



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?

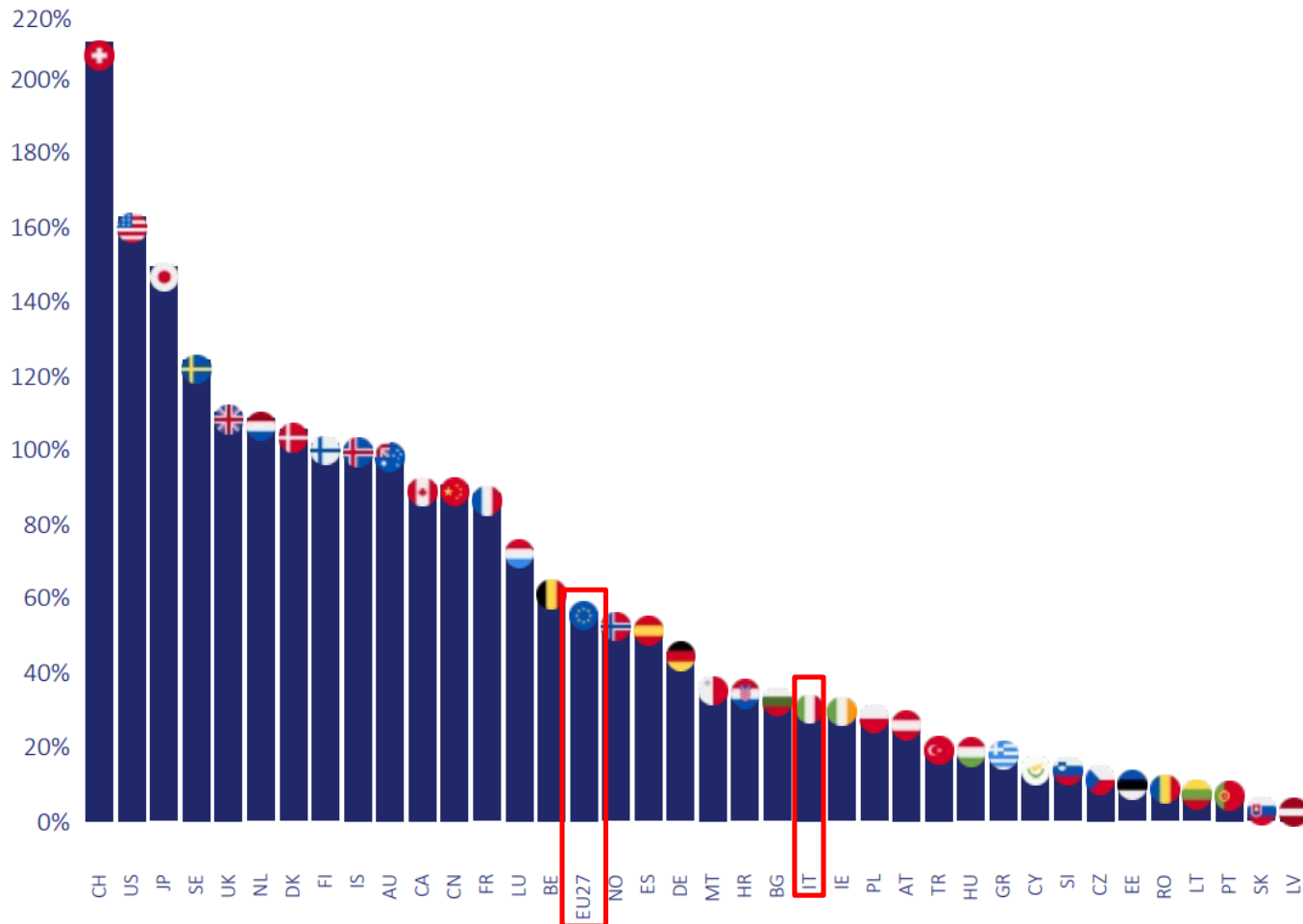
- Banche o mercato?
- in caso di crisi finanziaria i sistemi “mercato-centrici” sono meno colpiti sia dal lato dell’offerta che della domanda^[1]
- La recessione europea *post* crisi finanziaria (2008) ha testimoniato la fragilità di un sistema economico fondato su PMI dipendenti dal finanziamento bancario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

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

^[1] 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⁽²⁾

➤ 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

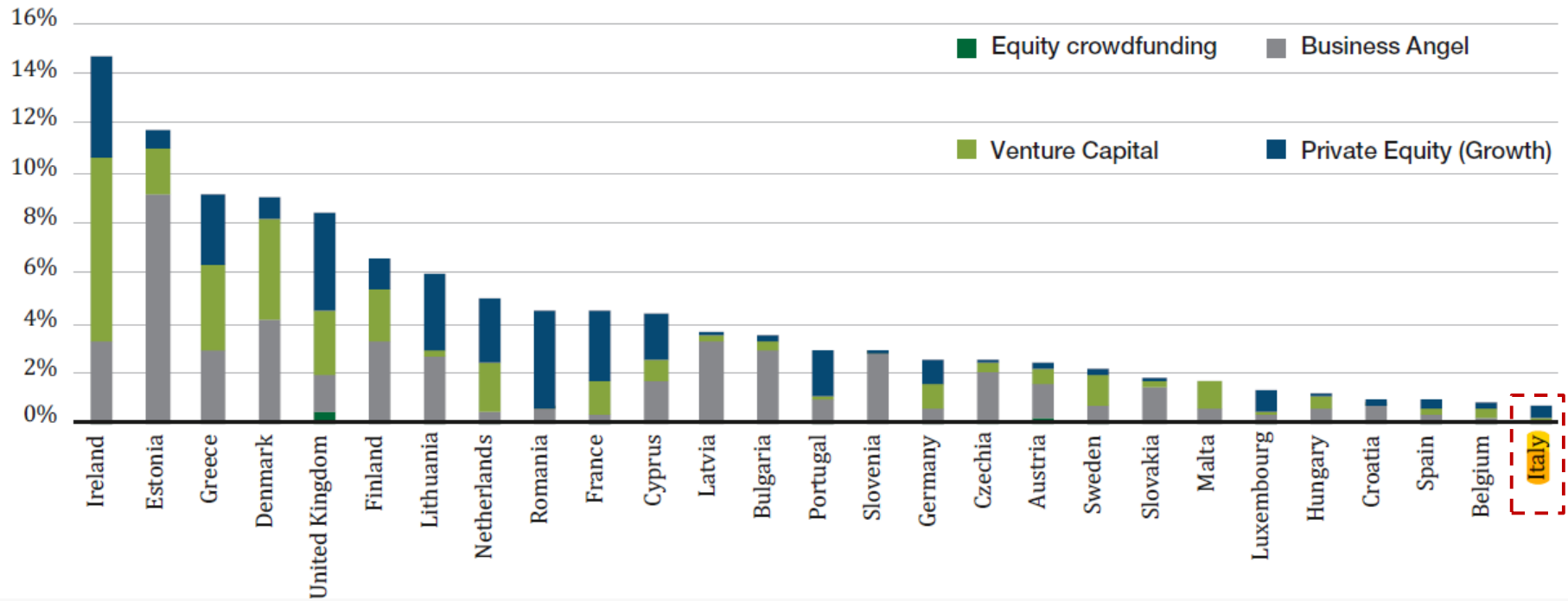
Fonte: *Mid-term Review on CMU - Commission Staff Working Document, 2017*



CMU: un'opportunità per l'Italia⁽³⁾

➤ 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

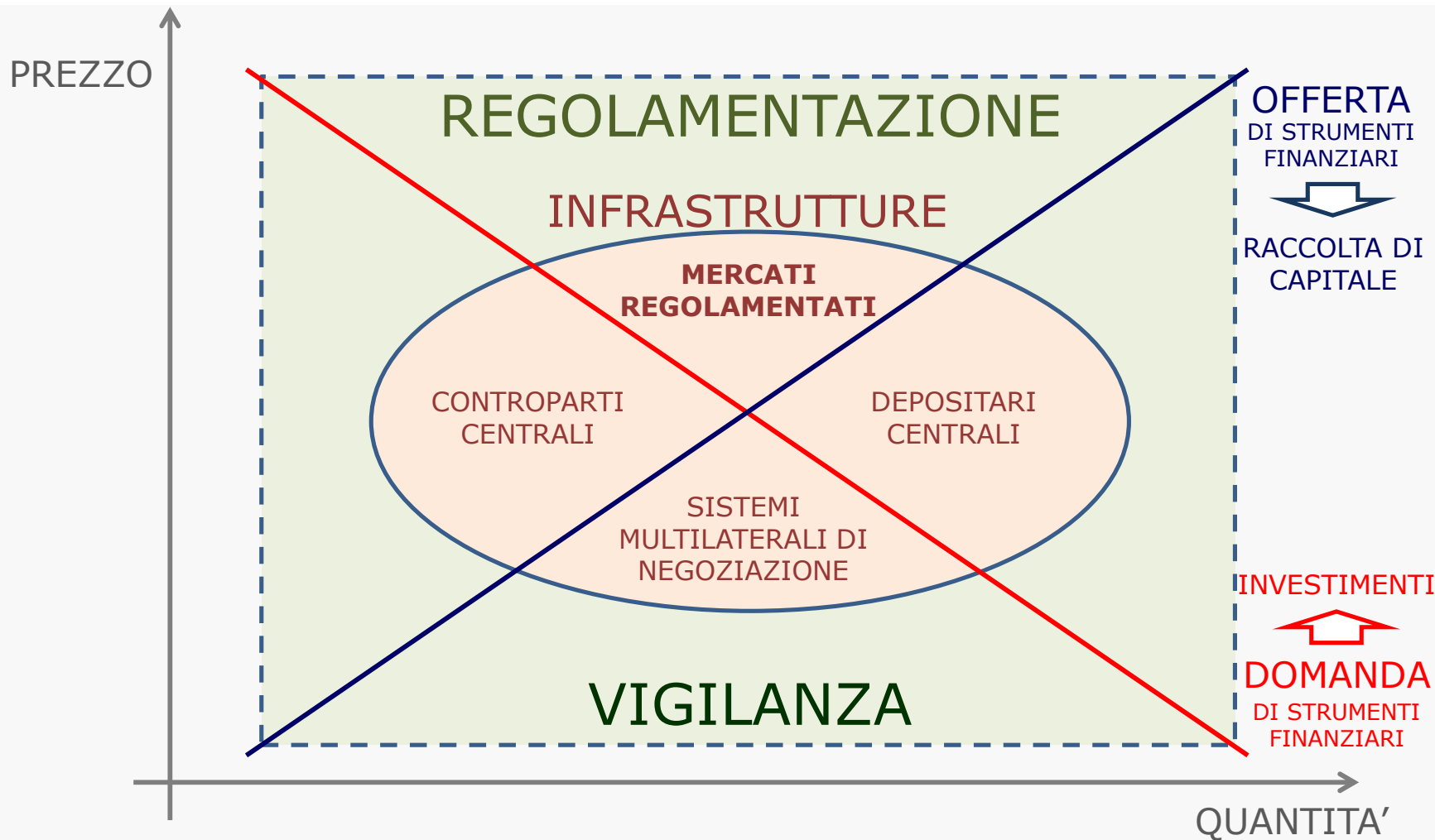
- Il progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Markets Union - CMU)
- Come consolidare la CMU
- La vigilanza europea nell'ambito della CMU



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Mercato dei capitali





Domanda: principali proposte





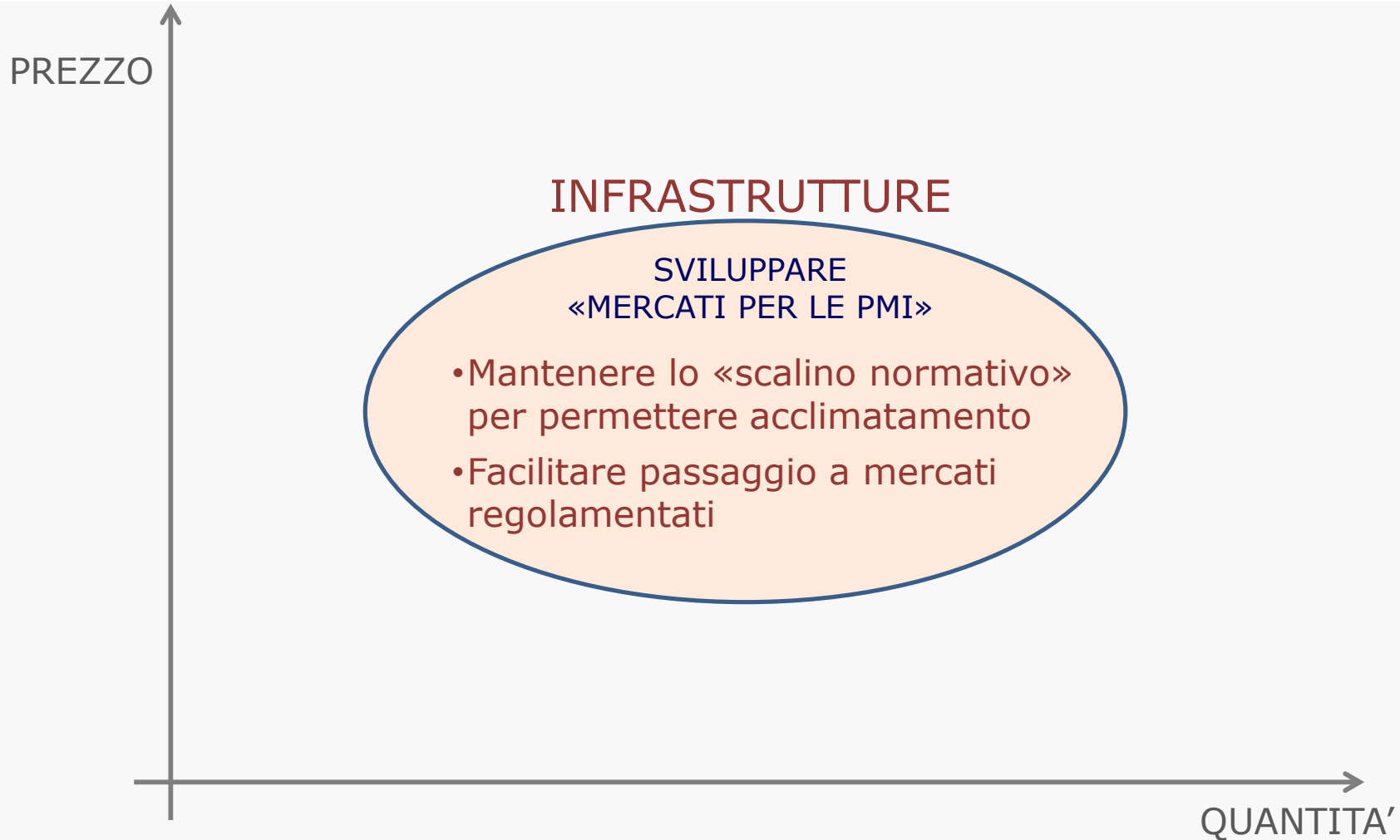
CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Offerta: principali proposte



Infrastrutture di mercato: principali proposte



Regolamentazione e vigilanza: principali proposte





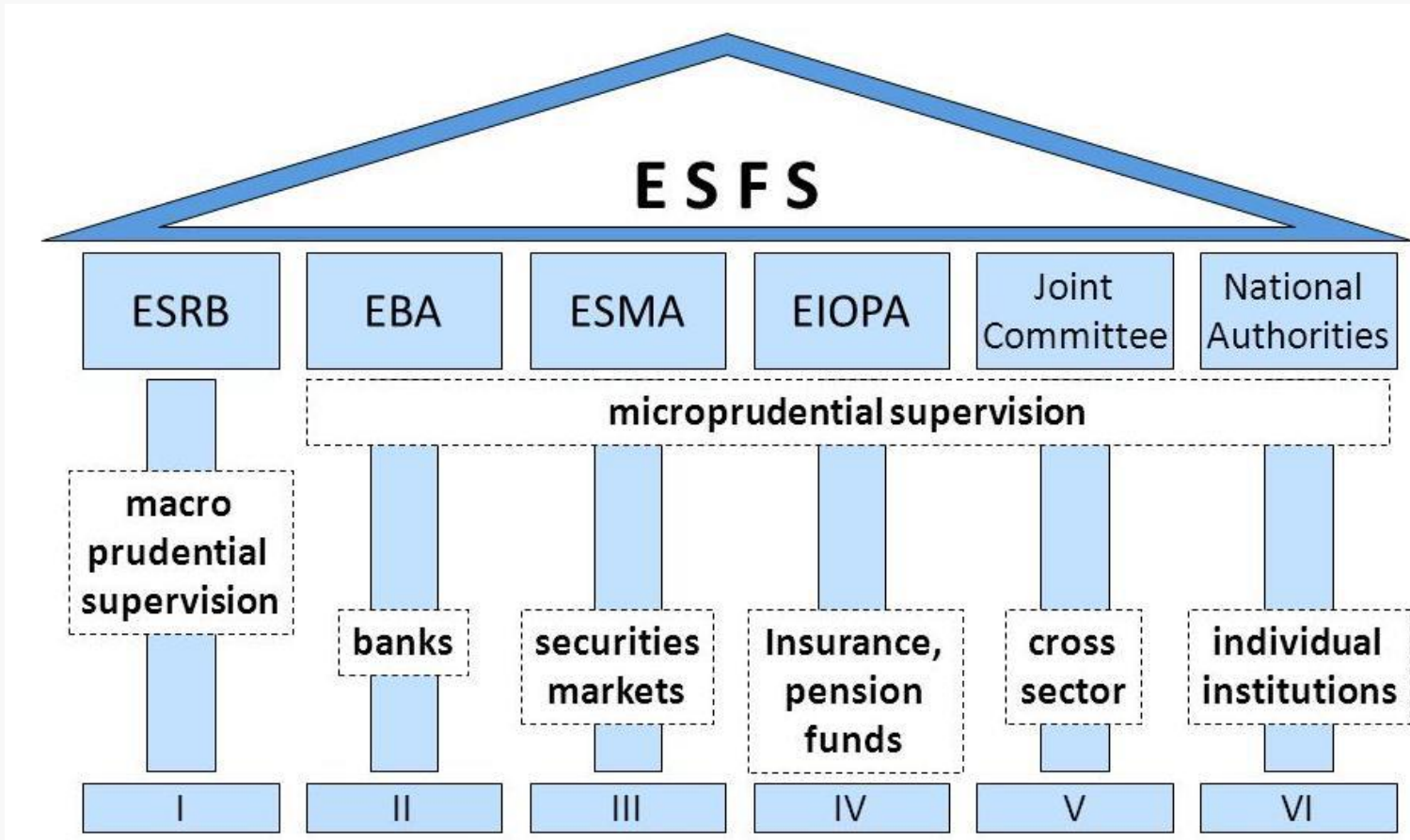
Agenda

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

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*⁽²⁾

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*⁽³⁾

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*⁽⁴⁾

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
-
- 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



*Action Plan
(2015)*



*Mid term
review
(2017)*