



9 maggio 2017

n. 85

Relazione della Commissione europea “Accelerare l'unione dei mercati dei capitali eliminando gli ostacoli nazionali ai flussi di capitale” (COM(2017)147)

Tipo di atto	<i>Relazione</i>
Data di adozione	<i>24 marzo 2017</i>
Settori di intervento	<i>Investimento all'estero – movimenti di capitali</i>
Esame presso le istituzioni dell'UE	<i>Assegnato alla Commissione ECON (Affari economici e monetari) del Parlamento europeo</i>
Assegnazione	<i>29 marzo 2017--- VI (Finanze)</i>
Segnalazione da parte del Governo	<i>30 marzo 2017</i>

FINALITÀ / MOTIVAZIONE

La relazione si inquadra nell'ambito della **revisione di medio termine** del [Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali](#) (UMC), attesa per giugno 2017.

L'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI

L'UMC è stata elaborata nel corso del 2015 anche in risposta alla crisi economico- finanziaria esplosa nel 2008, che ha drammaticamente evidenziato che uno dei fattori di riduzione dei tassi di crescita è l'indisponibilità di crediti a tassi adeguati. Il Piano d'azione per l'UMC individua oltre **trenta iniziative, legislative e non** (da completare entro la fine del 2019), per la creazione di un mercato dei capitali integrato dell'UE, con i seguenti obiettivi:

- di utilizzare il mercato dei capitali come mezzo per **migliorare l'integrazione europea**, attraverso l'eliminazione delle

barriere nazionali e l'**armonizzazione delle regole** inerenti alla **libera circolazione dei capitali**. In particolare, si intende promuovere la mobilità transfrontaliera di capitali favorendone il miglior utilizzo in termini di prospettive di impiego e dei capitali stessi;

- **aumentare le possibilità di scelta dei risparmiatori** nell'impiego dei loro risparmi e, allo stesso tempo, dei soggetti che necessitano di accedere al credito anche attraverso una **riduzione dei costi**;
- tenuto conto delle **criticità e della vulnerabilità delle banche** alla luce delle crisi sistemiche emerse e al fine di eliminare il rischio di “circoli viziosi” tra **sofferenze bancarie e indebitamento pubblico**, **ridurre il banking lending** e **canalizzare il risparmio** verso impieghi più redditizi del sistema produttivo, potenziando il ruolo degli investitori istituzionali come i **fondi pensione e assicurativi** nel finanziamento

dell'economia reale (in particolare di PMI e start-up).

Secondo i dati della Commissione europea, l'economia dell'UE ha le stesse dimensioni di quella statunitense, ma i **mercati degli strumenti di capitale in Europa corrispondono a meno della metà dei loro omologhi statunitensi**, e i mercati del debito a meno di un terzo.

Inoltre, le **PMI europee ricevono dai mercati dei capitali cinque volte meno finanziamenti rispetto alle PMI statunitensi**. Se i mercati di *venture capital* avessero spessore pari a quello USA, tra il 2009 e il 2014 le imprese avrebbero avuto a disposizione finanziamenti per oltre 90 miliardi di euro. Se le **cartolarizzazioni** dell'UE potessero tornare ai livelli di emissione medi pre-crisi, le banche sarebbero in grado di erogare **crediti supplementari al settore privato per oltre 100 miliardi di euro**. E se le cartolarizzazioni delle PMI fossero riportate a livelli pari alla metà del picco raggiunto durante la crisi, sarebbe possibile generare 20 miliardi di euro di finanziamenti supplementari. Anche le esigenze di investimento sono considerevoli: si stima, ad esempio, che per la transizione dell'UE verso un'economia a basse emissioni di carbonio saranno necessari investimenti per 200 miliardi di euro l'anno.

Per realizzare l'UMC la Commissione ha identificato **cinque priorità** iniziali:

- **semplificare** la **documentazione** richiesta per la raccolta di capitali nel mercato;
- sviluppare **tecniche e metodologie standardizzate** per la **valutazione del merito creditizio delle PMI**: l'obiettivo è quello di facilitare l'accesso alle informazioni sulle PMI ai meno esperti o ai chi presta denaro senza essere una banca, come le compagnie assicurative e di gestione patrimoniale;
- rilanciare le **cartolarizzazioni (securitisation) di alta qualità**, ovvero semplici, trasparenti e sicure, strumento utile per mettere insieme un pacchetto di diversi crediti e collocarlo tra gli investitori qualificati.

Al riguardo, si segnala che è in corso di esame da parte del Consiglio dell'UE e del Parlamento europeo una proposta di regolamento per l'istituzione di una cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (STS) che offra maggiore

sicurezza agli investitori e che aumenti la capacità di leveraging bancario rendendo meno stringenti i requisiti di capitale per le banche che investono in cartolarizzazioni STS;

- promuovere sviluppo dei **Fondi Europei per l'investimento a lungo termine**, anche creando nuove tipologie di strumenti assicurativi e fondi pensione;
- **armonizzare la normativa relativa ai collocamenti sul mercato**, al fine di **eliminare gli ostacoli nazionali**, come ad esempio la legislazione sull'insolvenza e le regole in materia di documentazione.

LA CONSULTAZIONE SULLA REVISIONE DI MEDIO TERMINE DELL'UMC

Il 20 gennaio scorso la Commissione europea ha avviato una consultazione sullo stato di attuazione dell'Unione dei mercati dei capitali, con l'obiettivo di raccogliere commenti su eventuali integrazioni all'UMC, alla luce del lavoro già svolto e degli sviluppi più recenti sui mercati finanziari.

Il dopo Brexit

Il Vice Presidente della Commissione europea, Valdis **Dombrovskis**, nel corso di un intervento lo scorso aprile sulla revisione di medio termine del progetto UMC, ha affermato che con **l'uscita dall'UE del Regno Unito**, il più grande mercato finanziario in Europa, la Commissione europea spera di riconvertire il progetto dell'UMC per stimolare l'aumento del capitale privato nel resto dell'UE. Come affermato dal Vice Presidente: "Londra ha tradizionalmente raccolto e gestito liquidità da tutta Europa (...) la prospettiva del più grande centro finanziario europeo che lascia il mercato unico rende il nostro compito più impegnativo ma ancor più importante".

Dombrovskis ha chiesto il raddoppiamento degli sforzi per stimolare l'emergere di mercati dei capitali che siano complementari al prestito bancario e ha elencato i **settori in cui il Regno Unito ha una quota di mercato del 70 %**, ai quali deve essere prestata particolare attenzione: la **negoiazione** e la regolamentazione dei **derivati**, nonché la gestione di **fondi di investimento alternativi** come gli *hedge funds*.

Ad avviso del Vice Presidente, le modifiche all'UMC prevista tra 27 Stati membri sollevano la questione della conformità alla finalità dell'architettura istituzionale di vigilanza

finanziaria europea e questa potrebbe essere l'opportunità di considerare **modifiche** mirate ai **poteri dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati** (ESMA).

La Commissione sta inoltre esaminando la modifica delle norme europee sui fondi UCITS e sui fondi d'investimento alternativi per favorire il **“passaporto” transfrontaliero**, ad esempio riducendone i costi. A tale riguardo, il Vice Presidente ha annunciato l'eventualità di una proposta legislativa per affrontare i restanti ostacoli al **passaporto transfrontaliero dei fondi**, sottolineando che spesso tali ostacoli hanno origine in accordi residui di Paesi ospitanti, che non sono affrontati nella legislazione dell'UE.

CONTENUTI

La relazione illustra i risultati di un gruppo di lavoro, presieduto dalla Commissione europea e formato da rappresentanti degli Stati membri, che aveva il compito di individuare, sulla base di una **valutazione reciproca dei requisiti nazionali** e sulla condivisione delle migliori prassi, gli **ostacoli nazionali ai flussi transfrontalieri di capitali**, con l'obiettivo di rimuovere le barriere e agevolare gli investimenti transfrontalieri. A seconda della frequenza con cui sono stati indicati dagli Stati membri in seno al gruppo di esperti, tali ostacoli possono essere *ex ante*, *in itinere* ed *ex post*.

Nella **prima categoria (*ex ante*)** rientrano:

OSTACOLI ALLA DISTRIBUZIONE TRANSFRONTALIERA DEI FONDI DI INVESTIMENTO

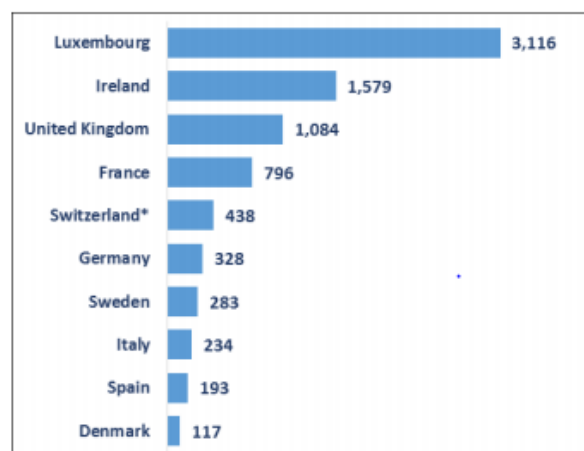
Requisiti di commercializzazione

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.

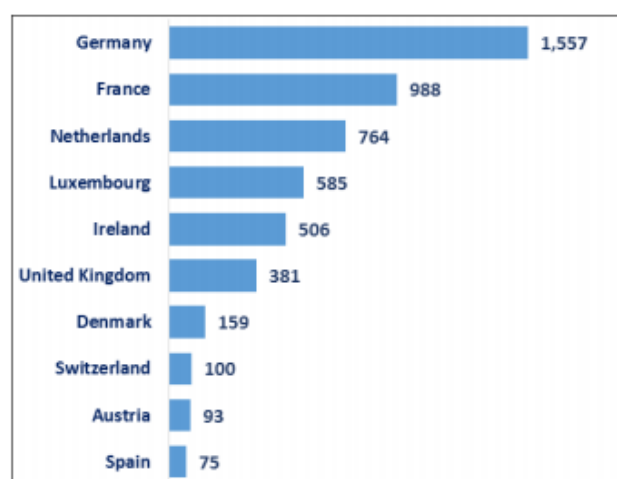
Secondo i dati diffusi a marzo 2017 dall'Associazione europea dei fondi d'investimento e dell'*asset management* (EFAMA), il 2016 è stato un altro anno record, **con un patrimonio netto di fondi di investimento europei in aumento a un massimo storico di 14.142 miliardi di euro** (di cui 8.658 gestiti in prodotti OICVM e 5.483 in FIA) e una **raccolta netta di fondi di**

investimento alternativi (FIA) che ha raggiunto il suo livello più alto con **184 miliardi di euro**.

Il grafico che segue illustra il patrimonio complessivo dei fondi OICVM nei principali Paesi europei (dati in miliardi di euro):



Di seguito, i dati sul patrimonio dei fondi FIA:



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. Tali limitazioni derivano dal fatto che gli Stati membri hanno imposto **requisiti nazionali supplementari** dagli Stati membri in sede di recepimento della [direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi](#) e della [direttiva sui OICVM](#).

Le società di gestione, infatti, 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.

Al riguardo, la Commissione europea auspica una **maggiore convergenza** tra gli Stati membri per quanto riguarda l'**interpretazione** de:

- le **attività precedenti alla commercializzazione** (c.d. di *pre-marketing*), che comprenderebbero le situazioni in cui una versione provvisoria della documentazione del fondo, ma non il materiale di sottoscrizione, sia fornita a un numero limitato di potenziali clienti professionali;
- **attività su iniziativa del cliente** (c.d. *reverse solicitation*), intese come richieste da parte di un cliente 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.

Modalità amministrative

Ad avviso della Commissione, **alcune modalità amministrative nazionali** applicate dagli Stati membri ospitanti **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 le **strutture per il rimborso, la sottoscrizione e l'ottenimento di pagamenti** debbano **avere sede nel proprio territorio nazionale**. Diversi Stati membri applicano lo stesso obbligo anche ai FIA commercializzati presso gli investitori al dettaglio o richiedono che le funzioni degli agenti pagatori siano svolte da un ente creditizio locale per ragioni di tutela dei consumatori. Alcuni Stati membri impongono anche la nomina di un distributore locale dopo la commercializzazione degli OICVM o dei FIA presso gli investitori al dettaglio.

In **Italia** le procedure di accesso al mercato variano a seconda degli investitori ai quali l'offerta viene indirizzata. Nel caso in cui si intenda offrire un fondo di investimento estero solo **ad investitori professionali**, si applica il **regime della cosiddetta "registrazione light"**, che prevede la notifica da "Autorità dello stato membro di origine a quella dello Stato membro ospitante", con il solo requisito di fornire la documentazione sui documenti chiave per l'investimento in lingua italiana e di rendere pubblico ed accessibile il valore complessivo netto del patrimonio (*Net asset value*, NAV) del fondo.

Nel caso in cui si intenda **offrire il fondo ad investitori al dettaglio** (cd. regime di registrazione "pieno") vi sono ulteriori adempimenti:

- **nomina di un agente incaricato dei pagamenti locale** che svolga le funzioni di i) intermediario per l'esecuzione da parte degli investitori italiani di richieste di sottoscrizione, riscatto e conversione; ii) soggetto che cura l'offerta nei confronti di investitori italiani; iii) soggetto che applica la ritenuta fiscale in Italia; **produzione e deposito di un modulo di sottoscrizione**, da utilizzarsi da parte di investitori italiani al fine di sottoscrivere, convertire e riscattare azioni o quote di fondi di investimento OICVM stranieri per il tramite dell'agente incaricato dei pagamenti; **adempimento dell'obbligo di pubblicazione presso l'archivio prospetti della Consob**, a seguito dell'approvazione iniziale ed in caso di aggiornamento della documentazione d'offerta.

In questo ambito, la Commissione invita gli Stati membri ad **eliminare gli oneri amministrativi superflui entro il 2019**.

Oneri regolamentari per la commercializzazione transfrontaliera

L'attribuzione del **passaporto transfrontaliero** 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): a titolo di esempio, i diritti di registrazione *una tantum* per un OICVM autonomo possono andare dai 115 ai 1.100 euro, mentre i diritti di registrazione *una tantum* per un FIA autonomo possono andare dai 200 ai 2.500 euro. Gli oneri annuali possono andare da 200 a più di 4.000 euro.

Il gruppo di esperti ha evidenziato le difformità esistenti, 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, tali oneri possono rappresentare un peso notevole, soprattutto per i gestori di piccole dimensioni.

In tale ambito, la Commissione europea invita gli Stati membri a **pubblicare informazioni su tutte le commissioni di notifica**, sia *una tantum* che annuali, applicate ai fondi, su un unico **sito web nazionale** aperto al pubblico, e valuta altresì la possibilità di **creare un unico**

dominio pubblico europeo per le informazioni ad essi relative, in forma di un sito web comparativo o di un registro centrale.

REQUISITI APPLICATI AGLI INVESTIMENTI DEI FONDI PENSIONE

La ricognizione effettuata conferma che molti Stati membri applicano **limiti all'investimento dei fondi pensione in diverse classi di attività**, in azioni negoziate in mercati non regolamentati o in azioni non quotate. La grande maggioranza delle restrizioni geografiche, giustificate da norme prudenziali generali, si applica unicamente agli investimenti al di fuori dell'UE, dello Spazio economico europeo (SEE) e/o dell'OCSE.

In **Italia** il decreto Ministero dell'economia e delle finanze del 2 settembre 2014, n. 166, che disciplina i limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e regola i conflitti di interesse, consente ai fondi pensione di:

- effettuare **operazioni di pronti contro termine** ed il prestito titoli, ai fini di una gestione efficiente del portafoglio, realizzate all'interno di un sistema standardizzato, organizzato da un organismo riconosciuto di compensazione e garanzia ovvero concluse con controparti di primaria affidabilità, solidità e reputazione e sottoposte alla vigilanza di un'autorità pubblica;
- **detenere liquidità**, in coerenza con quanto previsto dalla politica di investimento adottata;
- **utilizzare derivati**, stipulati esclusivamente per finalità di **riduzione del rischio di investimento** o di efficiente gestione.

Permane, invece, il **divieto di vendite allo scoperto** e di operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto.

Il Decreto 166 prevede inoltre che le disponibilità del fondo pensione debbano essere investite in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, mentre l'**investimento** in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in **FIA** dovrà essere **mantenuto a livelli prudenziali**, e complessivamente **contenuto entro il limite del 30%** delle disponibilità complessive del fondo pensione. In ogni caso il fondo pensione avrà l'onere di motivare adeguatamente il ricorso a investimenti alternativi.

La Commissione individua nel **Fondo europeo per gli investimenti strategici** (FEIS, cd. "piano Juncker"), un'opportunità per accrescere gli investimenti transfrontalieri dei fondi pensione, e a tal fine invita gli Stati membri a:

- promuovere le opportunità offerte dal **polo europeo di consulenza sugli investimenti** e dal [portale europeo dei progetti di investimento](#);

- **rafforzare il ruolo delle banche nazionali di promozione** (BNP) e la complementarità dei fondi pubblici e privati;
- favorire, in collaborazione con la Banca europea per gli investimenti, la **costituzione di una rete di BNP**.

Inoltre, a breve la Commissione dovrebbe presentare un quadro per **prodotti pensionistici** individuali dell'UE.

*Come evidenziato dal Governo nella relazione programmatica sulla partecipazione dell'Italia all'UE, un regime armonizzato per i cd. Pan European Pension Products (PEPPs), ossia **prodotti pensionistici ad accumulazione di natura personale e non occupazionale**, che affianchi quelli attualmente previsti dalle varie legislazioni nazionali (cd. 29esimo regime) appare molto simile a quella dei fondi pensione aperti esistenti in Italia e gli elementi tendenti a favorire la comparabilità e la concorrenza si porrebbero in linea con l'ordinamento italiano e con le sue più recenti prospettive di evoluzione.*

DIFFORMITÀ DEGLI APPROCCI IN MATERIA DI CROWDFUNDING

In rapporto a quanto avviene in Nord America e Asia, il mercato del *crowdfunding* in Europa risulta ancora poco sviluppato. Secondo i dati più recenti (riferiti al 2015 e diffusi dalla *Crowdfunding Industry*) il settore ha mobilitato nel 2016 **17,2 miliardi di dollari** in **Nord America** e **10,5 miliardi** in **Asia**, a fronte di **6,2 miliardi** mobilitati in Europa.

Secondo la Commissione, i **potenziali ostacoli** all'attività transfrontaliera a livello nazionale includono differenze in materia di:

- **definizioni di crowdfunding** per i modelli basati su investimenti;
- **norme nazionali sull'intermediazione creditizia** per i modelli basati sul prestito;
- **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).

In particolare, sono state inoltre espresse riserve circa l'obbligo, imposto in alcuni Stati membri alle **piattaforme di crowdfunding** basato su investimenti, di ottenere un'**autorizzazione specifica** nell'ambito dei regimi nazionali, anche quando sulla base del loro passaporto MiFID sarebbero già autorizzate a fornire servizi di investimento transfrontalieri.

In Italia, l'attività di gestione di un portale di *crowdfunding* è riservata alle imprese di investimento ed alle banche autorizzate ai servizi di investimento, nonché a tutti i soggetti iscritti nel registro della Gestione di portali per la raccolta di capitali per le PMI, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in PMI, tenuto dalla Consob.

L'art.50-quinquies del Testo unico sulla finanza (TUF) stabilisce che l'iscrizione in tale registro è subordinata al ricorrere di alcuni requisiti.

- i soggetti richiedenti devono avere forma di società per le azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di cooperativa;
- la sede legale e amministrativa deve essere in Italia; nel caso di soggetti comunitari deve comunque esservi una stabile organizzazione sul territorio;
- l'oggetto sociale deve essere conforme a quanto previsto dal comma 1
- coloro i quali detengono la quota di controllo della società, nonché coloro i quali svolgono funzione di amministrazione, direzione e controllo devono essere in possesso di requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob e di professionalità.

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

Per quanto riguarda gli ostacoli *in itinere*, la Commissione annovera:

OBBLIGO DI RESIDENZA E LOCALIZZAZIONE IMPOSTO AI MANAGER DEGLI OPERATORI FINANZIARI

L'obbligo di residenza ostacola le imprese locali che intendono attrarre talenti dall'estero, ma anche le imprese straniere che vorrebbero coinvolgere il proprio personale nella gestione delle imprese figlie. Tali obblighi sarebbero vigenti in un numero ridotto di Stati membri nella legislazione o nella prassi di vigilanza, e sono applicati a tutti i tipi di servizi finanziari o solo ad alcuni di essi, come assicurazioni, banche o gestori di fondi, ma risultano pregiudizievoli soprattutto per i prestatori di servizi finanziari più piccoli.

Pertanto, la Commissione invita gli Stati membri a eliminare gli obblighi di residenza imposti ai

manager delle società finanziarie aventi sede nell'UE, ove non siano giustificati, adeguati o proporzionati.

ALFABETIZZAZIONE INSUFFICIENTE

FINANZIARIA

La Commissione riconosce che gli Stati membri hanno adottato diversi programmi di alfabetizzazione finanziaria rivolti a gruppi sociali ristretti (come i giovani adulti o i pensionati) e ai gruppi vulnerabili (ad esempio gli immigrati e le giovani madri), nonché iniziative specifiche di sostegno alle PMI.

Al riguardo, si segnala che il decreto legge n. 237/2016 prevede l'adozione di una **Strategia nazionale per l'educazione finanziaria**, assicurativa e previdenziale. Per l'attuazione della predetta Strategia si istituisce presso il Ministero dell'economia e delle finanze un **Comitato nazionale**, e al quale partecipano rappresentanti dei ministeri dell'economia, del lavoro, dello sviluppo economico, dell'università e della ricerca scientifica, rappresentanti di Bankitalia, Consob, Ivass, e Covip, nonché del consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti. Il Comitato assisterà il Governo nel coordinamento e nel monitoraggio delle diverse attività di formazione.

In questo ambito, la Commissione auspica una **condivisione delle migliori prassi** e lo sviluppo di **soluzioni innovative** volte a **migliorare le conoscenze delle PMI** e sostenerle nell'accesso alle fonti di finanziamento disponibili sul mercato dei capitali.

Tra gli **ostacoli ex post**, la Commissione segnala:

DIFFERENZE NEI REGIMI DI INSOLVENZA

In questo ambito, la Commissione si limita ad invitare gli Stati membri e il Parlamento europeo ad approvare sollecitamente la citata [*proposta di direttiva*](#) sulla **ristrutturazione delle imprese e sulla seconda opportunità**, e annuncia l'avvio di un'iniziativa mirata all'**analisi comparativa dei sistemi nazionali di recupero crediti**, i cui risultati sono attesi per l'estate 2017.

Con riferimento alla proposta di direttiva, il cui iter a livello UE è appena iniziato, si segnala che la Commissione II (giustizia) della Camera ha avviato l'esame il 23 febbraio 2017.

SISTEMI DI ESENZIONE DALLE RITENUTE ALLA FONTE

Uno dei maggiori ostacoli agli investimenti transfrontalieri è rappresentato dalla **doppia imposizione** legata agli attuali regimi di ritenuta alla fonte. Per evitare la doppia imposizione, la maggior parte delle convenzioni fiscali bilaterali prevede il **rimborso della ritenuta alla fonte**. Nella pratica, tuttavia, gli investitori devono seguire procedure complesse e costose.

Oltre a dover dimostrare il loro luogo di residenza, 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.

Nel gennaio 2016, il **costo complessivo** delle procedure di rimborso della ritenuta alla fonte è stato stimato in **8,4 miliardi di euro l'anno** in termini di mancate esenzioni fiscali, costo delle procedure di recupero e costi di opportunità (un ritardo nel rimborso implica che il denaro non può essere usato per altre finalità).

In **Italia**, con l'art. 2, comma 80, del decreto legge n. 225/10, con riferimento alle quote o azioni degli OICVM comunitari armonizzati ovvero degli OICVM non armonizzati il cui gestore sia soggetto a vigilanza collocate nel territorio dello Stato, è stato confermato che la **ritenuta è applicata dai soggetti residenti incaricati del pagamento dei proventi, del riacquisto o della negoziazione** delle quote o azioni. Nel caso in cui le azioni o quote dei predetti OICVM siano invece collocate all'estero (o comunque i relativi proventi siano conseguiti all'estero), è prevista l'applicazione della ritenuta da parte dei soggetti che intervengono nella loro riscossione. Tuttavia, qualora i proventi siano conseguiti senza l'intervento di un intermediario incaricato della loro riscossione, gli stessi devono comunque essere assoggettati a **imposizione sostitutiva a cura del contribuente in sede di dichiarazione dei redditi**. Per i proventi derivanti dalla partecipazione agli OICVM non armonizzati, i cui proventi rimangono soggetti a tassazione progressiva, il soggetto tenuto

ad applicare la ritenuta a titolo d'acconto è in ogni caso quello che interviene nella loro riscossione, a prescindere dal fatto che le quote o azioni siano o meno collocate nel territorio dello Stato.

Con riferimento ai sistemi alternativi all'esenzione dalla ritenuta alla fonte, la relazione individua un elenco di **nove migliori prassi** con l'identificazione, per ciascuna di esse, dello Stato membro la cui esperienza è particolarmente utile da condividere.

Al riguardo, la Commissione **invita ciascuno Stato membro ad indicare quali migliori prassi intende adottare entro il 2019**.

La Commissione collaborerà inoltre con gli esperti fiscali nazionali per promuovere un **codice di condotta in materia di principi per l'esenzione/il rimborso della ritenuta alla fonte**.

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)

● Cattura formato libero

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 audit)
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

FREQUENZA E INTENSITÀ DEGLI OSTACOLI

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):

Gravità dell'ostacolo			
Requisiti di commercializzazione			xxx
Modalità amministrative		xx	
Oneri regolamentari per la commercializzazione transfrontaliera	x		
Difficoltà degli approcci in materia di <i>crowdfunding</i>		xx	
Obbligo di residenza			xxx
Alfabetizzazione finanziaria insufficiente		xx	
Differenze nei regimi di insolvenza			xxx
Sistemi di esenzione dalle ritenute alla fonte			xxx

PROSSIME TAPPE

La Commissione invita gli Stati membri a raggiungere un accordo sulle azioni indicate sopra, le quali dovrebbero diventare una **tabella di marcia condivisa** (Commissione/Stati membri) sugli ostacoli nazionali ai flussi di capitali.

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

Inoltre, la Commissione invita gli Stati membri in seno al gruppo di esperti a identificare **ulteriori ostacoli** nei settori di applicazione dell'Unione dei mercati dei capitali, tra cui:

- 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** incontrati dagli **investitori istituzionali più piccoli** che non possono beneficiare del passaporto MiFID;
- gli ostacoli legati alla **distribuzione dei prodotti finanziari al dettaglio**.

VALUTAZIONE DEL GOVERNO

Il documento del Governo italiano, in risposta alla consultazione pubblica sul Piano d'Azione per l'Unione dei mercati dei capitali:

- si sofferma sulle misure intese a **favorire il finanziamento delle PMI** e a sostenere gli investimenti di lungo termine ed il capitale di rischio;
 - le misure ritenute più utili a tal proposito riguardano l'elaborazione di un **quadro europeo** per la raccolta e la diffusione delle **informazioni commerciali, creditizie e finanziarie relative alle PMI**, a cominciare dallo sviluppo di un **registro europeo dei crediti**, se necessario come *hub* di sistemi nazionali interconnessi, sul modello della **Centrale dei rischi** gestita dalla **Banca d'Italia** per soddisfare le esigenze del sistema bancario italiano (Centrale dei Rischi). L'ostacolo principale a tal fine è la frammentazione della normativa sulla *privacy* e la mancanza di un quadro giuridico e tecnologico coerente nell'UE;
 - argomenta a favore di **elevati standard di supervisione dei mercati mobiliari**, per quanto possibile e con la necessaria gradualità convergenti a livello europeo, con particolare riguardo alla protezione degli investitori al dettaglio.
- Ciò in linea con la [relazione dei cinque Presidenti](#), che afferma che in ultima analisi dovrebbe esserci un'evoluzione verso un **unico supervisore europeo dei mercati dei capitali**, al fine di rafforzare sia la stabilità finanziaria che la protezione degli investitori. In questo contesto, il primo modello di riferimento da esaminare sarebbe quello della Banca centrale europea per la politica monetaria e quello sistema unico di vigilanza (*Single supervisory mechanism*, SSM) per la vigilanza bancaria, dove il ruolo delle banche centrali nazionali e delle autorità competenti nazionali è mantenuto ed apprezzato;
- mostra una posizione di apertura verso una **maggiore convergenza dei quadri normativi** in materia di **diritto civile, fallimentare e fiscale** al fine di conseguire un'effettiva integrazione dei mercati dei capitali.

IL DOCUMENTO DELLA FeBAF

Il 17 marzo 2017 la **Federazione** che riunisce gli organismi rappresentativi di **banche, assicurazioni e finanza (FeBAF)** ha presentato il proprio **contributo alla consultazione sulla revisione di medio termine dell'UMC**. In premessa, il contributo segnala che:

- anche alla luce della Brexit, occorre dare priorità alle questioni dell'**armonizzazione delle normative e della convergenza di vigilanza sui mercati europei**, in particolare per l'area euro;
- nell'**azione di riforma** sarebbe opportuno adottare un approccio più flessibile, a **geometria variabile**: l'UMC deve rimanere un progetto aperto a tutti i 27 Paesi membri dell'UE, ma la sua progettazione ed attuazione dovrebbe tener conto degli **aspetti peculiari dell'area euro**, e della disponibilità di diversi Paesi a cedere prerogative al livello europeo;
- sarebbe auspicabile l'**introduzione di "testi unici" europei**, che consolidino le norme esistenti e quelle in via di approvazione, **eliminando** i residui problemi derivanti dalla pratica del **gold plating** (ovvero la trasposizione della normativa comunitaria che va oltre quanto richiesto da quella stessa normativa, pur rimanendo nei limiti della legalità) e dalle **differenti norme e prassi** di vigilanza adottate dai **regolatori nazionali**;
- si **valuta con favore** la normativa **proposta in materia di insolvenza e ristrutturazione** delle imprese che, qualora approvata, darebbe una forte spinta agli accordi transfrontalieri e migliorerebbe l'efficacia e la tempestività delle pronunce giurisdizionali;
- l'azione di armonizzazione deve comunque **salvaguardare le specificità dei sistemi finanziari nazionali**, attraverso una rigorosa applicazione del **principio di proporzionalità** che valuti correttamente il **rapporto costi-benefici** della regolamentazione;
- occorre porre particolare attenzione al **mercato dei servizi finanziari al dettaglio**, promuovendo l'**educazione finanziaria** dei consumatori, soprattutto in relazione ai prodotti finanziari previdenziali e digitali (FinTech), nonché in relazione ai mutui;
- si deve valutare con attenzione il tema della **concorrenza tra mercati e intermediari**, con particolare riferimento al **sistema bancario ombra** e ai sistemi di di cartolarizzazione.

Sulla scorta di queste considerazioni, la FeBAF indica le seguenti **priorità** nella costruzione dell'UMC:

- **revisione delle regole prudenziali**, introducendo una **deduzione** dai requisiti

patrimoniali degli **investimenti indiretti** (attraverso fondi di *private equity*) nell'economia reale, in particolare nelle PMI e nelle imprese innovative;

- incoraggiare lo **sviluppo del *private placement***, ovvero il complesso di operazioni attraverso cui emittenti sia privati che pubblici offrono strumenti finanziari di nuova emissione;
- **semplificazione dei principi contabili internazionali per le PMI**;
- **riduzione degli oneri amministrativi** per le *start up*;
- **promozione del *crowdfunding*** attraverso piattaforme europee *ad hoc* e **incentivi fiscali**;
- migliorare ed estendere il **trattamento di capitale più favorevole** per gli **investimenti in infrastrutture**;
- fornire **garanzie governative** a sostegno degli **investimenti del FEIS**;
- valutare nuovi strumenti finanziari per finanziare le **filiera o i *clusters* di PMI**;
- **eliminare le duplicazioni di oneri informativi** derivanti dall'applicazione della [direttiva Solvency II](#), del [regolamento](#) che disciplina le informazioni chiave per i prodotti di investimento e della [direttiva](#) sulla distribuzione assicurativa (IDD);
- promuovere l'**identificazione a distanza** attraverso l'armonizzazione delle norme, l'interoperabilità dei sistemi e le banche dati comuni;
- promuovere la **portabilità dei dati** nel rispetto dei requisiti in materia di *privacy*;
- diversificare le regole di trasparenza per **concentrare la protezione** sugli **investitori che più ne hanno bisogno**;
- garantire **condizioni di parità** per quanto concerne i **requisiti di vigilanza** tra i servizi finanziari tradizionali e i fornitori digitali (FinTech);
- estendere agli **investitori al dettaglio i prodotti *senior* di cartolarizzazioni** semplici e trasparenti.
- promuovere, con un'apposita azione di standardizzazione dei prodotti, le **cartolarizzazioni** da parte delle **imprese assicurative e dei fondi pensione**;
- sviluppare un **mercato europeo di obbligazioni garantite** attraverso l'armonizzazione degli obblighi informativi;

- riesaminare il **trattamento delle esposizioni intragruppo**, riconoscendo una **giurisdizione unica europea** e facilitando il flusso transfrontaliero di capitale e liquidità;
- **rimuovere** le barriere che attualmente ostacolano la concorrenza, come le **distorsioni fiscali**, le sanzioni diverse previste dalle normative in materia di contabilità, e le diverse pratiche di vigilanza.

ESAME PRESSO LE ISTITUZIONI DELL'UE

La relazione è stata assegnata alla Commissione ECON (affari economici e monetari) del Parlamento europeo.

ESAME PRESSO ALTRI PARLAMENTI NAZIONALI

Sulla base dei dati forniti dal [sito IPEX](#), l'esame dell'atto risulta concluso da parte della Camera bassa del Parlamento polacco (Sejm), ed è all'esame del Bundestag tedesco e dei Parlamenti svedese, slovacco e lussemburghese.