul

---

<sup>15</sup> Documento di lavoro dei servizi della Commissione (analisi economica) che accompagna la presente comunicazione.

<sup>16</sup> [Consultazione pubblica sulle attività delle autorità europee di vigilanza.](#)

settore finanziario e, quindi, per permettere loro di conseguire meglio gli obiettivi ricercati.

L'ESMA in particolare svolge un ruolo fondamentale nella promozione dell'integrazione dei mercati dei capitali. Per concretare un approccio di vigilanza valido in tutta l'UE e ai fini dell'uniformità di applicazione del codice unico per i mercati dei capitali, occorre rafforzare la capacità dell'ESMA di individuare e colmare le carenze della vigilanza nazionale e di reperire i settori in cui può essere giustificata una sua vigilanza diretta.

Di particolare rilevanza sono le sfide che si pongono riguardo alle CCP: la sempre maggiore importanza sistemica che queste rivestono - per dimensioni e interconnessioni - nel sistema finanziario dell'UE evidenzia le carenze del regime che disciplina attualmente le CCP dell'UE e dei paesi terzi. La Commissione ha manifestato l'intenzione di presentare a giugno una proposta legislativa che rafforzerà la disciplina applicabile alle CCP dell'UE e dei paesi terzi al fine di assicurare la stabilità finanziaria e la sicurezza e solidità delle CCP, così come di sostenere l'ulteriore sviluppo dell'UMC.

Gli strumenti di vigilanza dell'ESMA dovrebbero essere ottimizzati, in modo che la questione delle carenze riscontrate nei risultati e nelle pratiche nazionali di vigilanza sia affrontata in modo uniforme e coerente nel rispetto del principio di sussidiarietà.

#### **Azione prioritaria 1**

**Nel terzo trimestre 2017 la Commissione proporrà modifiche del funzionamento dell'ESMA e delle altre AEV al fine di promuovere l'efficacia di una vigilanza uniforme in tutta l'UE e oltre. In settori definiti la Commissione rafforzerà i poteri dell'ESMA, se giustificato anche incaricandola della vigilanza diretta a sostegno di un'UMC efficiente.**

#### **4.2. Migliore proporzionalità delle norme a sostegno delle offerte pubbliche iniziali e delle imprese di investimento**

Si deve fare di più per garantire che le imprese e gli investitori europei possano cogliere tutti i benefici di un accesso ai mercati aperti al pubblico. In particolare la quotazione pubblica delle PMI resta bassa nell'UE. Il capitale raccolto sui mercati specifici per le PMI è diminuito di 9 miliardi di euro rispetto ai livelli pre-crisi.

Sfide specifiche si pongono alle piccole e medie imprese che intendono raccogliere meno di 100 milioni di euro tramite offerta pubblica; l'attuale contesto normativo può infatti dissuaderle dal raccogliere capitali sui mercati aperti al pubblico. Il piano d'azione per l'UMC sottolinea la necessità che i mercati di crescita per le PMI<sup>17</sup> trovino il giusto equilibrio tra garantire un'adeguata tutela degli investitori ed evitare oneri amministrativi superflui.

<sup>17</sup> La MiFID II ([direttiva 2014/65/UE](#), del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari - GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349) prevede una nuova categoria di mercati, denominata mercati di crescita per le PMI, intesa a facilitare alle PMI l'accesso ai capitali. Un mercato di crescita per le PMI è un sistema multilaterale di negoziazione nel quale almeno il 50% degli emittenti di cui sono negoziati strumenti finanziari sono PMI. Per PMI s'intendono le imprese che hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di euro.

In collaborazione con rappresentanti degli ecosistemi dei mercati aperti al pubblico, la Commissione ha valutato il modo in cui tali mercati funzionano per le PMI, ricercando possibili soluzioni per superare gli ostacoli che si frappongono alla quotazione delle PMI<sup>18</sup>. I servizi della Commissione pubblicheranno a breve una relazione sugli ostacoli che si frappongono alla quotazione delle PMI, la quale servirà da punto di partenza per un programma di lavoro coerente in questo campo, fra cui anche sull'azione prioritaria 2.

Muovendo dai considerevoli riscontri ottenuti dai portatori di interessi in occasione dell'invito a presentare contributi, la Commissione esaminerà gli ostacoli regolamentari che si frappongono all'ammissione delle PMI sui mercati regolamentari e ai mercati di crescita per le PMI<sup>19</sup>. Questo riesame mirato di norme settoriali fondamentali (ad esempio, MiFID II e regolamento sugli abusi di mercato<sup>20</sup>) intende vagliare in che misura tali norme tengano conto dei vincoli che pesano sulle PMI e sui "mercati di crescita"<sup>21</sup>.

## **Azione prioritaria 2**

**La Commissione elaborerà nel secondo trimestre 2018 una valutazione d'impatto per stabilire se modifiche mirate della pertinente normativa dell'UE possano instaurare un contesto normativo più proporzionato che favorisca la quotazione delle PMI sui mercati aperti al pubblico, con la possibilità di sfociare in modifiche mirate delle norme settoriali.**

Le imprese di investimento prestano agli investitori un'ampia gamma di servizi finalizzati all'accesso ai mercati dei titoli e dei derivati, sotto forma di consulenza in materia di investimenti, gestione del portafoglio, intermediazione, esecuzione degli ordini, negoziazione per conto proprio, sottoscrizione, ecc. Nell'UE l'autorizzazione e l'esercizio delle imprese di investimento sono disciplinati dalla direttiva MiFID e soggetti alle norme prudenziali previste da CRR/CRD<sup>22</sup>. Un più efficace quadro prudenziale e di vigilanza calibrato in funzione delle dimensioni e delle caratteristiche delle imprese di investimento dovrebbe ristabilire la parità di condizioni, promuovere la concorrenza e migliorare l'accesso degli investitori a nuove opportunità e a modalità migliori di gestione dei rischi. Dovrebbe garantire quindi che le eventuali delocalizzazioni non siano dovute ad arbitraggio regolamentare o a differenze nel quadro di vigilanza.

<sup>18</sup> Nei mesi di ottobre e dicembre 2016 si sono tenuti due seminari dedicati ai temi seguenti: promozione dell'ammissione alla negoziazione delle azioni delle PMI; soluzioni alle questioni regolamentari e alle carenze del mercato; ostacoli che intralciano i mercati di crescita per le PMI.

<sup>19</sup> Stando alle risposte alla consultazione pubblica e all'invito a presentare contributi, si potrebbero modificare alcuni aspetti tecnici delle norme per alleviare l'onere amministrativo che pesa sui piccoli emittenti, senza per questo modificare i principi fondamentali del regolamento. Può ad esempio trattarsi degli aspetti tecnici relativi agli obblighi di segnalazione riguardanti gli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate e le operazioni di gestione.

<sup>20</sup> [Regolamento \(UE\) n. 596/2014 del 16 aprile 2014](#) relativo agli abusi di mercato (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 1).

<sup>21</sup> Il riesame può interessare norme settoriali già d'applicazione o di prossima applicazione. Le norme settoriali vigenti continueranno ad applicarsi fino alla conclusione del riesame.

<sup>22</sup> [Direttiva 2013/36/UE](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338). [Regolamento \(UE\) n. 575/2013](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1).

### **Azione prioritaria 3**

**La Commissione presenterà nel quarto trimestre 2017 una proposta legislativa finalizzata a rivedere il trattamento prudenziale delle imprese di investimento.**

#### **4.3. Sfruttamento delle potenzialità della tecnologia finanziaria**

La Commissione sta valutando in che modo la fintech possa contribuire ad ispessire e ampliare i mercati dei capitali nell'UE integrandovi le potenzialità che la digitalizzazione presenta in termini di evoluzione dei modelli di business attraverso soluzioni basate sui dati per la gestione degli attivi, l'intermediazione negli investimenti e la distribuzione dei prodotti.

Le imprese innovative, siano esse in fase di avviamento o già affermate sul mercato, temono che le pratiche nazionali di vigilanza le limitino nella capacità di innovare e di offrire servizi a livello transfrontaliero, sostenendo in particolare di essere sottoposte a pratiche sproporzionate o incoerenti riguardo all'applicazione degli obblighi normativi.

In alcuni Stati membri le autorità di regolamentazione e di vigilanza hanno avviato di recente una collaborazione con le imprese innovative per comprenderne i problemi specifici e per mettere a punto metodi per sostenerne lo sviluppo. Queste iniziative (dette "sperimentazioni normative") comprendono poli che emanano orientamenti sulla normativa applicabile e offrono assistenza diretta in materia di vigilanza quando le imprese sperimentano attività.

Ci si è inoltre adoperati per riconoscere nella recente normativa l'esistenza delle imprese di fintech e per introdurre un approccio equilibrato al riguardo, come dimostra ad esempio la seconda direttiva sui servizi di pagamento<sup>23</sup>.

Dalla consultazione pubblica in corso sulla fintech, avviata il 23 marzo 2017, la Commissione riceverà utili contributi sugli aspetti seguenti:

- la necessità o no di modalità di licenza nuove e più proporzionate per le attività e le imprese di fintech in ambiti quali i finanziamenti collettivi basati su investimenti e su prestiti;
- le modalità per sostenere le imprese di fintech registrate in un paese dell'UE che operano a livello transfrontaliero, senza che siano costrette a chiedere un'ulteriore autorizzazione in ciascun paese dell'UE ("regime del passaporto").

### **Azione prioritaria 4**

**In un approccio globale di apertura verso la fintech, nel quarto trimestre 2017 la Commissione valuterà l'opportunità di introdurre un regime UE di rilascio della licenza e di rilascio del passaporto per le attività di fintech.**

#### **4.4. Ricorso ai mercati dei capitali per rafforzare le banche nell'attività di prestito e nella stabilità**

I mercati dei capitali possono aiutare le banche europee a superare il problema dei crediti deteriorati che gravano pesantemente su alcuni sistemi bancari nazionali e che hanno un

<sup>23</sup> [Direttiva \(UE\) 2015/2366](#), del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento (GU L 337 del 23.12.2015, pag. 35).

impatto fortemente negativo sulla redditività delle banche e sulla loro capacità di erogare prestiti, anche alle PMI.

Le politiche volte a migliorare il funzionamento dei mercati secondari dei crediti deteriorati costituiscono un elemento fondamentale di qualsiasi soluzione duratura, la quale potrebbe includere misure atte a promuovere maggiori prevedibilità e trasparenza che consentano ai potenziali acquirenti di tali crediti sul mercato secondario di calcolarne con maggiore precisione il prezzo.

Detta soluzione consentirebbe altresì alle banche di vendere i crediti deteriorati a un bacino di investitori più ampio e quindi, potenzialmente, a prezzi di negoziazione che riflettono meglio il valore sottostante delle attività. Ciò permetterà di ripulire i bilanci, mettendo gli enti creditizi in una posizione migliore per erogare nuovi flussi di credito all'economia.

I servizi della Commissione avvieranno a breve una consultazione pubblica vertente su un possibile intervento dell'UE in settori quali il servizio dei prestiti ad opera di terzi (ossia di parti che non sono il prestatore originario) e il trasferimento dei prestiti, anche a soggetti non bancari.

La gestione dei crediti deteriorati risulterebbe agevolata anche da regimi più efficienti e prevedibili di recupero crediti e di insolvenza, atti a permettere ai creditori garantiti di recuperare rapidamente il valore dei crediti. Il processo di analisi comparativa in corso, il cui completamento è previsto per il quarto trimestre 2017, evidenzierà le caratteristiche dei sistemi di recupero crediti o di insolvenza che concorrono a migliorare (o peggiorare) i risultati.

L'analisi comparativa rileva anche i problemi incontrati dalle banche e dagli altri creditori garantiti a causa della scarsa efficacia dei quadri normativi per l'escussione delle garanzie al fine di recuperare valore dai crediti deteriorati. Attingendo all'esperienza maturata da alcuni Stati membri, vi sono margini per rafforzare la capacità dei creditori garantiti di recuperare valore dalle garanzie reali su prestiti erogati a imprese e imprenditori in un modo che non implica modifiche dei regimi nazionali di insolvenza e di preinsolvenza e che è conforme agli obiettivi della proposta sulla ristrutturazione e la seconda opportunità.

#### **Azione prioritaria 5**

**Nell'ambito dei lavori volti a risolvere la questione dei crediti deteriorati, la Commissione presenterà misure atte a sostenere i mercati secondari di tali crediti. La Commissione avvierà una valutazione d'impatto nella prospettiva di un'eventuale iniziativa legislativa finalizzata a rafforzare la capacità dei creditori garantiti di recuperare valore dai prestiti garantiti erogati a imprese e imprenditori (primo trimestre 2018), ferme restando la coerenza e la complementarità con la propria proposta del novembre 2016 sul funzionamento efficace dei regimi di preinsolvenza e di ristrutturazione e adoperandosi al massimo per sostenere i colegislatori nella ricerca prioritaria di un accordo su tale proposta.**

#### **4.5. Consolidamento del ruolo guida dell'UE negli investimenti sostenibili**

L'agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile<sup>24</sup> e l'accordo di Parigi affermano entrambi che una riforma del sistema finanziario è fondamentale per istradare le nostre economie su un percorso di crescita sostenibile. Per riorientare i flussi dei capitali privati verso investimenti maggiormente sostenibili è necessario ripensare in modo organico e profondo la nostra disciplina finanziaria.

Nelle decisioni di investimento a lungo termine dovrebbe essere tenuto conto dei rischi e dei benefici più ampi, compresi quelli collegati alle esternalità, siano esse ambientali o sociali.

La stabilità del sistema finanziario implica anche necessariamente la considerazione dei rischi collegati al clima e all'ambiente. A tal fine la Commissione ha costituito un gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile, incaricandolo di definire un programma di politica europea. Il gruppo pubblicherà entro dicembre 2017 raccomandazioni relative a una strategia globale e trasversale dell'UE sulla finanza sostenibile.

I mercati finanziari sono sempre più capaci di distinguere fra investimenti sostenibili e investimenti di altro tipo. Le obbligazioni verdi sono all'avanguardia, ma non mancano altre tipologie, ad esempio i fondi a impatto sociale e la creazione e il confezionamento dei mutui per l'efficienza energetica. Lo sviluppo positivo di questi mercati dovrebbe essere sostenuto con misure di livello UE, al fine di migliorare la fiducia nell'attuazione, nell'informativa e nell'etichettatura dei progetti e di dare adeguato riconoscimento normativo ai miglioramenti riscontrati nella performance in termini di rischio/rendimento di tali attività.

La Commissione pubblicherà a breve orientamenti non vincolanti che proporranno alle imprese una metodologia basata su principi che le aiuterà a conformarsi ai vigenti obblighi UE di segnalazione extrafinanziaria. Gli orientamenti muovono dai quadri settoriali o tematici, quali le imminenti raccomandazioni della task force del Consiglio per la stabilità finanziaria sull'informativa finanziaria collegata al clima, che potrebbero risultare utili per la divulgazione di informazioni extrafinanziarie.

Nell'ambito della consultazione sulla revisione intermedia dell'UMC la Commissione è stata esortata a valutare le possibili misure da adottare ora per cominciare a ricalibrare il quadro UE della politica finanziaria. Tra gli aspetti individuati si possono citare i seguenti:

- chiarire che tra gli obblighi fiduciari dei proprietari e dei gestori di attività rientra l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nel processo decisionale;
- conferire alla sostenibilità maggiore centralità nel governo societario;
- favorire una migliore integrazione delle prestazioni ambientali, sociali e di governance nei rating degli emittenti e nei parametri di riferimento fondamentali del mercato.

Anche la revisione del quadro instaurato con il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) mette maggiormente in rilievo il conseguimento degli obiettivi sociali e ambientali dell'UE. Occorre combinare efficacemente capitali privati, finanziamenti del FEIS e altri fondi UE per reindirizzare gli investimenti verso tali esternalità sociali e

---

<sup>24</sup> [Risoluzione A/RES/70/1 dell'ONU.](#)



ambientali positive, contribuendo così anche al conseguimento degli obiettivi del recente pilastro europeo dei diritti sociali<sup>25</sup>.

#### **Azione prioritaria 6**

**Entro il primo trimestre 2018 la Commissione deciderà il seguito concreto che intende dare alle raccomandazioni del gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile. In particolare avvierà già i preparativi di misure atte a migliorare l'informativa e a integrare maggiormente la sostenibilità e i criteri ambientali, sociali e di governance nelle metodologie di rating e nelle procedure di vigilanza, così come nei mandati di investimento degli investitori istituzionali e dei gestori di attività. Definirà inoltre un approccio che permetterà di tener conto delle considerazioni legate alla sostenibilità nelle prossime revisioni legislative della normativa finanziaria.**

#### **4.6. Investimenti transfrontalieri**

Nell'UE i fondi di investimento sono ancora di dimensioni ridotte e meno efficienti in termini di costo rispetto ad altre giurisdizioni; dal punto di vista geografico, inoltre, la loro distribuzione resta limitata. I dati raccolti durante la consultazione pubblica indicano che un motivo rilevante va ricercato nella mancanza di convergenza regolamentare e di vigilanza, ad esempio nella divergenza fra i requisiti nazionali sull'uso del passaporto di commercializzazione a norma delle direttive sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA). Una maggiore distribuzione transfrontaliera, in particolare di tipo digitale, consentirebbe ai fondi di crescere, di ripartire il capitale più efficacemente all'interno dell'UE e di competere sui mercati nazionali per assicurare un maggior valore e una maggiore innovazione.

La Commissione e un gruppo di esperti composto di rappresentanti degli Stati membri hanno inoltre repertoriato gli ostacoli che si frappongono alla distribuzione transfrontaliera dei fondi d'investimento. Ne è scaturita una tabella di marcia, con misure approvate dagli Stati membri nel maggio 2017, per superare la prima serie di ostacoli rilevati e per individuare e smantellare gli altri eventuali ostacoli nei settori d'interesse per l'UMC.

Oltre che per i fondi di investimento, la tabella di marcia prevede interventi in altri campi, ad esempio nelle procedure relative alla ritenuta alla fonte.

#### **Azione prioritaria 7**

**La Commissione avvierà nel primo trimestre 2018 una valutazione d'impatto in vista di un'eventuale proposta legislativa per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli OICVM e dei fondi d'investimento alternativi (FIA) e la collegata attività di vigilanza.**

Un contesto stabile per gli investimenti è fondamentale per favorire un aumento degli investimenti all'interno dell'UE. Una maggiore chiarezza sulle vigenti norme sostanziali dell'UE è di particolare importanza per gli investitori dell'UE, per le amministrazioni

<sup>25</sup> [Comunicazione della Commissione "Istituzione di un pilastro europeo dei diritti sociali", COM\(2017\) 250 final](#) del 26.4.2017.

nazionali, per i portatori di interessi e per i giudici nazionali. Si dovrebbe garantire così una maggiore trasparenza sull'effettiva tutela dei diritti degli investitori dell'UE nel mercato unico.

I trattati bilaterali di investimento conclusi tra gli Stati membri prevedono livelli differenti di trattamento, al di fuori dell'ordinamento giuridico dell'UE, per gli investimenti transfrontalieri nel mercato unico: questo è incompatibile con il diritto dell'UE. La Commissione ha quindi avviato procedimenti d'infrazione su trattati bilaterali di investimento conclusi all'interno dell'UE. Sta altresì vagliando le diverse possibilità di istituire un quadro per la risoluzione amichevole dei contenziosi sugli investimenti.

#### **Azione prioritaria 8**

**Nel primo trimestre 2018 la Commissione adotterà una comunicazione interpretativa per orientare sulle norme unionali vigenti in materia di trattamento degli investimenti UE transfrontalieri.**

**Immediatamente avvierà anche una valutazione d'impatto in vista della definizione di un quadro adeguato per la risoluzione amichevole dei contenziosi sugli investimenti.**

#### **4.7. Sostegno allo sviluppo di ecosistemi di mercati dei capitali locali**

Affinché il finanziamento sui mercati si affermi come alternativa valida e sostenibile al prestito bancario, l'UMC deve instaurare i necessari circuiti finanziari, convenzioni di mercato e infrastrutture tecniche e giuridiche che consentiranno ai partecipanti al mercato di operare sul piano locale, regionale o nazionale, ma anche di effettuare con fiducia operazioni su scala paneuropea.

La maturità dei mercati dei capitali differisce in modo considerevole da un paese all'altro. Occorre ampliare l'irradiazione geografica dei mercati dei capitali, in modo che tutti gli Stati membri colgano i benefici della maggiore integrazione e del maggior spessore degli stessi. In questo senso, gli Stati membri dell'Europa centrale, orientale e sudorientale (regione CESEE) sono quelli confrontati alle sfide più impegnative.

La Commissione sta collaborando attivamente con un numero sempre maggiore di Stati membri per sostenere lo sviluppo dei mercati locali e per contribuire a rafforzare gli ecosistemi dei mercati dei capitali attraverso l'assistenza tecnica<sup>26</sup>.

Le discussioni tenute dalla Commissione con l'Iniziativa di Vienna, che sostiene gli investimenti nella regione CESEE e oltre, sono sfociate a marzo 2017 nella costituzione di un gruppo di lavoro sull'UMC, che presenterà entro il 2017 una relazione in cui saranno indicate le principali aree di lavoro e proposte soluzioni per l'ulteriore sviluppo dei mercati dei capitali.

La Commissione continuerà a sostenere convintamente le iniziative volte ad ampliare l'irradiazione geografica dei mercati dei capitali attraverso soluzioni locali e di prossimità per il finanziamento delle PMI. Per il conseguimento di questi obiettivi un

---

<sup>26</sup> In partenariato con la Banca europea per gli investimenti, la piattaforma fi-compass ha offerto in 26 Stati membri, anche nella regione CESEE, sostegno riguardo agli strumenti finanziari coperti dai Fondi strutturali e d'investimento europei.

mezzo fondamentale è la prestazione di supporto tecnico agli Stati membri attraverso il programma di sostegno alle riforme strutturali, inteso a contribuire alla realizzazione di riforme strutturali istituzionali, amministrative e orientate alla crescita negli Stati membri fornendo sostegno alle autorità nazionali. Nell'ambito del programma la Commissione ha ricevuto finora oltre cinquanta richieste di sostegno tecnico nel settore finanziario in provenienza da tredici Stati membri, con grande rilievo dato allo sviluppo dei mercati dei capitali<sup>27</sup>.

#### **Azione prioritaria 9**

**Entro il secondo trimestre 2018 la Commissione proporrà una strategia organica dell'UE sulle possibili misure da adottare a livello unionale per sostenere lo sviluppo dei mercati dei capitali a livello locale e regionale nell'UE. A tal fine terrà conto della relazione del gruppo di lavoro sull'UMC dell'Iniziativa di Vienna e dell'esperienza acquisita nella sempre più intensa erogazione di supporto tecnico a richiesta nel quadro del proprio programma di sostegno alle riforme strutturali.**

### **5. CONCLUSIONI: INDURRE RIFORME A IMPATTO DURATURO**

L'UMC mira ad instaurare le condizioni che permetteranno di sviluppare e rafforzare nuove forme di finanziamento per le imprese, in particolare le piccole imprese, e per gli investimenti infrastrutturali e a lungo termine. Punta a sfruttare le innovazioni che si profilano nella finanza per colmare il divario informativo fra investitori e imprese e per offrire agli investitori al dettaglio possibilità d'investimento più efficienti sotto il profilo dei costi. Intende altresì mobilitare i capitali privati per finanziare investimenti sostenibili, reperendo i modi con cui varare una regolamentazione finanziaria che acceleri lo spostamento dei capitali privati da progetti insostenibili a progetti sostenibili in termini ambientali e sociali.

L'UMC mira a superare la dipendenza dell'economia dell'UE dai prestiti bancari creando un sistema più diversificato nel quale i finanziamenti extrabancari vengano a integrare efficacemente i canali bancari tradizionali.

Aumenterà così il volume di denaro disponibile per finanziare l'economia dell'UE. Dato che l'UMC comporta un riequilibrio generale del sistema finanziario dell'UE, ci vuole tempo perché un cambiamento strutturale così profondo prenda forma e si sedimenti.

La riforma della regolamentazione è solo una parte dell'evoluzione di cui v'è bisogno. Occorre tempo per instaurare i necessari circuiti finanziari, convenzioni di mercato e infrastrutture tecniche e giuridiche che consentiranno ai partecipanti al mercato di migliorare l'efficienza delle loro operazioni.

La Commissione ha assolto gli impegni previsti a settembre 2015 nel piano d'azione per l'UMC rispettandone il calendario, mossa dall'obiettivo di guidare il cambiamento per creare un sistema più sviluppato ed efficiente di finanziamento sui mercati dei capitali. Ha presentato in particolare proposte volte a: sviluppare i mercati del venture capital; semplificare e rendere meno costoso per le imprese l'accesso ai mercati aperti al pubblico tramite la revisione delle norme sui prospetti; eliminare il trattamento fiscale

---

<sup>27</sup> Le richieste vertevano su temi quali l'agevolazione dell'accesso al mercato, l'agevolazione dello sviluppo delle imprese in fase di crescita, fonti di finanziamento alternative per le imprese mature (cartolarizzazioni, ecc.) e vigilanza sui mercati dei capitali.

preferenziale del debito rispetto al capitale; promuovere un mercato sicuro e liquido per le cartolarizzazioni; offrire agli imprenditori onesti la possibilità di una ristrutturazione o una seconda opportunità in caso di fallimento. La Commissione ha inoltre adottato misure di sostegno agli investimenti nelle infrastrutture effettuati dalle imprese di assicurazione e dalle banche.

Nella scia dei preparativi approfonditi annunciati nel piano d'azione originario, la Commissione presenterà a breve proposte su un prodotto pensionistico individuale europeo semplice, efficiente e competitivo, sull'eliminazione degli ostacoli transfrontalieri alla proprietà dei titoli e sulle obbligazioni garantite.

Fra le nuove priorità scaturite dalla revisione intermedia dell'UMC la Commissione mirerà a: rafforzare il regime di vigilanza sui mercati dei capitali; migliorare la proporzionalità delle norme applicabili alle piccole imprese quotate in borsa e alle imprese di investimento; eliminare gli ostacoli che ancora intralciano gli investimenti transfrontalieri; rafforzare il ruolo guida dell'UE nella finanza sostenibile; aprire alla fintech.

La revisione intermedia espone un programma completo di riforma che permetterà di posare gli elementi basilari dell'UMC entro il 2019, sui quali s'innesteranno le condizioni che permetteranno di riformare il sistema finanziario dell'UE riequilibrando il rapporto fra finanziamento bancario e finanziamento extrabancario.

Le misure previste consentiranno inoltre ai mercati dei capitali dell'UE di rispondere alle nuove sfide, fra cui l'uscita del Regno Unito dal mercato unico.

Il successo dell'UMC dipenderà dall'intensità dell'impegno politico del Parlamento europeo e degli Stati membri e dal modo in cui i partecipanti al mercato ne useranno gli elementi basilari. Il settore deve fare la propria parte per riguadagnare la fiducia della clientela e per instillare fiducia nei mercati dei capitali di tutta l'UE.

La Commissione presenterà periodicamente al Parlamento europeo e al Consiglio relazioni sui progressi compiuti, sulle quali dovrebbe basarsi un dialogo più intenso fra le istituzioni che consenta di compiere nell'arco dell'attuale legislatura progressi considerevoli sulle misure prioritarie proposte.

## Allegato – Panoramica degli elementi basilari dell’Unione dei mercati dei capitali da posare entro il 2019

Il presente allegato passa in rassegna le misure volte a posare entro il 2019 gli elementi basilari dell’UMC. Si articola nelle misure prioritarie scaturite dalla revisione intermedia, nelle misure conseguenti agli impegni esistenti e in una serie di misure nuove.

Il documento di lavoro dei servizi della Commissione (*analisi economica*) che accompagna la presente comunicazione illustra in maggior dettaglio tutte le misure. La tabella riportata *infra* indica anche (se già stabilito) se la misura si configura come **proposta legislativa (L)**, **provvedimento di secondo livello (L2)**, **provvedimento non legislativo (NL)** o **comunicazione** della Commissione (C).

<b>RAFFORZARE LA CAPACITÀ DEI MERCATI DEI CAPITALI DELL’UE</b>			
<b>Vigilanza</b>	<b>Proposta di modifiche del funzionamento dell’ESMA e delle altre AEV al fine di promuovere l’efficacia di una vigilanza uniforme in tutta l’UE e oltre (azione prioritaria 1)</b>	<b>azione prioritaria (L)</b>	terzo trimestre 2017
<b>Sviluppo dei mercati dei capitali locali e regionali</b>	<b>Strategia organica dell’UE per lo sviluppo dei mercati dei capitali locali e regionali in tutta l’UE (azione prioritaria 9)</b>	<b>azione prioritaria (NL)</b>	secondo trimestre 2018

<b>FINANZIARE L’INNOVAZIONE, LE START-UP E LE SOCIETÀ NON QUOTATE</b>			
<b>Piattaforme di finanziamenti o delle imprese innovative</b>	<b>Valutazione dell’opportunità di introdurre un regime UE di rilascio della licenza e di rilascio del passaporto per le attività di fintech (azione prioritaria 4)</b>	<b>azione prioritaria</b>	quarto trimestre 2017
	Relazione sulle migliori prassi nel finanziamento esteso alla filiera (supply-chain finance)	azione nuova (NL)	quarto trimestre 2018
<b>Investitori informali (business angel) e investimenti in venture capital</b>	Buone pratiche d’incentivazione fiscale degli investimenti in venture capital e degli investitori informali (business angel)	azione conseguente ad altra azione (NL)	2017-2018
<b>Collocamento privato</b>	Raccomandazione per promuovere le migliori pratiche	azione conseguente ad altra azione (NL)	quarto trimestre 2017
<b>Ostacoli informativi al finanziamento o delle PMI</b>	Selezione delle proposte a seguito dell’invito a presentare proposte per il finanziamento di progetti di sviluppo delle capacità nell’ambito di Orizzonte 2020	azione conseguente ad altra azione (NL)	quarto trimestre 2017

<b>SEMPLIFICARE L'ACCESSO E LA RACCOLTA DI CAPITALI SUI MERCATI DEI CAPITALI APERTI AL PUBBLICO DA PARTE DELLE IMPRESE</b>			
<b>Prospetti per l'offerta pubblica</b>	Misure di esecuzione	azione conseguente ad altra azione (L2)	2018-2019
<b>Mercati delle obbligazioni societarie</b>	Comunicazione (tabella di marcia) per proporre eventuale seguito	azione conseguente ad altra azione (C)	quarto trimestre 2017
<b>Pacchetto sulla quotazione delle PMI</b>	<b>Valutazione d'impatto per stabilire se modifiche mirate della pertinente normativa dell'UE possano instaurare un contesto normativo più proporzionato che favorisca la quotazione delle PMI sui mercati aperti al pubblico (azione prioritaria 2)</b>	<b>azione prioritaria</b>	secondo trimestre 2018
	Valutazione dell'impatto delle norme di secondo livello della MiFID II sulla ricerca in materia di capitale proprio delle PMI quotate	azione nuova (NL)	primo trimestre 2019
	Controllo dei progressi compiuti riguardo all'impegno dell'Organismo internazionale di normalizzazione contabile (IASB) di migliorare l'informativa, l'utilizzabilità e l'accessibilità dei principi internazionali d'informativa finanziaria (IFRS)	azione conseguente ad altra azione (NL)	in corso
	Definizione delle migliori prassi sull'impiego dei fondi UE da parte degli Stati membri per finanziare parzialmente i costi sostenuti dalle PMI per far ammettere le loro azioni ai futuri mercati di crescita per le PMI	azione nuova (NL)	secondo trimestre 2018
<b>Requisiti prudenziali proporzionati</b>	<b>Proposta legislativa volta a migliorare la proporzionalità delle norme prudenziali per le imprese di investimento (azione prioritaria 3)</b>	<b>azione prioritaria (L)</b>	quarto trimestre 2017

<b>INVESTIRE A LUNGO TERMINE: INVESTIMENTI INFRASTRUTTURALI SOSTENIBILI</b>			
<b>Investimenti a lungo termine</b>	Valutazione dei fattori che inducono le imprese di assicurazione e i fondi pensione ad investire in strumenti di capitale	azione nuova (NL)	quarto trimestre 2018
	Modifica del trattamento prudenziale del private equity e del debito collocato privatamente nella "solvibilità II"	azione conseguente ad altra azione (L2)	terzo trimestre 2018
	Relazione in cui si indica se nell'IFRS 9 il trattamento contabile degli strumenti rappresentativi di capitale è sufficientemente propizio al finanziamento a lungo termine	azione nuova (NL)	secondo trimestre 2018
<b>Investimenti in infrastrutture</b>	Misure finalizzate alla ricalibrazione dei fattori di rischio per le società di infrastrutture	azione conseguente ad altra azione (L2)	secondo trimestre 2017
<b>Investimenti sostenibili</b>	<b>Decisione sul seguito concreto da dare alle raccomandazioni del gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile (azione prioritaria 6)</b>	<b>azione prioritaria</b>	primo trimestre 2018

<b>INCENTIVARE GLI INVESTIMENTI AL DETTAGLIO</b>			
<b>Piani pensionistici individuali</b>	Proposta legislativa su un prodotto pensionistico individuale paneuropeo	azione conseguente ad altra azione (L)	secondo trimestre 2017
<b>Mercati dei prodotti di investimento al dettaglio</b>	Seguito dato dello studio sui sistemi di distribuzione dei prodotti di investimento al dettaglio nell'UE Segnalazione periodica delle AEV dei costi e delle prestazioni delle principali categorie di prodotti di investimento al dettaglio e prodotti pensionistici a lungo termine Studio di fattibilità sullo sviluppo di un polo centralizzato per gli obblighi di informativa e i servizi connessi	azione conseguente ad altra azione (NL)	secondo trimestre 2018
<b>Coinvolgimento degli investitori al dettaglio</b>	Sviluppo di migliori pratiche sulla scorta dell'esperienza maturata dagli Stati membri con il conto di risparmio per investimento e dello studio sui sistemi di azionariato dei dipendenti	azione nuova (NL)	primo trimestre 2019

<b>RAFFORZARE LA CAPACITÀ DELLE BANCHE DI SOSTENERE L'ECONOMIA NEL SUO COMPLESSO</b>			
<b>Finanziamento di mercato per le banche</b>	Modifiche del regolamento delegato della Commissione per introdurre nella "solvibilità II" una specifica disciplina prudenziale della cartolarizzazione STS	azione conseguente ad altra azione (L2)	in corso
	Proposta legislativa di disciplina UE delle obbligazioni garantite	azione conseguente ad altra azione (L)	primo trimestre 2018
	Valutazione dell'opportunità di sviluppare prestiti obbligazionari garantiti (secured note) europei come strumento di prestito alle PMI e di prestito per progetti infrastrutturali	azione conseguente ad altra azione	secondo trimestre 2018
<b>Mercati secondari dei prestiti deteriorati</b>	<b>Presentazione di misure volte a sviluppare un mercato secondario dei prestiti deteriorati (azione prioritaria 5)</b>	<b>azione prioritaria (NL e L)</b>	quarto trimestre 2017
	<b>Avvio di una valutazione d'impatto nella prospettiva di un'eventuale iniziativa legislativa finalizzata a rafforzare la capacità dei creditori garantiti di recuperare valore dai prestiti garantiti erogati imprese e imprenditori (azione prioritaria 5)</b>	<b>azione prioritaria</b>	primo trimestre 2018
	Analisi comparativa dei risultati ottenuti dalle banche nel gestire gli inadempimenti sui prestiti nell'ambito dei regimi nazionali di recupero crediti (regimi d'insolvenza compresi)	azione conseguente ad altra azione (NL)	quarto trimestre 2017

<b>FACILITARE GLI INVESTIMENTI TRANSFRONTALIERI</b>			
<b>Fondi di investimento</b>	<b>Valutazione d'impatto in vista di un'eventuale proposta legislativa per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli OICVM e dei FIA (azione prioritaria 7)</b>	<b>azione prioritaria</b>	primo trimestre 2018

<b>Infrastrutture di mercato post-negoziazione</b>	Comunicazione (tabella di marcia) per superare gli ostacoli residui fra quelli individuati dalle relazioni Giovannini e di altro tipo	azione conseguente ad altra azione (C)	quarto trimestre 2017
	Proposta legislativa volta a chiarire i conflitti di legge in materia di opponibilità ai terzi delle operazioni in titoli e crediti	azione conseguente ad altra azione (L)	quarto trimestre 2017
<b>Fiscalità</b>	Migliori pratiche e semplificazione del codice di condotta sulle procedure di ritenuta alla fonte, con particolare attenzione ai rimborsi.	azione conseguente ad altra azione (NL)	quarto trimestre 2017
	Studio sul trattamento fiscale discriminatorio che ostacola gli investimenti transfrontalieri dei fondi pensione e delle imprese di assicurazioni vita	azione conseguente ad altra azione (NL)	quarto trimestre 2017
<b>Governo societario</b>	Facilitazione dell'esercizio oltre frontiera dei diritti degli azionisti, diritto di voto compreso, nell'attuazione della seconda direttiva sui diritti degli azionisti pubblicata il 20 maggio 2017	azione nuova (L2)	terzo trimestre 2018
<b>Ostacoli a livello nazionale che limitano la libertà di circolazione dei capitali</b>	Monitoraggio dell'attuazione della tabella di marcia per la rimozione degli ostacoli nazionali alla libera circolazione dei capitali e proseguimento delle discussioni con il gruppo di esperti	azione conseguente ad altra azione (NL)	in corso
<b>Stabilità del quadro normativo</b>	<b>Comunicazione interpretativa per orientare sulle norme unionali vigenti in materia di trattamento degli investimenti UE transfrontalieri (azione prioritaria 8)</b>	<b>azione prioritaria (C)</b>	primo trimestre 2018
	<b>Valutazione d'impatto in vista della definizione di un quadro adeguato per la risoluzione amichevole dei contenziosi sugli investimenti (azione prioritaria 8)</b>	<b>azione prioritaria</b>	terzo trimestre 2017
<b>Migliorare la capacità di preservare la stabilità finanziaria</b>	Assicurazione del fatto che il CERS disponga della capacità di monitorare i possibili rischi per la stabilità finanziaria derivanti dai finanziamenti a base di mercato	azione conseguente ad altra azione (L)	terzo trimestre 2017