



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

# Unione dei mercati dei capitali e sistema europeo di regolamentazione e supervisione finanziaria

**Carmine Di Noia**

*Audizione informale*

*Camera dei Deputati - XIV Commissione permanente*

*Politiche dell'Unione europea*

Roma, 16 luglio 2020



# Agenda

- Il progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Markets Union - CMU)
- Come consolidare la CMU
- La vigilanza europea nell'ambito della CMU



# Agenda

- Il progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Markets Union - CMU)
- Come consolidare la CMU
- La vigilanza europea nell'ambito della CMU

# Programma di lavoro della Commissione europea 2020

Documento: COM(2020) 37 e 440 final

«20. Consolidamento dell'Unione dei mercati dei capitali.

➤ Piano d'Azione sull'Unione dei mercati dei capitali

➤ Riesame quadro normativo per le imprese di investimento e i gestori dei mercati (MifidII e Mifir)\*

➤ Revisione sul regolamento sugli indici di riferimento\*»

\*22 luglio 2020: «*quick fix*» e proposta su indici riferimento



# Il percorso verso una Capital Markets Union (CMU)

Action Plan  
 on Building a  
 Capital  
 Markets  
 Union (CMU)




2015

Mid-Term  
 Review of  
 the CMU  
 Action Plan



2017



Next CMU  
*Savings and  
 Sustainable  
 Investment  
 Union*

2019




High-Level  
 Forum  
*Final Report*  
**Novità**

2020  
 (1° semestre)



New Action  
 Plan on CMU  
 (?)



2020  
 (2° semestre)

# High Level Forum Final Report

- DG FISMA istituisce l'*High-Level Forum on Capital Markets Union* a seguito della presentazione del *Next CMU Report* all'Ecofin di ottobre 2019
- 28 esperti in rappresentanza di intermediari, mercati, investitori
- Membri istituzioni europee osservatori su specifiche aree
- 17 raccomandazioni divise in 4 gruppi (cfr. slide in allegato):
  - Finanziamento delle imprese
  - Infrastrutture di mercato
  - Coinvolgimento degli investitori individuali
  - Ostacoli agli investimenti *cross-border*



2020(1°  
semestre)

Discussione  
Ecofin  
10 luglio 2020



# Perché la CMU?

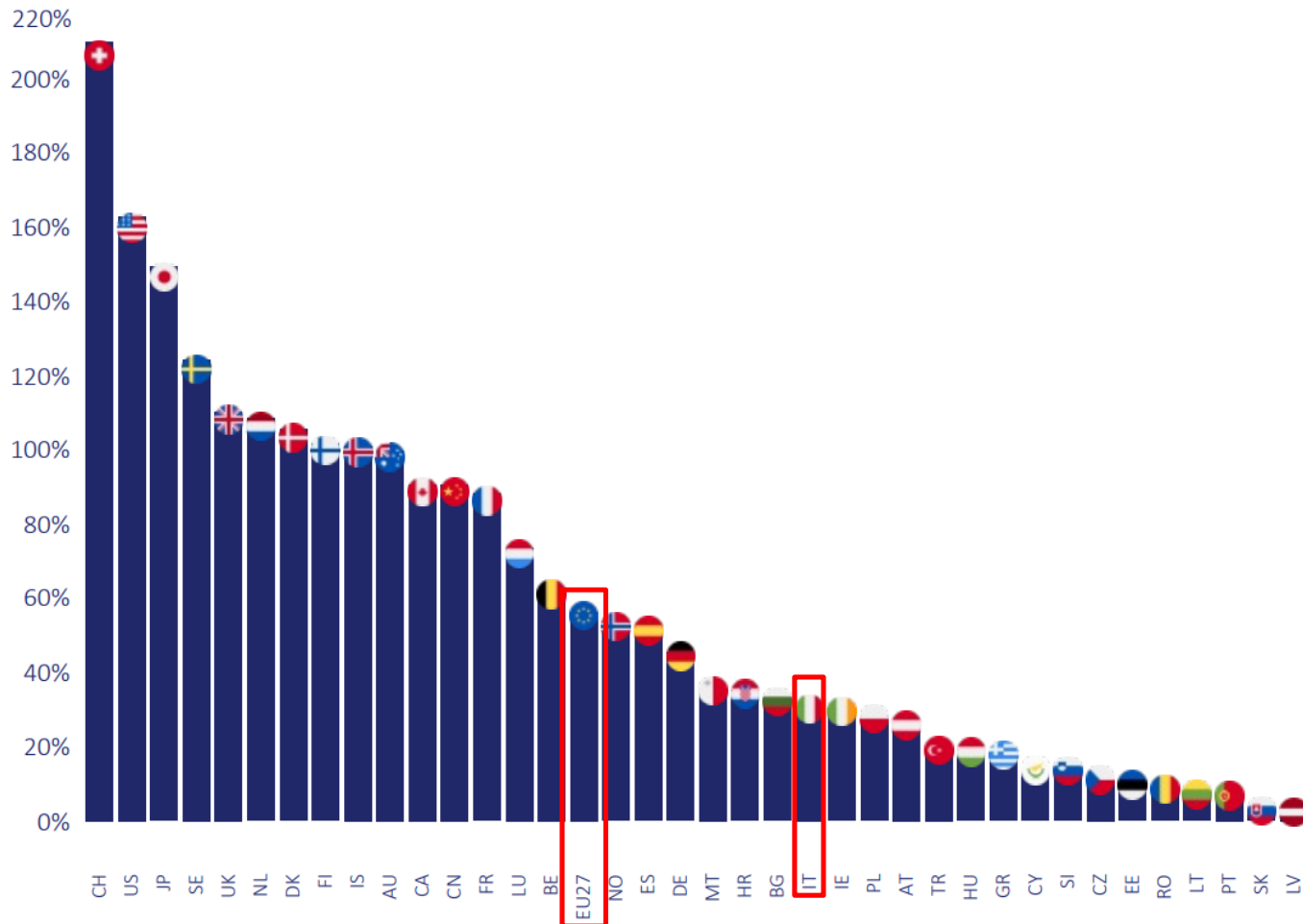
- Banche o mercato?
- in caso di crisi finanziaria i sistemi “mercato-centrici” sono meno colpiti sia dal lato dell’offerta che della domanda<sup>[1]</sup>
- La recessione europea *post* crisi finanziaria (2008) ha testimoniato la fragilità di un sistema economico fondato su PMI dipendenti dal finanziamento bancario
- Investimenti maggiormente diversificati sono più efficienti
- La complementarietà delle fonti di finanziamento e delle forme di investimento riduce la vulnerabilità alle crisi finanziarie

CMU: banche e mercato, riducendo barriere territoriali, regolamentari, culturali

<sup>[1]</sup> Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K. (2014), Financial Structure and Growth, BIS Quarterly Review, March

# CMU: un'opportunità per l'Italia

## ➤ Il ritardo del mercato dei capitali domestico (capitalizzazione/PIL)



Fonte: ECMI Statistical Package, Ottobre 2019  
Dati a fine 2018





# CMU: un'opportunità per l'Italia<sup>(2)</sup>

## ➤ Il ritardo del mercato dei capitali domestico: le PMI

ATTIVITA'	RANKING	L'ITALIA VIENE DOPO...
Investimenti dei <i>business angels</i> (in EU)	13°	UK, ES, D, F, FIN, P, DK, S, A, CH, IE, PL
Investimenti in <i>venture capital</i> (% PIL, mondo)	32°	...P, DK, EST, B, SLO, SK...
Volumi di <i>Crowdfunding</i> (in EU)	9°	UK, F, D, DK, FIN, P, S, B
Volumi di <i>Private Placement</i> (in EU)	3°	D, FR
Società quotate sui mercati per PMI (in EU)	7°	UK, PL, (FIN+SE+DK+IS), RO, (F+NL+B), SE
Capitalizzazione mercati per PMI (in EU)	6°	UK, (FIN+SE+DK+IS), (F+NL+B), SE, D

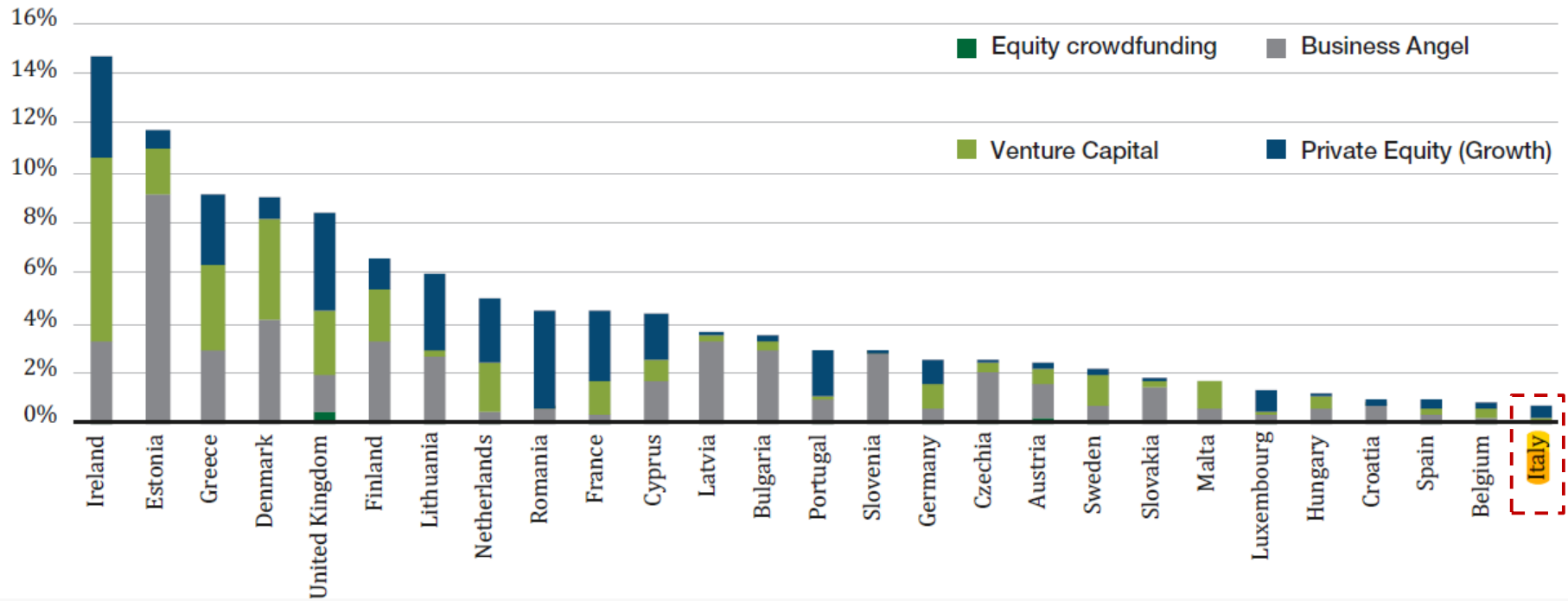
Fonte: *Mid-term Review on CMU - Commission Staff Working Document, 2017*



# CMU: un'opportunità per l'Italia<sup>(3)</sup>

## ➤ Il ritardo del mercato dei capitali domestico: il capitale di rischio

Finanziamenti di *business angels*, *equity crowdfunding*, *venture capital* e *private equity* nei Paesi UE (% totale fonti finanziarie)



Fonte: AFME, *Capital Markets Union Key Performance Indicators*, 2019



# Agenda

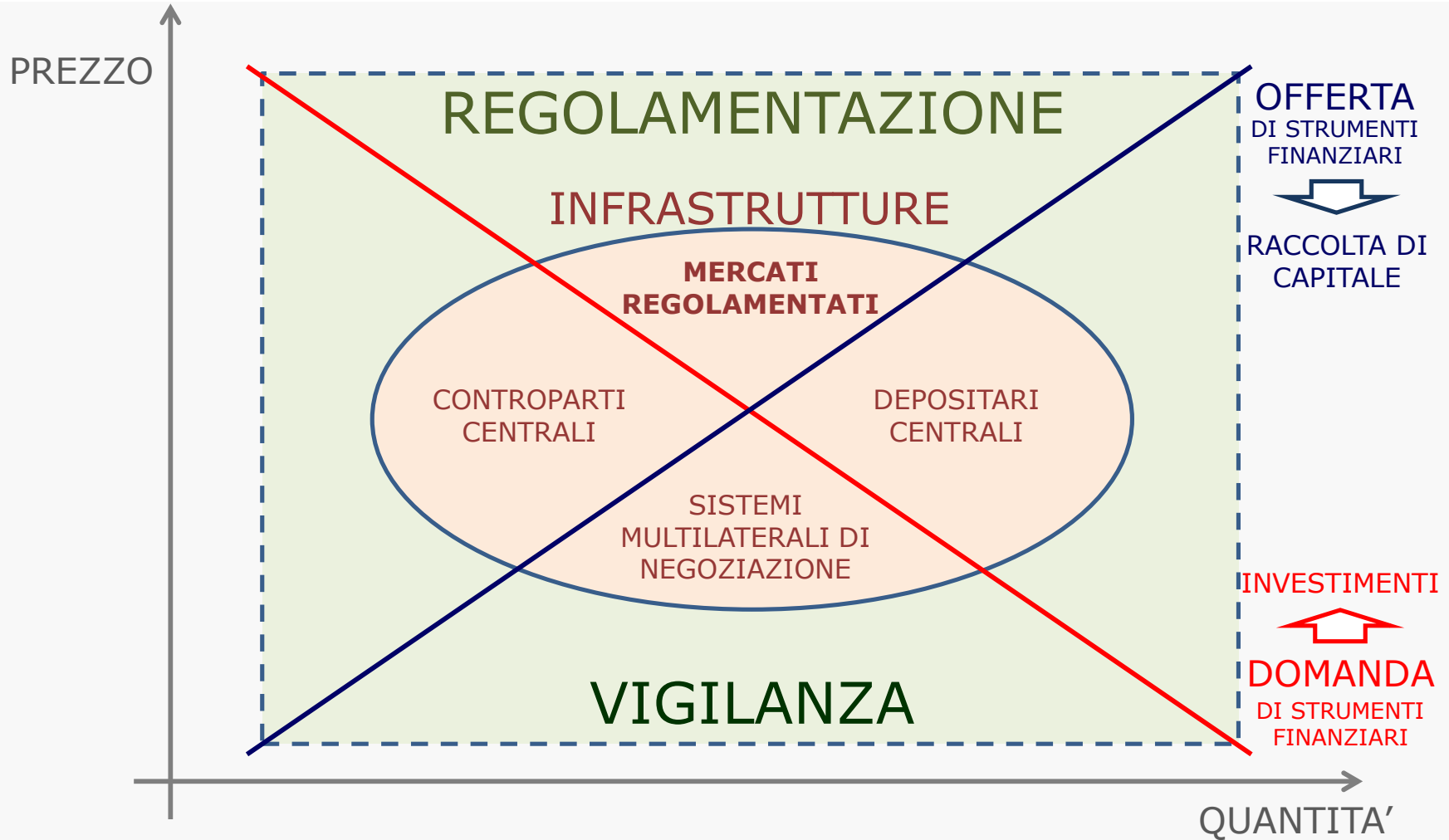
- Il progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Markets Union - CMU)
- Come consolidare la CMU
- La vigilanza europea nell'ambito della CMU



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

# Mercato dei capitali





# Domanda: principali proposte





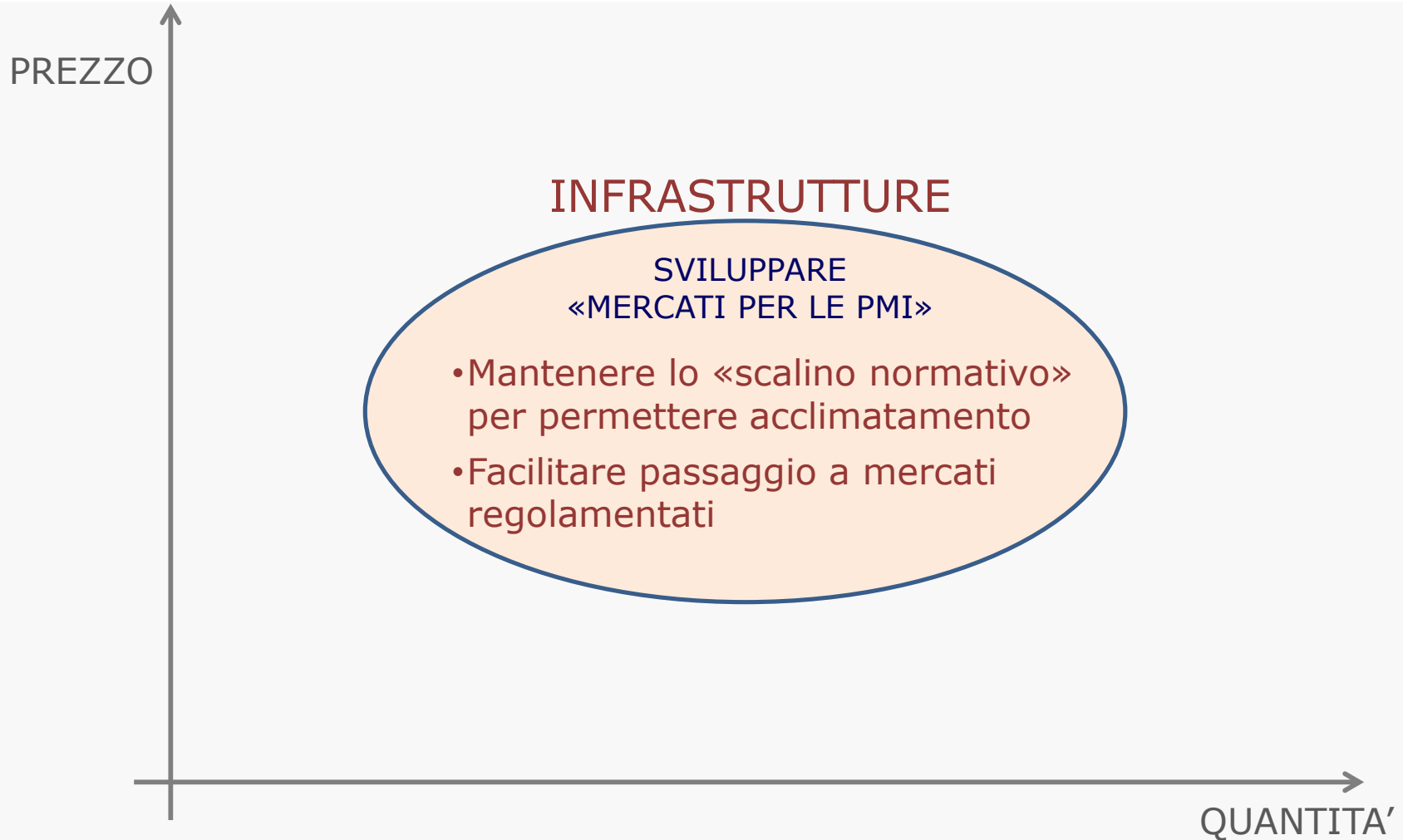
**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

# Offerta: principali proposte



# Infrastrutture di mercato: principali proposte



# Regolamentazione e vigilanza: principali proposte







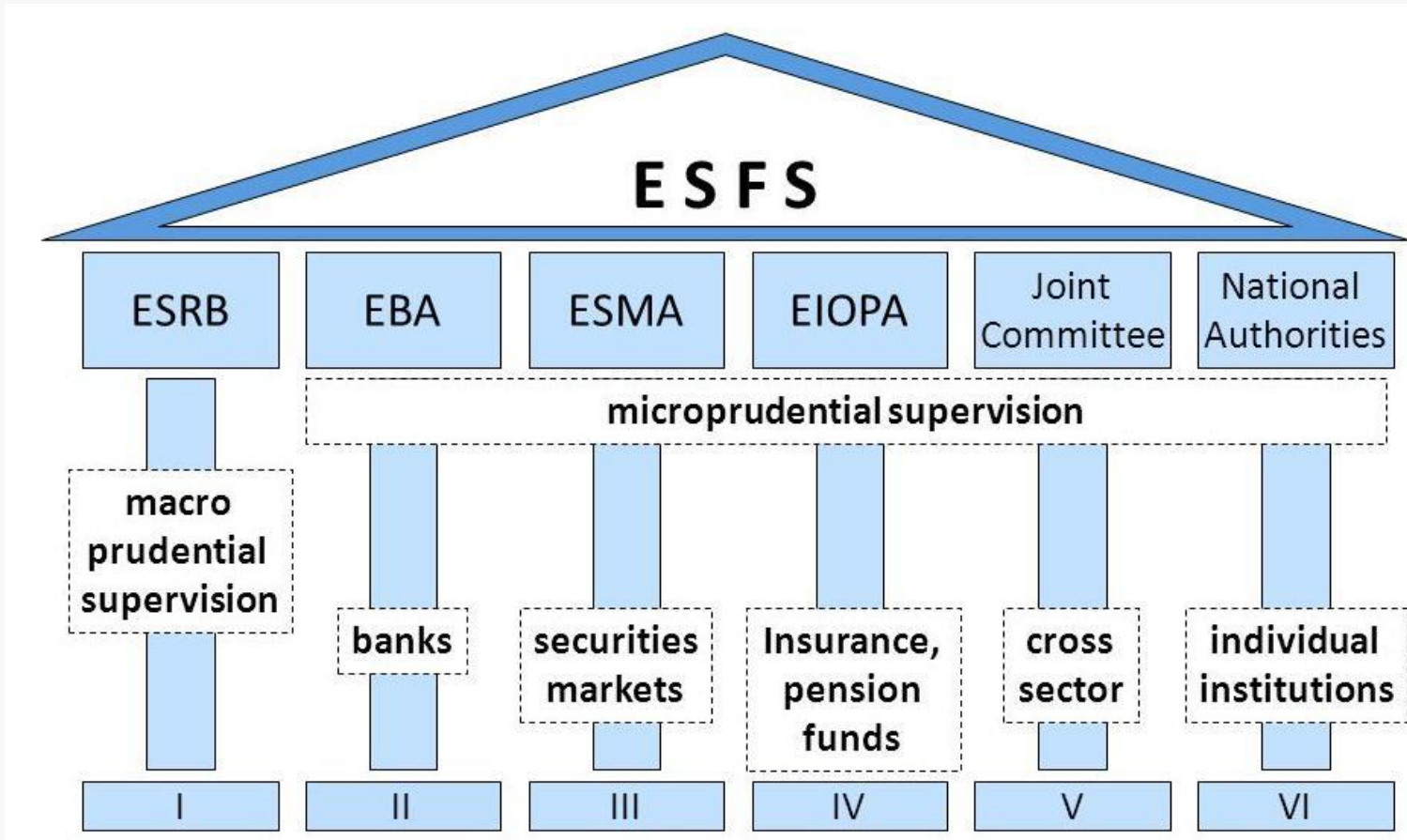
# Agenda

- Il progetto della Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Markets Union - CMU)
- Come consolidare la CMU
- La vigilanza europea nell'ambito della CMU



# Architettura vigilanza Unione europea

➤ Approccio EU misto: settoriale e per finalità (+SSM per banche Euro)





# Principali modelli di vigilanza

## ➤ Modelli di architettura istituzionale molto diversi

Country	Banking	Securities	Insurance/Pension fund
<b>Austria</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>
<b>Belgium</b>	<b>CB/FSA</b>	<b>FSA/CB</b>	<b>CB/FSA</b>
<b>Denmark</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>
<b>Finland</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>
<b>France</b>	<b>PA/IP</b>	<b>PA/IP</b>	<b>PA/IP</b>
<b>Germany</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>
<b>Greece</b>	<b>CB</b>	<b>S</b>	<b>CB/G</b>
<b>Ireland</b>	<b>CB</b>	<b>CB</b>	<b>CB/PF</b>
<b>Italy</b>	<b>CB/S</b>	<b>S/CB</b>	<b>I(CB)/PF</b>
<b>Luxembourg</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>	<b>I/FSA</b>
<b>Netherlands</b>	<b>CB/S</b>	<b>CB/S</b>	<b>CB/S</b>
<b>Portugal</b>	<b>CB/S</b>	<b>S/CB</b>	<b>I</b>
<b>Spain</b>	<b>CB/S</b>	<b>S/CB</b>	<b>G</b>
<b>Sweden</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>
<b>UK (macro FPC)</b>	<b>P(CB)/IP</b>	<b>P(CB)/IP</b>	<b>P(CB)/PF</b>
<b>EU (macro ESRB)</b>	<b>SSM/EBA/CA</b>	<b>ESMA/CA</b>	<b>EIOPA/CA</b>
<b>United States</b>	<b>B/CB</b>	<b>B/CB/S/S</b>	<b>Is/CB</b>
<b>Japan</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>	<b>FSA</b>

CB (Central bank), PA (Prudential Authority on banks, securities and insurance, different from CB), B (Prudential Agency for banks), IP (Investor protection Authority for banks, securities and insurance), S (Securities Authority), I (Insurance Authority), PF (Pension Fund Authority), IPF (Insurance and Pension Fund Authority), FSA (Single prudential and investor protection regulator), G (Government department), CA (National Competent Authorities)



# CMU e vigilanza europea

## Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria e la CMU

- CMU (2015) «rafforzare della convergenza in materia di vigilanza»
- CMU (2017) «rafforzare i poteri dell'ESMA»
- (2017) proposta di revisione del quadro di vigilanza dell'UE – estensione competenze e poteri ESAs (in particolare ESMA) e riforma governance
- (2019) approvazione riforma: successo o fallimento?
- Risultati(?) raggiunti:
  - Nuovi poteri di supervisione diretta dell'ESMA (*benchmarks* e *consolidated tape providers*)
  - Nuova *governance* per le ESAs: più poteri ai Presidenti (diritto di voto, controllo agenda)
  - Maggiore indipendenza: nuove procedure di *peer review*
  - Priorità di vigilanza europea e *supervisory handbooks*
  - Integrazione di sostenibilità e *fintech* tra gli ambiti di competenza delle ESAs
  - ...

# Proposte High Level Forum su vigilanza europea

- Convergenza migliori prassi di vigilanza prerequisito essenziale della CMU
- Cambiamento *governance* ESMA EIOPA (*Executive board* con Pres+VP+4 *independent directors* nominati da Consiglio con conferma Parlamento EU)
- Mancato accordo su supervisore unico per i mercati e ampliamento poteri di vigilanza diretti di ESMA e EIOPA
  - **Contrari:**
    - Mercati ancora troppo frammentati e armonizzazione regolamentare troppo debole per un accentramento di competenze
    - Autorità nazionali meglio equipaggiate per comprendere specificità singoli mercati
    - Rischi di duplicazione dei compiti e incremento costi
    - Dimensione dei soggetti vigilati non sempre allineata a carattere sistemico (es. grandi entità operanti esclusivamente in un Paese)
  - **Favorevoli:**
    - *Single supervisor* essenziale per costruire mercati dei capitali integrati ed efficienti
    - ESMA dovrebbe vigilare direttamente le realtà a maggiore presenza internazionale, con attività caratterizzata da alto rischio di contagio
    - Ridurre potenziale arbitraggio regolamentare



# Conclusioni

- Consolidamento della **CMU** al centro dell'agenda europea: **uno dei 3 pilastri** insieme a crescita sostenibile e finanza digitale
- **Ricostruzione post Covid-19** opportunità per CMU: maggiore bisogno di capitale per le imprese + canalizzazione risparmio verso «economia reale»
- Necessità di regole per emittenti, intermediari, mercati e investitori **più semplici e proporzionali**
- *Better regulation*, analisi di impatto, limiti al *gold plating* su regole e prassi di vigilanza, Testi Unici delle discipline europee
- Troppo presto per autorità solo centrali; troppo tardi per Autorità solo nazionali: **sistemi federali?**



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

# Allegati

# Le raccomandazioni del *Final Report* dell'*High Level Forum*

## *Issues to be solved*

- 1 Fragmented and scattered company data
- 2 Few investment vehicles available for late stage and long-term investment
- 3 Insurers' underinvestment in equity
- 4 Banks' withdrawal from market making and banks' underinvestment in equity
- 5 Limited capacity of banks' balance sheets to extend funding to SMEs
- 6 Public listing is too burdensome and costly especially for SMEs – Few IPOs
- 7 Underused potential of crypto/digital assets

## *Proposed recommendations*

- Set up a European Single Access Point (ESAP) for company data
- Targeted review of the ELTIF framework and introduction of tax incentives
- Targeted review of Solvency II and further work at the IASB
- Implementation of Basel III rules in the prudential framework for banks
- Targeted review of the securitisation framework
- Alleviation of listing rules
- Legal certainty and clear rules for the use of crypto/digital assets



# Le raccomandazioni del *Final Report* dell'*High Level Forum*<sup>(2)</sup>

## *Issues to be solved*

- 8 Fragmented provision of settlement services discourages cross-border trading
- 9 Lack of harmonisation across MBs of rules governing the attribution of entitlements to voting rights prevent investors from the exercise of ownership rights
- 10 Dependence of EU financial operators on providers of cloud services
- 11 Unsustainable and inadequate pensions, little retail investor participation in capital markets, few long-term oriented institutional investors

## *Proposed recommendations*

- Targeted changes to CSD passport, supervision cross-currency rules in CSDR
- Targeted review of SRD 2
- Standardisation of contractual terms for the provision and use of cloud services by EU financial operators and new rules to enable firms and supervisors to monitor and contain risks
- Pension dashboard for Member States, pension tracking systems for individuals and auto enrolment in occupational pension schemes

# Le raccomandazioni del *Final Report* dell'*High Level Forum*<sup>(3)</sup>

## *Issues to be solved*

- 12 Lack of understanding by and trust of retail investors and their low participation in capital markets
- 13 Distribution of inadequate investment products due to a conflict of interest or inadequate quality of advice, and inconsistent, non-intelligible, not comparable and insufficient disclosures for investment products and services
- 14 Unexploited potential from data sharing

## *Proposed recommendations*

- Legislative and non-legislative measures to foster financial literacy and engagement
- Targeted amendments, in particular to IDD, MiFID II and PRIIPs Regulation to improve disclosure. Amendments to IDD, MiFID II to improve the fairness and quality of financial advice. Creation of a voluntary pan-European quality mark (label) for financial advisors.
- Regulatory framework for open finance

# Le raccomandazioni del *Final Report* dell'*High Level Forum*<sup>(4)</sup>

## *Issues to be solved*

- 15 Lengthy and costly WHT reclaim processes deter cross border investment
- 16 Different and partly inefficient insolvency process across MS discourage cross border investment
- 17 Differences in supervision across MS entails legal uncertainty

## *Proposed recommendations*

- Legislative proposal to harmonise tax definitions, processes, forms and put forward a proposal to introduce a standardised system for WHT relief at source
- Targeted harmonisation of central elements in corporate insolvency law
- Legislative amendments to strengthen governance, powers and toolkit of ESMA and EIOPA

# CMU: evoluzione (rivoluzione?) del sistema finanziario europeo

## Obiettivi

- Finanziare l'innovazione, le *start-up* e le società non quotate
- Semplificare l'accesso e la raccolta di capitali sui mercati dei capitali aperti al pubblico da parte delle imprese
- Investire a lungo termine: investimenti infrastrutturali sostenibili
- Promuovere gli investimenti istituzionali e al dettaglio
- Mobilitare la capacità bancaria per sostenere l'economia nel suo complesso



*Action Plan  
(2015)*

- Facilitare gli investimenti transfrontalieri
- Rafforzare la vigilanza sui mercati dei capitali per favorirne l'integrazione
- Incrementare la proporzionalità della regolamentazione per rilanciare le IPO e supportare le imprese di investimento
- Garantire una piena affermazione delle potenzialità del fintech
- Consolidare il ruolo guida dell'Europa in materia di investimenti sostenibili



*Mid term  
review  
(2017)*