



Bruxelles, 28 febbraio 2017  
(OR. en)

6758/17

EF 35  
ECOFIN 159  
SURE 2  
UEM 62

#### NOTA DI TRASMISSIONE

---

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	27 febbraio 2017
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	COM(2017) 102 final
Oggetto:	RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO EUROPEO Accelerare l'unione dei mercati dei capitali eliminando gli ostacoli nazionali ai flussi di capitale

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2017) 102 final.

---

All.: COM(2017) 102 final



Bruxelles, 27.2.2017  
COM(2017) 102 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL CONSIGLIO E AL PARLAMENTO  
EUROPEO**

**Accelerare l'unione dei mercati dei capitali eliminando gli ostacoli nazionali ai flussi di  
capitale**

## 1. INTRODUZIONE

Il successo del piano di investimenti per l'Europa, volto a convogliare finanziamenti verso progetti a valore aggiunto per l'economia europea, dipende in parte dalla capacità collettiva dell'UE e degli Stati membri di rimuovere le barriere che ostacolano gli investimenti transfrontalieri. Pertanto, nell'ambito del terzo pilastro del piano di investimenti per l'Europa, incentrato sull'eliminazione degli ostacoli agli investimenti, la Commissione si è impegnata ad accelerare il processo di creazione dell'Unione dei mercati dei capitali.

La creazione di mercati finanziari integrati nell'ambito dell'Unione dei mercati dei capitali richiede l'adozione di importanti decisioni a livello di UE, ma anche l'assunzione di impegni chiari e decisi da parte di ogni Stato membro nell'affrontare il problema degli ostacoli a livello nazionale. È infatti necessaria un'azione condotta su scala nazionale per istituire il contesto chiaro, prevedibile e stabile che consentirà maggiori investimenti e una più efficiente allocazione del capitale, dando impulso in ultima istanza al finanziamento delle imprese e delle infrastrutture.

A seguito di un appello del Consiglio Ecofin del giugno 2015, la Commissione ha lavorato assieme a un gruppo di esperti costituito da rappresentanti degli Stati membri, e con la partecipazione del Parlamento europeo in veste di osservatore, per individuare gli ostacoli nazionali ai flussi transfrontalieri di capitali e individuare le modalità più adeguate per affrontare le barriere non giustificate da considerazioni di interesse pubblico o non proporzionate. Questo lavoro dovrebbe portare allo sviluppo di una tabella di marcia congiunta per l'eliminazione di tali barriere che integrerà altre iniziative sugli ostacoli agli investimenti identificati dalla Commissione nell'ambito del semestre europeo e il lavoro relativo all'Unione dei mercati dei capitali volto allo sviluppo dei mercati dei capitali attraverso il servizio di assistenza per le riforme strutturali<sup>1</sup>.

La Commissione ritiene che tale approccio di collaborazione con gli Stati membri, basato sulla valutazione reciproca dei requisiti nazionali, su verifiche *inter pares* e sulla condivisione delle migliori prassi, possa apportare notevoli benefici. In tale ottica, il gruppo di esperti ha iniziato a occuparsi di una serie di ostacoli afferenti principalmente alla sfera di competenza nazionale, i quali sono stati selezionati sulla base delle indicazioni degli Stati membri e delle risposte delle parti interessate nell'ambito di diverse consultazioni sull'Unione dei mercati dei capitali<sup>2</sup>.

Una prima serie di barriere identificata dal gruppo di esperti include aspetti che ostacolano le operazioni transfrontaliere degli investitori lungo tutto il ciclo di investimento. La presente relazione distingue tra ostacoli *ex ante* (che generano preoccupazioni già in fase di valutazione preventiva delle attività transfrontaliere), ostacoli *in itinere* (che scoraggiano gli

---

<sup>1</sup> Il servizio di assistenza per le riforme strutturali è stato istituito nel luglio 2015 per fornire, su richiesta degli Stati membri, assistenza tecnica nell'attuazione delle riforme strutturali a favore della crescita. La Commissione ha proposto di istituire un Programma di sostegno alle riforme strutturali (SRSP) che rafforzi la capacità generale degli Stati membri di elaborare e attuare riforme istituzionali, strutturali e amministrative, prevedendo anche l'assistenza tecnica in materia di sviluppo dei mercati dei capitali.

<sup>2</sup> In particolare, il Libro verde sull'Unione dei mercati dei capitali ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm)), l'invito a presentare contributi ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm)) e la consultazione sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi d'investimento ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/cross-borders-investment-funds/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/cross-borders-investment-funds/index_en.htm)).

investitori dal mantenere o aumentare l'esposizione transfrontaliera) e ostacoli *ex post* (che generano difficoltà nella fase conclusiva del processo di investimento).

La presente relazione si basa, per ciascuno di questi ostacoli, sulle discussioni in seno al gruppo di esperti, avanzando proposte sui prossimi passi da compiere. La Commissione si attende che gli Stati membri raggiungano un accordo sulla tabella di marcia proposta e che comincino ad agire di conseguenza. La Commissione intende sorvegliare l'attuazione della tabella di marcia e invita il gruppo di esperti a identificare ulteriori ostacoli nei settori di applicazione dell'Unione dei mercati dei capitali. La tabella di marcia è considerata dalla Commissione un documento in continua evoluzione, che dovrà essere aggiornato con ulteriori azioni da intraprendere entro il 2019 sugli ostacoli eventualmente identificati in una fase successiva.

## **2. OSTACOLI EX ANTE**

### **2.1. Ostacoli alla distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento**

Con l'80% di fondi provenienti da organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e il 40% di fondi di investimento alternativi (FIA) commercializzati su base transnazionale, il passaporto europeo di commercializzazione ha contribuito a creare un mercato transfrontaliero di successo. Tuttavia, la distribuzione di fondi resta geograficamente limitata. Un terzo dei fondi commercializzati su base transnazionale viene, infatti, venduto in un solo altro Stato membro, mentre un altro terzo è venduto in non più di quattro Stati membri diversi. Le ragioni di tale fenomeno possono derivare dalla concentrazione dei canali di distribuzione dei fondi in singoli Stati membri, da preferenze culturali e dalla mancanza di incentivi alla competizione transfrontaliera. Tuttavia, le risposte a diverse consultazioni fanno emergere anche l'esistenza di obblighi supplementari imposti dagli Stati membri a seguito del recepimento della direttiva GEFIA<sup>3</sup> e della direttiva OICVM<sup>4</sup>.

In questo settore, il lavoro del gruppo di esperti si è proposto di identificare e affrontare gli ostacoli derivanti da disposizioni o pratiche nazionali. Oltre a tale aspetto, e alla luce della necessità di agire a livello di UE, la Commissione ha avviato una consultazione pubblica sugli ostacoli alla distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento, in cui sono stati affrontati anche questi temi<sup>5</sup>. Ulteriori iniziative derivanti dalla consultazione della Commissione, che terranno conto della presente relazione, saranno annunciate a tempo debito.

#### **2.1.1. Requisiti di commercializzazione**

Diversi Stati membri hanno rilevato che le profonde differenze tra le norme nazionali e i divergenti approcci di vigilanza costituiscono un serio impedimento allo sviluppo di un passaporto europeo pienamente efficace nel settore della gestione delle attività.

L'incertezza giuridica è particolarmente elevata:

---

<sup>3</sup> Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, GU L 171 dell'1.7.2011, pag. 1.

<sup>4</sup> Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32.

<sup>5</sup> La consultazione pubblica si è conclusa il 9 ottobre 2016 ([http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/cross-borders-investment-funds/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2016/cross-borders-investment-funds/index_en.htm)).

- i) nelle primissime fasi del ciclo di vita dei fondi, ad esempio precedentemente al loro lancio, quando i gestori di attività hanno necessità di sondare l'interesse dei potenziali investitori;
- ii) dopo il lancio dei fondi, quando i gestori di attività entrano in contatto con i potenziali clienti.

Le società di gestione si ritrovano a dover sostenere l'onere dell'analisi e del rispetto dei singoli regimi nazionali in materia di commercializzazione, promozione finanziaria e protezione dei consumatori, che possono ad esempio prevedere la traduzione e la modifica del materiale di commercializzazione, con un certo dispendio di tempo.

Per garantire maggiore chiarezza, gli Stati membri in seno al gruppo di esperti si sono anche chiesti se le attività precedenti alla commercializzazione e quelle su iniziativa dei clienti investitori professionali possono essere escluse dalla definizione di «commercializzazione» di quote o azioni di un fondo, evitando così l'assoggettamento ai requisiti nazionali di commercializzazione.

Il gruppo di esperti ha ritenuto che le attività precedenti alla commercializzazione (c.d. di *pre-marketing*) dovrebbero comprendere le ipotesi in cui una versione provvisoria della documentazione del fondo, ma non il materiale di sottoscrizione, sia fornita a un numero limitato di clienti investitori professionali, in assenza di qualsiasi possibilità di investimento.

Per attività su iniziativa del cliente (c.d. *reverse solicitation*<sup>6</sup>) è stata intesa la richiesta da parte di un investitore professionale relativa a quote o azioni di uno specifico fondo esistente senza che ci sia stata in precedenza un'offerta o una collocazione diretta o indiretta (c.d. *solicitation*) da parte o per conto della società di gestione. Il contatto deve pertanto avvenire su sola iniziativa dell'investitore e non può scaturire da offerte o collocamenti precedenti.

La Commissione accoglie con favore l'operato degli Stati membri, attraverso il gruppo di esperti, verso l'identificazione di un'**interpretazione comune delle attività precedenti alla commercializzazione e di quelle su iniziativa dei clienti**, e li invita a proseguire nell'esame delle rispettive norme nazionali al fine di promuoverne **la convergenza in tale ambito**. La Commissione invita anche gli Stati membri a continuare a collaborare con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) per ottenere una convergenza tra le autorità di vigilanza.

### 2.1.2. Disposizioni amministrative

Anche se previste dalla direttiva OICVM, le diverse disposizioni amministrative nazionali applicate dagli Stati membri ospitanti possono essere considerate un ostacolo alla commercializzazione transfrontaliera dei fondi e non sempre sono giustificate in termini di valore aggiunto per gli investitori locali, soprattutto in considerazione dello sviluppo delle nuove tecnologie.

La maggior parte degli Stati membri stabilisce che gli strumenti per il rimborso, la sottoscrizione e l'ottenimento di pagamenti abbiano sede nel proprio territorio nazionale. Molti paesi (come Belgio, Germania, Croazia, Austria e Polonia) applicano lo stesso obbligo anche ai FIA commercializzati presso gli investitori al dettaglio o richiedono che le funzioni degli agenti pagatori siano realizzate da un ente creditizio locale. Alcuni (come Repubblica

<sup>6</sup> La *reverse solicitation* è una pratica perlopiù confinata, ma non strettamente limitata, ai FIA e agli investitori professionali in particolare.

ceca, Estonia e Cipro) impongono anche la nomina di un distributore locale dopo la commercializzazione degli OICVM o dei FIA presso gli investitori al dettaglio.

Fatte salve le iniziative future, la Commissione invita gli Stati membri a proseguire nella mappatura delle disposizioni amministrative attualmente vigenti nei loro ordinamenti, al fine di eliminare gli oneri amministrativi non necessari entro il 2019.

### 2.1.3. *Oneri normativi sulla commercializzazione transnazionale*

L'attribuzione dei passaporti transfrontalieri ai fondi di investimento UE è soggetta a una procedura di notifica formale e, in molti casi, al pagamento di oneri imposti dalle autorità nazionali competenti (ANC).

Le disposizioni in materia variano sensibilmente per quanto riguarda sia il valore assoluto degli oneri che le modalità di calcolo degli stessi, e tengono conto dei seguenti fattori: la forma giuridica del fondo, il mercato di destinazione (investitori professionali o al dettaglio), il numero di sotto-fondi e le attività gestite. Ad esempio, i diritti di registrazione una tantum per OICVM *stand-alone* possono andare dai 115 EUR ai 1 100 EUR, mentre i diritti di registrazione una tantum per un FIA *stand-alone* possono andare dai 200 EUR ai 2 520 EUR. Gli oneri annuali per gli OICVM e i FIA *stand-alone* possono andare da 200 EUR a più di 4 000 EUR.

La gamma dei diritti imposti dai Paesi membri ospitanti e la mancanza di trasparenza relativamente alle modalità di calcolo o al quadro normativo applicabile agli oneri stessi ostacolano lo sviluppo della commercializzazione transfrontaliera dei fondi in tutta l'UE. Attualmente, le procedure di notifica contenute all'interno delle diverse normative in materia di fondi di investimento non fanno riferimento agli oneri normativi. In alcuni casi, come per i fondi EuVECA ed EuSEF<sup>7</sup>, tutti i poteri di vigilanza sono riservati all'autorità competente dello Stato membro d'origine, mentre è espressamente proibita l'imposizione di qualsiasi obbligo o procedura amministrativa alla commercializzazione da parte delle autorità dello Stato membro ospitante. Nella sua proposta di modifica dei regolamenti EuVECA ed EuSEF, la Commissione ha già suggerito di ridurre i costi a carico dei gestori vietando espressamente l'applicazione di oneri da parte delle ANC degli Stati membri ospitanti.

Il gruppo di esperti ha evidenziato le difformità esistenti tra le disposizioni nazionali in materia di vigilanza nell'ambito delle direttive OICVM e GEFIA, rilevando che gli oneri applicati possono essere intesi come copertura dei costi legali e amministrativi sostenuti dall'ANC per la gestione della notifica o quale misura atta a garantire parità di trattamento tra soggetti locali e stranieri, e a evitare fenomeni di arbitraggio regolamentare.

Sebbene non costituiscano necessariamente un ostacolo significativo in termini assoluti, se associati ai costi legali e di consulenza derivanti da un'attività in più mercati nazionali, gli oneri amministrativi rappresentano un peso notevole, soprattutto per i gestori di piccole dimensioni. Di conseguenza, gli Stati membri hanno riconosciuto la necessità di aumentare chiarezza, trasparenza e prevedibilità dei diritti imposti a livello nazionale.

Fatte salve le ulteriori iniziative in tale settore, la Commissione invita gli Stati membri a basarsi sulle discussioni in seno al gruppo di esperti e **impegnarsi a garantire la chiarezza e**

<sup>7</sup> Proposta di regolamento recante modifica del regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA) e del regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF).

**la trasparenza dei loro quadri normativi in materia di oneri amministrativi.** Gli Stati membri dovrebbero pubblicare informazioni su tutti i diritti di notifica, sia una tantum che annuali, applicati ai fondi, in maniera completa e semplice e su un unico sito web nazionale aperto al pubblico.

Nell'ambito della consultazione sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi, la Commissione sta valutando se i diritti di notifica sono compatibili con una procedura di notifica efficiente, i diritti di passaporto previsti dalla normativa e, ove tali oneri siano consentiti, come garantire che gli stessi siano proporzionati e non eccessivi. Ove gli oneri siano permessi, la Commissione intende **continuare a riflettere con gli Stati membri e l'ESMA sulla possibilità di creare un unico dominio pubblico per le informazioni legate agli oneri normativi**, in forma di un sito web comparativo o di un registro centrale.

## **2.2. Requisiti applicati agli investimenti dei fondi pensione**

Il gruppo di esperti ha affrontato la questione delle possibili preferenze nazionali nella scelta degli investimenti dovute a restrizioni locali agli investimenti dei fondi pensione. Ciò potrebbe essere importante per i fondi compresi nel cosiddetto "pilastro 1 bis" (regimi rientranti nell'alveo della sicurezza sociale, seppur di tipo privato) e nel "pilastro 2" (regimi pensionistici professionali). Il "pilastro 3" (regimi pensionistici personali) è principalmente coperto dalla normativa in materia di assicurazioni ed è quindi meno probabile che sia interessato da questo tipo di restrizione. Il lavoro realizzato fin ora ha confermato che molti Stati membri applicano limiti all'investimento in diverse classi di attività, in azioni negoziate in mercati non regolamentati o in azioni non quotate. La grande maggioranza delle restrizioni geografiche si applica unicamente agli investimenti al di fuori dell'UE, del SEE e/o dell'OCSE. Tali restrizioni sembrano tutte giustificate da norme prudenziali generali<sup>8</sup> e non costituiscono il principale ostacolo agli investimenti transfrontalieri nell'UE.

Alcuni fondi pensione possono generare un atteggiamento di parzialità a livello nazionale, spiegabile meno alla luce di limitazioni normative nazionali che in considerazione di altri fattori di influenza delle decisioni d'investimento, come il contesto imprenditoriale, le garanzie legate ai progetti e gli ostacoli amministrativi e fiscali<sup>9</sup>. Alcuni fondi pensione effettuano investimenti transfrontalieri, ma sembrerebbero farlo in larga misura al di fuori dell'UE.

Il piano di investimenti per l'Europa, attraverso il Fondo europeo per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), rappresenta un'opportunità per accrescere gli investimenti transfrontalieri nell'UE ad opera dei fondi pensione. Il fondo *Copenhagen Infrastructure II*<sup>10</sup> è un esempio di coinvestimento di fondi pensione in alcuni progetti legati alle energie rinnovabili in Germania e in Regno Unito, con il sostegno del FEIS. La Commissione ha recentemente lanciato l'iniziativa di un fondo di fondi di venture capital paneuropeo, con l'obiettivo di attirare volumi più ingenti di capitali istituzionali privati, provenienti anche dai fondi pensione.

---

<sup>8</sup> Ai sensi dell'articolo 18 della direttiva 2003/41/CE (EPAP) e dell'articolo 132 della direttiva 2009/138/CE (Solvibilità II).

<sup>9</sup> La Commissione ha avviato uno studio volto a identificare i potenziali trattamenti fiscali discriminatori degli investimenti transfrontalieri da parte dei fondi pensione e delle imprese di assicurazioni sulla vita.

<sup>10</sup> <http://cipartners.dk/>

La Commissione invita gli Stati membri a **concentrarsi sugli esempi virtuosi di investimenti transfrontalieri nell'UE che vedono coinvolto il settore dei fondi pensionistici**, al fine di:

- i) identificare i principali fattori che influenzano le decisioni d'investimento dei fondi pensione e promuovere le migliori pratiche;
- ii) accrescere la consapevolezza sulle nuove opportunità nell'ambito del piano di investimenti per rendere gli investimenti in infrastrutture più appetibili e accessibili agli occhi degli investitori istituzionali.

La Commissione invita gli Stati membri a:

- i) promuovere le opportunità offerte dal polo europeo di consulenza sugli investimenti e dal portale europeo dei progetti di investimento;
- ii) rafforzare il ruolo delle banche nazionali di promozione (BNP) e la complementarità dei fondi pubblici e privati;
- iii) favorire, in collaborazione con la Banca europea per gli investimenti, la costituzione di una rete di BNP,<sup>11</sup> per armonizzare gli sforzi a sostegno degli investimenti in azioni e in capitale di rischio e per conseguire pienamente gli obiettivi del FEIS 2.0<sup>12</sup>.

### 2.3. Difformità degli approcci nazionali al crowdfunding

La Commissione sta attualmente esaminando<sup>13</sup> lo sviluppo del crowdfunding basato su investimenti e del crowdfunding basato sul prestito, osservando che gli studi disponibili indicano un'attività transfrontaliera ancora limitata<sup>14</sup>.

Tra gli altri fattori, norme diverse in materia di protezione dei consumatori e degli investitori sembrerebbero scoraggiare molte piattaforme dalla fornitura dei propri servizi a soggetti non residenti, rendendo possibile l'apertura verso nuovi mercati solo attraverso la costituzione di nuove società.

Altri potenziali ostacoli all'attività transfrontaliera a livello nazionale includono differenze in materia di:

- definizioni di crowdfunding e portata delle attività per i modelli basati su investimenti;

<sup>11</sup> Ad esempio, il Fondo europeo per gli investimenti – istituti nazionali di promozione per i fondi propri; [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/NPI/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/equity/NPI/index.htm).

<sup>12</sup> Potenziare gli investimenti per la crescita e l'occupazione: Verso la seconda fase del Fondo europeo per gli investimenti strategici e verso il piano europeo per gli investimenti esterni, COM(2016) 581 final; (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52016DC0581&from=en>).

<sup>13</sup> *Crowdfunding in the EU capital markets union* (SWD(2016) 154 final); (<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>). Per migliorare l'alfabetizzazione finanziaria delle PMI in materia di crowdfunding nelle sue diverse forme, la Commissione ha sviluppato una guida a livello europeo disponibile al seguente indirizzo web: [https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide\\_it](https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide_it).

<sup>14</sup> Ad esempio, *The European alternative finance benchmarking report*, University of Cambridge, 2015; [http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf](http://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf).



- norme nazionali sull’intermediazione creditizia per i modelli basati sul prestito (come il divieto dei prestiti tra pari in Belgio e il monopolio riservato alle banche per l’esercizio del credito in Germania);
- condizioni per l’ottenimento dell’autorizzazione (ad esempio requisiti patrimoniali);
- requisiti per le imprese (come qualifiche professionali, avvisi sui rischi e informative, due diligence, conflitti di interesse, limiti di investimento).

Tale disomogeneità solleva preoccupazioni in merito alla possibilità per le piattaforme di accedere ad altri mercati nazionali senza dover stabilirvisi, alle modalità di protezione dei consumatori quando i servizi sono forniti temporaneamente a livello transfrontaliero, e alla possibilità per le autorità di tener conto del soddisfacimento dei requisiti in altri Stati membri (ad esempio, relativamente al capitale minimo o alle strutture organizzative).

Sono state inoltre espresse preoccupazioni circa l’obbligo, in alcuni Stati membri, imposto alle piattaforme di crowdfunding basato su investimenti, di ottenere un’autorizzazione nell’ambito dei regimi nazionali, anche quando sulla base del loro passaporto MiFID sarebbero già autorizzate a fornire servizi di investimento transfrontalieri in relazione agli strumenti finanziari MiFID. La Commissione seguirà da vicino gli sviluppi in questo settore.

**La Commissione valuterà tali questioni** confrontandosi con le piattaforme di crowdfunding, le autorità europee di vigilanza e gli Stati membri.

La Commissione invita gli Stati membri a valutare **se, nel permettere l’attività transfrontaliera, la normativa nazionale in materia di crowdfunding garantisce un livello efficace e proporzionato di tutela degli investitori e dei consumatori.**

### 3. OSTACOLI *IN ITINERE*

#### 3.1. Obbligo di residenza imposto ai gestori degli operatori finanziari

L’obbligo di residenza nel paese imposto per la nomina a determinate posizioni ostacola le imprese locali che intendono attrarre talenti dall’estero. Tale imposizione si ripercuote anche sulle imprese straniere che vorrebbero coinvolgere il proprio personale nella gestione delle imprese figlie.

Secondo le informazioni a disposizione della Commissione, tali obblighi sono vigenti in un numero ridotto di Stati membri, e possono riguardare la maggioranza dei membri dei consigli di amministrazione (come in Irlanda e a Cipro) o solo uno o due membri (come in Lituania, in Ungheria e a Malta). Possono poi essere applicati a tutti i tipi di servizi finanziari (a Malta) o solo ad alcuni di essi, come quelli assicurativi, bancari o di gestione di fondi. Alcuni Stati membri (come il Lussemburgo) chiedono che gli alti dirigenti incaricati della gestione quotidiana siano presenti in via permanente presso i locali dell’entità.

Anche se questi obblighi non pongono necessariamente un problema per le banche e le imprese di assicurazioni di grandi dimensioni, la loro idoneità resta incerta e il loro impatto sui prestatori di servizi finanziari più piccoli, ma anche sulle libertà degli individui, rischia di essere negativo.

Gli Stati membri adducono motivazioni diverse a tali requisiti, tra cui l’agevolazione delle attività di vigilanza, la garanzia di una gestione efficace e la prevenzione delle frodi. Tuttavia, queste restrizioni discriminatorie alle libertà fondamentali del mercato unico non sembrano giustificate da ragioni imperative di interesse pubblico, non appaiono adeguate e sono, in ogni

caso, sproporzionate. Infatti, i moderni metodi di comunicazione possono essere considerati, nella maggior parte dei casi, sufficienti per raggiungere alcuni di questi obiettivi.

Ciononostante, le ANC sarebbero pur sempre in grado di chiedere che i gestori dedichino sufficiente tempo all'esercizio del proprio mandato, che siano presenti quando richiesto e che posseggano le conoscenze, competenze ed esperienza necessarie per svolgere tale funzione. Seppure non determinante di per sé, la residenza potrebbe costituire uno degli elementi da considerare a tal riguardo.

La Commissione invita gli Stati membri a **eliminare** gli obblighi di residenza imposti ai gestori degli operatori finanziari, **residenti nell'UE, ove non siano giustificati, idonei o proporzionati**.

### 3.2. Alfabetizzazione finanziaria insufficiente

Data la crescente complessità dei prodotti finanziari, senza un'adeguata comprensione dei rischi sottostanti i consumatori e le PMI rischiano di prendere decisioni finanziarie sbagliate o di perdere investimenti ottimali o opportunità di finanziamento, soprattutto a livello transfrontaliero.

Per questo motivo, gli Stati membri hanno adottato diversi programmi di alfabetizzazione finanziaria<sup>15</sup>. La maggior parte delle iniziative si concentra sull'educazione finanziaria di base rivolta a gruppi sociali ristretti (come i giovani adulti o i pensionati) e ai gruppi vulnerabili (ad esempio gli immigrati e le giovani madri), anche senza includere le opzioni transfrontaliere, in relazione alle quali le conoscenze da parte del pubblico sono disomogenee e incomplete.

La maggior parte degli Stati membri ha avviato iniziative specifiche di sostegno alle PMI. Uno dei settori prioritari di azione per la promozione dell'Unione dei mercati dei capitali risiede quindi nell'integrazione del finanziamento delle PMI nell'UE<sup>16</sup> con un sostegno efficace per le PMI alla ricerca di finanziamenti basati sul mercato, anche in altri Stati membri, attraverso l'identificazione e la condivisione di soluzioni innovative (soprattutto online). In tale contesto, la rete Enterprise Europe fornisce servizi di consulenza capillari alle PMI europee su vari temi, tra cui il miglioramento dell'alfabetizzazione finanziaria.

Qualsiasi soluzione di questo genere dovrebbe tener conto delle forti disparità nei livelli di educazione finanziaria all'interno degli Stati membri e da uno Stato membro all'altro<sup>17</sup>. Le iniziative dovrebbero valutare approcci che vadano oltre i percorsi di istruzione formale e lascino spazio a forme innovative di esperienza pratica.

La Commissione accoglie con favore l'accordo degli Stati membri di proseguire con la promozione dell'alfabetizzazione finanziaria<sup>18</sup> tramite la condivisione delle migliori prassi in materia di concezione, messa in atto e valutazione dei programmi di alfabetizzazione

<sup>15</sup> Cfr. *Financial education in Europe: trends and recent developments*, OECD Publishing (2016), Parigi, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264254855-en>.

<sup>16</sup> Cfr. il programma per la [competitività delle imprese e delle PMI per il periodo 2014-2020 \(COSME\)](#).

<sup>17</sup> Eurobarometro (2012), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/docs/policy/eb\\_special\\_373-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/policy/eb_special_373-report_en.pdf).

<sup>18</sup> Tale lavoro verrà svolto in seno a un sottogruppo di Stati membri guidato dalla Croazia.

finanziaria indirizzati a gruppi e a prodotti finanziari specifici, tenendo conto della dimensione transfrontaliera del fenomeno.

Il gruppo di esperti potrebbe contribuire alle possibili iniziative legate all'Unione dei mercati dei capitali per lo **sviluppo di soluzioni innovative volte a migliorare le conoscenze delle PMI**, sostenendole per quanto riguarda l'accesso alle fonti di finanziamento disponibili sul mercato.

### 3.3. Ulteriori aspetti

La Commissione rileva le segnalazioni di alcuni Stati membri che hanno identificato ostacoli di tipo bancario, tra cui le potenziali restrizioni al trasferimento di liquidità all'interno dei gruppi bancari transfrontalieri imposte delle ANC in aggiunta ai requisiti prudenziali già esistenti. Tali problemi dovrebbero scomparire al più tardi entro il 1° gennaio 2018 con l'introduzione completa del coefficiente di copertura della liquidità ad un livello del 100%, il quale sarà sottoposto a regolare monitoraggio da parte dell'Autorità bancaria europea<sup>19</sup>. Alcuni Stati membri hanno anche riferito della difficoltà che le autorità di vigilanza nazionali riscontrano nell'esentare un ente e le sue imprese figlie situate nell'UE dagli obblighi di liquidità e vigilarli come un singolo sottogruppo di liquidità.

## 4. OSTACOLI EX POST

### 4.1. Differenze nei regimi di insolvenza nazionali

Nell'ultima comunicazione in materia di Unione dei mercati dei capitali<sup>20</sup> è stato sottolineato l'impatto negativo che le inefficienze dei quadri nazionali in materia di insolvenza e le differenze tra di essi causano agli investimenti e ai finanziamenti transfrontalieri, producendo incertezza del diritto, costi aggiuntivi e impedimenti all'efficace ristrutturazione delle imprese economicamente sostenibili nell'UE, ivi compresi i gruppi transfrontalieri.

La Commissione invita gli Stati membri e il Parlamento europeo a **sostenere la recente proposta della Commissione sulla ristrutturazione delle imprese e sulla seconda opportunità**<sup>21</sup> e a valutarne le disposizioni alla luce degli obiettivi concordati per l'ampliamento del mercato interno.

Inoltre, tali divergenze a livello nazionale influiscono sui finanziamenti bancari, che devono fronteggiare situazioni diverse in termini di ritardi, costi e recupero di valore. Onde delineare un quadro attendibile e dettagliato della situazione, la Commissione ha avviato un'iniziativa mirata all'analisi comparativa dei sistemi nazionali di recupero crediti, comprensiva anche dei regimi di insolvenza.

<sup>19</sup> Articolo 412, paragrafo 5, del regolamento (UE) n. 575/2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (CRR).

<sup>20</sup> Cfr. comunicazione della Commissione del 14 settembre 2016: *Unione dei mercati dei capitali — Accelerare le riforme* (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1487687213186&uri=CELEX:52016DC0601>).

<sup>21</sup> Il 22 novembre 2016 la Commissione ha presentato una proposta di direttiva riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE (COM(2016) 723).

L'esercizio di analisi comparativa, i cui risultati sono attesi per l'estate 2017, aiuterà gli Stati membri che intendono accrescere l'efficacia e la trasparenza dei regimi nazionali in materia di insolvenza e recupero crediti.

#### 4.2. Sistemi di esenzione dalle ritenute alla fonte discriminatori e onerosi

Gli investitori operanti sui mercati dei capitali e gli Stati membri hanno più volte indicato i sistemi di esenzione dalle ritenute alla fonte quale forte deterrente per gli investimenti transfrontalieri. Come rammentato dal Consiglio Ecofin del novembre 2015 a sostegno delle iniziative per l'Unione dei mercati dei capitali, occorrono “soluzioni pragmatiche agli ostacoli fiscali di lunga data, come la doppia imposizione legata agli attuali regimi di ritenuta alla fonte”.

Considerando tale mandato politico, il gruppo di esperti ha discusso della natura del problema e delle migliori prassi esistenti. Il gruppo ha espresso il parere che un'Unione dei mercati dei capitali ben funzionante deve affrontare tale questione, pur riconoscendo che qualsiasi attività successiva alla mappatura degli ostacoli e delle migliori prassi in tale ambito dovrebbe essere intrapresa in seno ai gruppi di lavoro competenti in materia fiscale.

Per evitare la doppia imposizione degli investimenti transfrontalieri, la maggior parte delle convenzioni fiscali bilaterali prevede il rimborso della ritenuta alla fonte. Nella pratica, tuttavia, gli investitori devono seguire procedure complesse, impegnative e ad elevato consumo di risorse e costi.

Oltre a dover dimostrare il loro luogo di residenza sottostando a complessi requisiti documentali, gli investitori operanti nell'UE sono obbligati a compilare ben 56 moduli nazionali diversi. In molti Stati membri non è nemmeno possibile completare la procedura online. Inoltre, gli investitori devono regolarmente affidarsi ad agenti locali per la presentazione delle richieste di rimborso, mentre le prassi nazionali impediscono loro di ricevere assistenza dagli enti finanziari del rispettivo paese di origine.

Conseguentemente, alcuni Stati membri impiegano addirittura anni per rimborsare le ritenute, il che è inammissibile se si considera che altri Stati membri riescono a garantire il rimborso entro poche settimane<sup>22</sup>.

Affrontare l'onerosità delle procedure di rimborso dalle ritenute è tanto più urgente in quanto queste incidono su tutte le categorie di strumenti finanziari (obbligazioni, azioni e derivati) e su tutte le parti interessate. Costi di adempimento eccessivi ostacolano il recupero dei crediti d'imposta agli investitori al dettaglio e generano ingenti spese amministrative agli investitori istituzionali. Nel gennaio 2016, il costo complessivo delle procedure di rimborso della ritenuta alla fonte è stato stimato in 8,4 miliardi di EUR l'anno in termini di mancate esenzioni fiscali (a causa di procedure di conformità complesse e degli oneri di consulenza), costo delle procedure di recupero e costo-opportunità (un ritardo nel rimborso implica che il denaro non può essere usato per altre finalità)<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> “Workable solutions for efficient and simplified fiscal compliance procedures related to post-trading within the EU” Relazione del Tax Barriers Business Advisory Group per il 2013 ([http://ec.europa.eu/info/publications/report-tax-barriers-business-advisory-group-tbag\\_en](http://ec.europa.eu/info/publications/report-tax-barriers-business-advisory-group-tbag_en)).

<sup>23</sup> Fonte: Centro comune di ricerca della Commissione europea.

Nella raccomandazione sulle procedure di concessione dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte del 2009<sup>24</sup>, la Commissione ha invitato gli Stati membri ad adottare sistemi di esenzione dalle ritenute alla fonte ben funzionanti o, se ciò non è possibile, a stabilire procedure di rimborso rapide e standardizzate.

Uno studio che accompagna la raccomandazione del 2009 ha mostrato che la semplificazione dei sistemi di esenzione dalle ritenute alla fonte produce effetti di ricaduta positivi. Finlandia e Irlanda hanno confermato che, dopo aver introdotto l'esenzione dalle ritenute alla fonte, le procedure di rimborso sono diventate più affidabili ed efficienti, hanno ridotto gli oneri amministrativi e hanno reso disponibili nuove risorse (sia per le amministrazioni fiscali che per gli intermediari finanziari). Analogamente, Germania e Paesi Bassi hanno segnalato che i sistemi elettronici di nuova introduzione hanno aumentato l'efficacia dei meccanismi di controllo e ridotto in modo significativo l'evasione fiscale nei paesi di origine.

Sebbene si siano registrati dei miglioramenti, lo status quo complessivo rimane insoddisfacente, dal momento che le soluzioni sono ben note ma sono state adottate solo in alcuni Stati membri. Sulla base del lavoro di mappatura del gruppo di esperti, la seguente tabella propone un elenco di nove migliori prassi (oltre l'esenzione dalle ritenute alla fonte) con, per ciascuna di esse, l'identificazione dello Stato membro la cui esperienza è particolarmente utile da condividere.

#### *Rimborso rapido*

Migliore prassi	Stato membro
Procedura di "rimborso rapido" adottata	Paesi Bassi
Garanzia del rimborso in tempi brevi (< 6 mesi)	Slovenia (7-30 giorni)

#### *Procedura di recupero tradizionale*

Migliore prassi	Stato membro
Semplificazione dei requisiti documentali (ad esempio ammissibilità di mezzi di prova diversi dal certificato di residenza fiscale, estensione della validità del certificato a più di un anno)	Svezia (nessuna richiesta di informazioni supplementari, ma con applicazione di procedure di revisione)
Istituzione di un unico punto di contatto per la gestione delle richieste di rimborso	Regno Unito (per imprese di grandi dimensioni)
Sostituzione della modulistica di richiesta con un unico documento	Cipro
Moduli di richiesta disponibili online	Portogallo
Possibilità di completare la procedura di rimborso interamente online	Finlandia
Possibilità di gestione della procedura in materia di ritenuta alla fonte da parte di enti finanziari esteri (senza bisogno di agenti locali)	Estonia
Possibilità per gli enti finanziari esteri di richiedere il rimborso per conto dei loro clienti	Lituania

<sup>24</sup> Cfr. raccomandazione della Commissione, del 19 ottobre 2009, sulle procedure di concessione dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1487689473689&uri=CELEX:32009H0784>.

La Commissione invita gli Stati membri a **confermare l'importanza delle nove migliori prassi in materia di ritenuta alla fonte individuate nella tabella di marcia condivisa**. È previsto che ciascuno Stato membro indichi quali migliori prassi intende adottare entro il 2019. I progressi individuali potrebbero essere monitorati impiegando un quadro di valutazione da discutere con gli Stati membri.

La Commissione propone che tale **impegno venga proseguito dai gruppi di lavoro competenti in materia fiscale**, mentre il gruppo di esperti verrebbe regolarmente informato sui miglioramenti raggiunti, assumendo un ruolo di sostegno in ragione dell'importanza della materia ai fini dell'Unione dei mercati dei capitali.

La Commissione collaborerà inoltre con gli esperti fiscali nazionali per promuovere un **codice di condotta in materia di principi per l'esenzione dalla ritenuta alla fonte**. In linea con il piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali<sup>25</sup> e con la recente comunicazione<sup>26</sup>, le migliori prassi individuate dal gruppo di esperti saranno alla base del progetto di **codice di condotta in materia di principi per l'esenzione/il rimborso dalla ritenuta alla fonte**.

Il gruppo di esperti assumerà un ruolo di sostegno e sarà regolarmente informato sui miglioramenti raggiunti.

## 5. CONCLUSIONE E SINTESI DELLE AZIONI PROPOSTE

Questo processo di cooperazione con gli Stati membri si è incentrato sugli ostacoli afferenti alle sfere di competenza nazionale, che possono essere affrontati su base volontaria e su cui gli Stati membri sono disposti a lavorare insieme. Gli ostacoli analizzati sono stati selezionati sulla base della loro natura, al fine di garantire che misure cumulative a livello nazionale possano produrre effetti positivi sugli investimenti transfrontalieri.

Anche se tali ostacoli influiscono ciascuno in misura diversa sugli investimenti transfrontalieri, la valutazione effettuata fin ora non è sostenuta da un'analisi di tipo economico sull'impatto dei singoli ostacoli identificati a livello dell'UE o a livello nazionale.

A seconda della frequenza con cui sono stati indicati nelle risposte alle consultazioni e dagli Stati membri in seno al gruppo di esperti, gli ostacoli possono essere suddivisi in ordine crescente, da quello segnalato meno frequentemente (x) a quello segnalato più frequentemente (xxx).

<b>Gravità dell'ostacolo (in base alla frequenza di segnalazione)</b>	<b>x</b>	<b>xx</b>	<b>xxx</b>
Requisiti di commercializzazione			xxx
Disposizioni amministrative		xx	
Oneri normativi per la commercializzazione transfrontaliera	x		
Difficoltà degli approcci al		xx	

<sup>25</sup> Cfr. Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali del 30 settembre 2015 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1487701322683&uri=CELEX:52015DC0468>).

<sup>26</sup> Cfr. comunicazione della Commissione del 14 settembre 2016: *Unione dei mercati dei capitali — Accelerare le riforme* <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0601&qid=1486647396741&from=EN>.

crowdfunding			
Obbligo di residenza			xxx
Alfabetizzazione finanziaria insufficiente		xx	
Differenze nei regimi di insolvenza			xxx
Sistemi di esenzione dalle ritenute alla fonte			xxx

Visto l'impegno di accelerare le riforme verso la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali, la Commissione invita gli Stati membri a discutere e a raggiungere un accordo sulle azioni indicate di seguito, le quali dovrebbero diventare una tabella di marcia condivisa (Commissione/Stati membri) sugli ostacoli nazionali ai flussi di capitali.

Tale processo non impedisce alla Commissione di valutare eventuali proposte legislative o altri strumenti atti a rimuovere gli ostacoli identificati.

Nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali, la Commissione intende proseguire le consultazioni con tutte le categorie di parti interessate, sia nel settore industriale che in quello istituzionale (come la Banca europea per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti), per raccogliere quanti più pareri informati possibile sugli ostacoli esistenti e sulle soluzioni possibili. A tal proposito, anche il quadro del riesame intermedio dell'Unione dei mercati dei capitali offrirà ulteriori informazioni.

La Commissione valuterà, in collaborazione con gli Stati membri, l'impatto delle azioni concordate nella tabella di marcia sugli investimenti transfrontalieri, nell'ambito dei progressi verso la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali. Il risultato di tale analisi verrà preso in considerazione nel valutare l'opportunità di ulteriori azioni. La Commissione non ritiene esaustivo il seguente elenco di azioni e invita gli Stati membri in seno al gruppo di esperti a identificare ulteriori ostacoli nei settori di applicazione dell'Unione dei mercati dei capitali. Gli argomenti possibili comprendono: i requisiti di segnalazione imposti a livello nazionale in aggiunta alle disposizioni già vigenti a livello di UE; gli ostacoli alla distribuzione online dei fondi d'investimento; gli ostacoli riscontrati dagli investitori istituzionali più piccoli che non possono beneficiare del passaporto MiFID; gli ostacoli legati alla distribuzione dei prodotti finanziari al dettaglio.

Tabella di marcia delle azioni proposte

Argomento	Azione	Attore	Tempistica possibile
Fondi di investimento	Proseguire l'esame delle norme nazionali, al fine di promuoverne l'interpretazione comune e la convergenza normativa in tema di <i>pre-marketing</i> e <i>reverse solicitation</i>	Stati membri	Quarto trimestre 2017
	Continuare la mappatura delle disposizioni amministrative	Gruppo di esperti	Quarto trimestre 2017
	Garantire la pubblicazione di tutti i diritti di notifica applicati ai fondi in maniera completa e semplice su un unico sito web	Stati membri	Quarto trimestre 2017
	Valutare l'istituzione di un unico dominio pubblico per le informazioni legate ai diritti, in forma di un sito web comparativo o di un registro centrale	Gruppo di esperti e ESMA	Quarto trimestre 2017
Fondi pensione	Identificare i fattori che influenzano gli investimenti transfrontalieri, promuovere le migliori prassi negli Stati membri e accrescere la consapevolezza sulle nuove opportunità nell'ambito del piano di investimenti per l'Europa, con il coinvolgimento delle banche nazionali di promozione	Gruppo di esperti con la collaborazione del settore dei fondi pensionistici	Terzo trimestre 2017
Obbligo di residenza	Eliminare dalla normativa e dalle prassi amministrative gli obblighi di residenza imposti ai gestori residenti nell'UE, ove ingiustificati o sproporzionati.	Stati membri	Quarto trimestre 2017
Alfabetizzazione finanziaria	Scambiare le migliori prassi in materia di programmi di alfabetizzazione finanziaria, tenendo conto della dimensione transfrontaliera	Sottogruppo di Stati membri interessati presieduto dalla Croazia	Secondo trimestre 2017
	Contribuire alle possibili iniziative legate all'Unione dei mercati dei capitali per lo sviluppo di soluzioni innovative volte a migliorare le conoscenze delle PMI e a sostenerle nell'accesso alle fonti alternative di finanziamento	Gruppo di esperti	2018
Ritenute alla fonte	Confermare l'importanza delle nove migliori prassi individuate e concordare un elenco da trasporre in un possibile quadro di valutazione	Stati membri	Secondo trimestre 2017



	Discutere i passi successivi in un gruppo di lavoro competente in materia fiscale, affinché ogni Stato membro si impegni in una serie di migliori prassi da adottare per migliorare lo status quo entro il 2019	Esperti fiscali degli Stati membri	Terzo trimestre 2017
	Collaborare con gli esperti fiscali nazionali per la promozione di un codice di condotta in materia di principi per l'esenzione dalla ritenuta alla fonte.	Esperti fiscali degli Stati membri	Quarto trimestre 2017