



COMMISSIONE
EUROPEA

Bruxelles, 15.3.2019
COM(2019) 136 final

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA,
AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE
REGIONI**

**Unione dei mercati dei capitali: progressi nella creazione del mercato unico dei capitali
per un'Unione economica e monetaria forte**

{SWD(2019) 99 final}

1. INTRODUZIONE

La creazione dell'Unione dei mercati dei capitali figura tra le priorità fondamentali della Commissione Juncker. A distanza di quasi cinque anni, la necessità di mercati dei capitali più integrati e più profondi è indiscussa. Nel dicembre 2018 i leader UE hanno chiesto progressi ambiziosi in materia di Unione dei mercati dei capitali entro la primavera del 2019, come delineato nella relazione dell'Eurogruppo ai leader. Anche la Banca centrale europea ha ripetutamente sottolineato l'esigenza di far progredire l'Unione dei mercati dei capitali¹.

In occasione del Consiglio europeo di primavera del 21 e 22 marzo i leader UE discuteranno dell'ulteriore sviluppo del mercato unico, anche per quanto riguarda l'Unione dei mercati dei capitali, la politica industriale e la politica digitale europea, in preparazione della prossima agenda strategica dei settori prioritari su cui dovranno concentrarsi l'attenzione e l'azione dell'UE nel lungo periodo.

L'Unione dei mercati dei capitali è necessaria per integrare l'Unione bancaria nonché rafforzare l'Unione economica e monetaria e il ruolo internazionale dell'euro². La maggiore integrazione dei mercati dei capitali, unita a sistemi bancari più integrati, può contribuire a mantenere i flussi di capitale transfrontalieri e a sostenere gli investimenti negli Stati membri che risentono di gravi shock macroeconomici asimmetrici. Questi meccanismi di condivisione del rischio privato svolgono un ruolo particolarmente importante nell'attutire gli shock specifici di singoli paesi nell'Unione economica e monetaria e contribuiscono alla riduzione dei rischi nel settore finanziario. Ad esempio, nuove norme potenzieranno la capacità delle imprese di investimento dell'UE di aiutare le società a reperire fondi sui mercati dei capitali, gestire le attività e provvedere alla liquidità del mercato, agevolando così la ripartizione dei rischi e gli investimenti in tutta l'Unione.

L'Unione dei mercati dei capitali è altresì un importante progetto del mercato unico. Aumenterà l'accesso delle aziende e dei cittadini ai mercati dei capitali, soprattutto nei paesi più piccoli, stabilendo collegamenti tra gli ecosistemi dei mercati dei capitali locali e masse di capitale più ampie in tutta l'UE. Diversificando le fonti di finanziamento per le imprese dell'UE, l'Unione dei mercati dei capitali può sostenere gli investimenti nell'innovazione e negli sviluppi tecnologici, promuovendo così la competitività globale dell'UE.

Ad esempio, grazie alle nuove norme sui prospetti e sui mercati di crescita per le PMI, le società potranno reperire maggiori finanziamenti in tutta l'UE, anche mediante la quotazione in borsa in un altro Stato membro. Una nuova impostazione della ristrutturazione preventiva aiuterà le imprese economicamente sostenibili a ristrutturarsi tempestivamente ed evitare così l'insolvenza, e offrirà agli imprenditori onesti una seconda opportunità di avviare una nuova attività invece di penalizzarli perché la prima è fallita. Per i cittadini, il nuovo prodotto pensionistico individuale paneuropeo e le misure per migliorare il mercato dei fondi di investimento dell'UE offriranno nuove opportunità di risparmio e investimento. Per quanto riguarda i mercati locali, le nuove norme sulle obbligazioni garantite

¹ V. ad esempio, la dichiarazione introduttiva di Mario Draghi, presidente della BCE, alla commissione ECON del Parlamento europeo, Bruxelles, 28 gennaio 2019 (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190128~8b43137b4f.en.html>).

² Il 25 gennaio 2019 la Commissione ha avviato una consultazione mirata sull'euro e sui mercati dei cambi, che costituisce una delle principali azioni di follow-up della comunicazione della Commissione del dicembre 2018 "Per un rafforzamento del ruolo internazionale dell'euro". La consultazione, che si chiude il 31 marzo, mira a conoscere il punto di vista dei portatori di interessi sul ruolo dell'euro nei mercati valutari e a valutare se l'euro venga negoziato in modo efficiente e sulla base di una sufficiente liquidità di mercato.

metteranno a disposizione delle banche una fonte di finanziamento stabile ed efficace sotto il profilo dei costi.

Un'Unione dei mercati dei capitali ben sviluppata nell'UE è importante anche dal punto di vista dei mercati mondiali dei capitali e aumenta ulteriormente l'attrattiva dell'UE come destinazione di investimenti esteri. Questo integra l'agenda dell'UE in materia di commercio libero ma equo. Il regime di equivalenza dell'UE offre agli operatori dei paesi terzi l'accesso ai mercati dell'UE in determinati settori, fatta salva l'equivalenza delle norme in materia di regolamentazione e di vigilanza nel paese terzo interessato. Allo stesso tempo, dopo il recesso del Regno Unito dall'UE, l'Unione dei mercati dei capitali dovrà sviluppare ulteriormente le sue funzioni essenziali di fornitura e vigilanza dei servizi per il mercato dei capitali sostenendo la liquidità ed evitando la frammentazione regionale. Ad esempio, le nuove norme per le controparti centrali garantiranno maggiore coerenza e rigore nella vigilanza delle controparti centrali nell'UE e nei paesi terzi. Anche i consumatori, gli investitori e le imprese europei potranno avvantaggiarsi di mercati finanziari più forti e più integrati grazie alla riforma dell'architettura di vigilanza dell'UE. Un quadro antiriciclaggio all'avanguardia garantirà l'integrità dei mercati finanziari dell'UE. In prospettiva saranno necessari ulteriori provvedimenti per garantire che le infrastrutture di mercato reggano volumi crescenti di operazioni, che le informazioni siano accessibili e comparabili, che i diritti degli investitori siano tutelati e sufficientemente armonizzati e che non si verifichi arbitraggio normativo o corsa al ribasso in termini di standard di vigilanza.

I mercati dei capitali devono trasformarsi per garantire una transizione ordinata in linea con gli obiettivi dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e dell'accordo di Parigi sul clima. L'Europa è in prima linea negli sforzi internazionali per onorare questi impegni. L'UE intende decarbonizzare rapidamente l'economia per raggiungere la neutralità climatica nel 2050³ e la resilienza di fronte a eventi climatici più gravi diventerà sempre più necessaria⁴. Le misure previste dal piano d'azione sulla finanza sostenibile⁵ contribuiranno a riorientare i flussi di capitale pubblico e privato verso investimenti più sostenibili, anche tramite nuove norme che consentiranno agli investitori di prendere decisioni più informate in merito alla sostenibilità dei loro investimenti. La Commissione riferirà sull'attuazione del piano d'azione nel 2019.

Nel mondo digitale di oggi, per preparare al futuro le economie europee dobbiamo sfruttare i vantaggi della tecnologia finanziaria e allo stesso tempo salvaguardare la tutela dei consumatori, come indicato nel piano d'azione per le tecnologie finanziarie⁶. Il settore finanziario si sta già trasformando a causa delle nuove tecnologie, quali l'intelligenza artificiale, i big data o le reti blockchain. Le tecnologie finanziarie possono creare interconnessioni tra i mercati paneuropei e gli

³ COM(2018) 773 Un pianeta pulito per tutti: visione strategica europea a lungo termine per un'economia prospera, moderna, competitiva e climaticamente neutra

⁴ Riscaldamento globale di 1,5°C - Relazione speciale dell'IPCC concernente gli impatti di un riscaldamento globale di 1,5°C rispetto ai livelli preindustriali e relative traiettorie delle emissioni di gas a effetto serra su scala mondiale, nel contesto del rafforzamento della risposta globale alla minaccia posta dai cambiamenti climatici, dello sviluppo sostenibile e degli sforzi volti a eliminare la povertà.

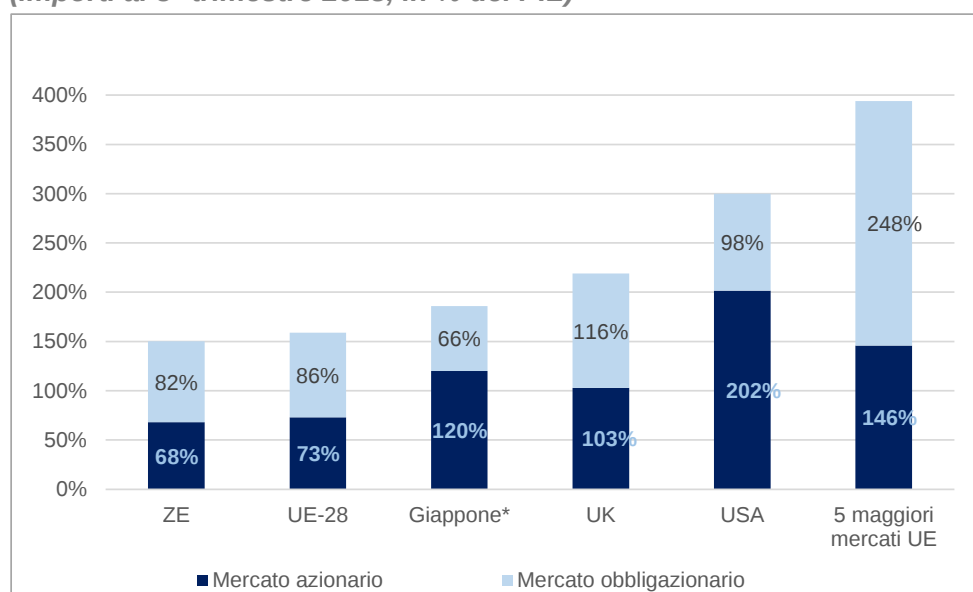
⁵ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", COM(2018) 97 final dell'8.3.2018.

⁶ Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo, COM(2018) 109 final.

ecosistemi locali in modo più efficiente ed efficace in termini di costi. Possono inoltre stimolare l'innovazione all'interno dell'UE e la competitività internazionale dei mercati dei capitali dell'UE.

Globalmente, negli ultimi 5 anni i mercati europei dei capitali hanno continuato a svilupparsi. La capitalizzazione di mercato totale delle società quotate nell'UE è attualmente al di sopra dei livelli pre-crisi e la percentuale di offerte pubbliche iniziali dell'UE sul mercato mondiale continua a essere grossomodo del 30 %. Gli strumenti di capitale quotati emessi da società non finanziarie, che nel 2014 rappresentavano il 36 % circa del prodotto interno lordo dell'UE, sono passati al 41 % nel 2018. I titoli di debito sono saliti dall'8 % al 10 %. Anche la distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento con marchio UE è aumentata costantemente. Queste tendenze positive fanno ben sperare per l'ulteriore sviluppo dei mercati europei dei capitali.

Grafico - Dimensione dei mercati dei capitali in regioni selezionate
(importi al 3° trimestre 2018, in % del PIL)



*alla fine del 2017

Fonte: European Capital Markets Institute, Banca centrale europea, Federal Reserve e calcoli della Commissione

Note: Sebbene i mercati UE e USA non siano del tutto comparabili, il grafico mostra che i mercati dei capitali nell'UE-28 rappresentano il 160 % circa del PIL dell'Unione mentre questa percentuale sale al 300 % del PIL negli Stati Uniti; capitalizzazione dei mercati azionari e obbligazioni emesse da società finanziarie e non finanziarie; la media dei 5 maggiori mercati dell'Unione europea (Paesi Bassi, Svezia, Irlanda, Danimarca e Lussemburgo) è stata ponderata in rapporto al PIL di ciascun paese (rispettivamente 41 %, 25 %, 17 %, 15 % e 2 %).

A tutt'oggi, la Commissione ha tenuto fede ai suoi impegni. Ha proposto gli elementi fondanti dell'Unione dei mercati dei capitali predisponendoli attorno a tre dimensioni che si rafforzano reciprocamente: il mercato unico dell'UE, regole chiare e proporzionate e una vigilanza efficiente. Tuttavia, per il successo dell'Unione dei mercati dei capitali resta fondamentale la partecipazione attiva degli Stati membri e dei portatori di interessi a livello nazionale e dell'UE. Riforme e misure nazionali sono essenziali per rafforzare i mercati dei capitali e le società; i partecipanti ai mercati finanziari e gli investitori dovrebbero sfruttare appieno queste nuove opportunità. Ad esempio, i regimi fiscali nazionali e l'efficienza e la durata delle procedure di insolvenza incidono in modo evidente sugli investimenti e sui flussi di capitale a livello transfrontaliero. Nell'ambito del semestre europeo questi aspetti vengono esaminati nelle relazioni per paese e per diversi Stati membri sono stati

espressi pareri o raccomandazioni specifiche del Consiglio in merito a questioni quali la distorsione a favore del debito nella tassazione e le procedure di insolvenza.

2. PROGRESSI COMPIUTI DURANTE IL MANDATO

La Commissione ha presentato tutte le proposte legislative delineate nel piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali e nella revisione intermedia per predisporre gli elementi costitutivi fondamentali dell'Unione dei mercati dei capitali⁷. Oltre alle proposte presentate di seguito, la Commissione ha adottato altre proposte complementari pertinenti all'Unione dei mercati dei capitali. Tra queste, le proposte relative a una base imponibile comune per l'imposta sulle società (CCTB)⁸ e a una base imponibile consolidata comune per l'imposta sulle società (CCCTB), che saranno attuate con una procedura in due fasi, e la proposta relativa a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali. Inoltre, nel febbraio 2019 i colegislatori hanno concordato una riforma mirata del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) per stabilire norme più semplici e proporzionate in materia di derivati over-the-counter.

Nel novembre 2018 la Commissione ha invitato i colegislatori a completare gli elementi costitutivi fondamentali dell'Unione dei mercati dei capitali prima delle elezioni del Parlamento europeo del maggio 2019. **La Commissione plaude all'impegno politico del Parlamento europeo e del Consiglio, da cui è scaturito l'accordo politico su 10 proposte.**

Tuttavia, la riforma della regolamentazione è solo una parte del cambiamento necessario. Per questo motivo, oltre al programma legislativo, **il piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali e la revisione intermedia comprendevano una serie di misure non legislative, che la Commissione ha realizzato⁹.** Si tratta di misure già di per sé importanti per accrescere la fiducia degli investitori, rafforzare le principali infrastrutture di mercato e aprire nuovi canali di finanziamento.

È sempre stato chiaro che un'Unione dei mercati dei capitali in piena regola non si crea in un giorno. Le misure adottate finora hanno iniziato ad avere effetto, ma ci vorrà del tempo affinché si concretizzino tutti i benefici delle proposte legislative presentate dalla Commissione e se ne avvertano gli effetti sul terreno. Spetta ora alle autorità nazionali e agli operatori del mercato cogliere le opportunità scaturite dalle riforme dell'Unione dei mercati dei capitali, a vantaggio dell'Unione economica e monetaria e dell'economia dell'UE in generale.

2.1. Ottimizzare le opportunità offerte dal mercato unico attraverso nuovi prodotti, marchi e passaporti europei

La Commissione ha proposto sei misure legislative per stabilire nuove norme UE per i prodotti, i marchi e i passaporti. Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato o raggiunto un accordo politico su cinque proposte. Per quanto riguarda la sesta è necessario progredire con urgenza.

⁷ Comunicazione "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali", COM(2015) 468 del 30.9.2015; comunicazione sulla revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, COM(2017) 292 dell'8.6.2017.

⁸ La CCTB affronta l'attuale distorsione a favore del debito nella tassazione delle società introducendo una "deduzione per la crescita e gli investimenti" (Allowance for Growth and Investment - AGI), che riconosce alle società vantaggi fiscali per il capitale proprio equivalenti a quelli per il debito. L'AGI contribuisce a creare una forte Unione dei mercati dei capitali determinando un contesto fiscale più neutro e favorevole agli investimenti.

⁹ Cfr. allegato 1, documento di lavoro dei servizi della Commissione SWD(2019)99.

- I regolamenti relativi ai **fondi europei per il venture capital e per l'imprenditoria sociale**, che i colegislatori hanno adottato nell'ottobre 2017, mirano a stimolare gli investimenti in venture capital e in progetti sociali. Tali regolamenti rendono più semplici gli investimenti in piccole e medie imprese innovative in quanto estendono l'ambito di applicazione ai gestori di fondi di qualsiasi dimensione e anche la gamma di imprese in cui è possibile investire.
- Il regolamento che armonizza il quadro giuridico delle cartolarizzazioni e istituisce **cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS)**, adottato nel dicembre 2017, contribuisce a infondere fiducia nel mercato delle cartolarizzazioni, a evitare che si ripetano gli errori del passato e a dare ossigeno ai bilanci delle banche. È in fase di elaborazione una serie di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione che specificano il quadro di cartolarizzazione rinnovato e ne garantiscono la chiarezza e l'applicazione coerente al fine di conseguire gli obiettivi politici. Oltre al regolamento sulle cartolarizzazioni, è stato modificato il quadro prudenziale per le banche e gli assicuratori per stringere il nesso tra la rischiosità di una posizione verso la cartolarizzazione e il capitale regolamentare obbligatorio.
- Il regolamento sul **prodotto pensionistico individuale paneuropeo**, oggetto di accordo politico nel dicembre 2018, prevede un prodotto pensionistico volontario su scala UE che potrebbe integrare le pensioni obbligatorie, aziendali e professionali nazionali dei cittadini che lo desiderano. Esso offrirà ai cittadini maggiori possibilità di scelta in materia di risparmio a fini pensionistici e contribuirà ad affrontare le sfide poste dall'invecchiamento demografico integrando le pensioni pubbliche e quelle aziendali e professionali.
- A febbraio 2019 i colegislatori hanno raggiunto un accordo politico sulle **norme comuni in materia di obbligazioni garantite**. Le norme armonizzate, fondate su standard nazionali elevati e sulle migliori pratiche, contribuiranno alla diffusione delle obbligazioni garantite come fonte di finanziamento stabile ed efficiente in termini di costi per le banche dell'UE. In questo modo amplieranno la capacità delle banche di finanziare l'economia reale e offriranno agli investitori una più ampia gamma di opportunità di investimento più sicure.
- A febbraio 2019 i colegislatori hanno raggiunto un accordo sul pacchetto volto a **facilitare la distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento collettivo**. Le nuove norme renderanno la distribuzione transfrontaliera dei fondi più semplice, più rapida e meno costosa, grazie alla maggiore trasparenza dei requisiti nazionali, alle minori formalità burocratiche e all'armonizzazione delle norme nazionali divergenti. In questo modo verranno offerte agli investitori maggiori possibilità di scelta a costi minori, senza tuttavia pregiudicare la tutela degli investitori stessi.
- La proposta di regolamento sul **crowdfunding**, ancora in fase di negoziazione da parte dei colegislatori, consentirebbe alle piattaforme di chiedere una licenza UE sulla base di un unico insieme di norme permettendo quindi alle piattaforme di crowdfunding di fornire i propri servizi in tutta l'UE. Il quadro normativo è inteso a migliorare l'accesso a una forma innovativa di finanziamento per le imprese che necessitano di credito - in particolare le start-up - garantendo allo stesso tempo rigorose misure di tutela degli investitori.

Per creare nuovi canali di finanziamento per le imprese, la Commissione ha valutato anche l'opportunità di titoli garantiti europei per i prestiti di piccole e medie dimensioni e i prestiti infrastrutturali. Promuovendo l'utilizzo dei prestiti alle piccole e medie imprese e dei prestiti infrastrutturali come garanzia reale, i titoli garantiti europei vanno oltre i tipi tradizionali di garanzie utilizzate per le obbligazioni garantite. Potenzialmente, i titoli garantiti europei possono quindi migliorare la capacità delle banche di erogare prestiti, in particolare alle piccole e medie imprese, e di

conseguenza stimolare la crescita delle imprese e la creazione di posti di lavoro. Sulla base del parere dell'Autorità bancaria europea, di una consultazione dei portatori di interessi del settore privato e di uno studio di fattibilità, la Commissione continuerà a valutare la necessità di ulteriori interventi a livello dell'UE.

Per aumentare la fiducia degli investitori al dettaglio, la Commissione ha valutato la distribuzione dei prodotti d'investimento. In tale ambito sono state riscontrate diverse sfide cui i consumatori devono far fronte quando cercano opportunità di investimento. Alcune di queste sfide sono già state risolte da recenti modifiche della normativa UE che migliorano la trasparenza e rafforzano la tutela degli investitori al dettaglio. La Commissione continuerà a monitorare e valutare l'efficacia e l'idoneità del quadro normativo per gli investitori al dettaglio, anche in sede di revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari e del regolamento sui prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

La Commissione sta inoltre valutando diversi strumenti che potrebbero aiutare gli investitori al dettaglio a partecipare ai mercati dei capitali. **I regimi di partecipazione azionaria dei dipendenti permettono agli investitori al dettaglio di maturare esperienza in materia di investimenti azionari. I conti di risparmio-investimento possono contribuire, più in generale, a ridurre gli oneri amministrativi e incentivare gli investitori a partecipare ai mercati dei capitali, anche grazie a condizioni trasparenti.** La Commissione continuerà a collaborare con i portatori di interessi del settore privato per sviluppare questi strumenti.

Sempre nel settore degli investimenti al dettaglio, **la Commissione sta esaminando le attuali interfacce digitali basate sulla tecnologia,** che potrebbero aiutare le persone a trovare prodotti d'investimento al dettaglio idonei e vantaggiosi in termini di costo secondo modalità attendibili, trasparenti e affidabili. Uno studio previsto entro la fine dell'anno valuterà i possibili scenari per lo sviluppo di uno strumento digitale online che possa aiutare gli investitori al dettaglio nelle loro decisioni di investimento.

Infine, la Commissione ha intrapreso uno studio sui potenziali ostacoli fiscali agli investimenti transfrontalieri dei fondi pensione e delle imprese di assicurazione del ramo vita. La Commissione intende discutere i risultati dello studio con gli Stati membri affinché gli eventuali ostacoli individuati vengano eliminati su base volontaria prima di avviare, se del caso, un'azione legale.

2.2. Sostegno alle imprese e agli investitori tramite regole più chiare e più semplici

La Commissione ha proposto cinque misure legislative volte a stabilire norme più semplici, più chiare e più proporzionate per gli imprenditori, le imprese e gli enti finanziari. Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato o raggiunto un accordo politico su quattro proposte. Per quanto riguarda la quinta è necessario progredire con urgenza.

- Il **regolamento sul prospetto**, adottato dai colegislatori nel giugno 2017, riduce le formalità burocratiche per le imprese che cercano opportunità di finanziamento, prevedendo un prospetto di semplice elaborazione e di facile comprensione per gli investitori.
- A febbraio 2019 i colegislatori hanno convenuto **norme più proporzionate e sensibili al rischio per le imprese di investimento.** Le nuove norme garantiscono condizioni di parità tra i grandi enti finanziari a rilevanza sistemica, che saranno soggetti alle stesse norme e alla stessa vigilanza previste per le banche, e prevedono regole prudenziali più semplici e meno gravose per le imprese di investimento non sistemiche. Questo approccio equilibrato stimolerà la concorrenza e incrementerà gli investimenti, salvaguardando allo stesso tempo la stabilità finanziaria.

- A dicembre 2018 è stato raggiunto un accordo politico sulla 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**. La direttiva aiuterà a ristrutturare in modo efficiente le imprese economicamente sostenibili ma in difficoltà finanziarie e prevede una seconda opportunità per gli imprenditori onesti che hanno superato un fallimento. Questo è fondamentale per garantire un contesto imprenditoriale dinamico che promuova anche l'innovazione, eviti liquidazioni inutili, preservi il know-how e i posti di lavoro e impedisca l'accumulo di prestiti deteriorati.
- A marzo 2019 i legislatori hanno concordato nuove norme **che agevoleranno il finanziamento delle piccole imprese sui mercati dei capitali**. Le norme proposte ridurranno le formalità burocratiche per le piccole e medie imprese che cercano di accedere ai "mercati di crescita per le PMI" - una nuova categoria di sedi di negoziazione dedicata ai piccoli emittenti - grazie a un approccio più proporzionato per sostenere la quotazione delle piccole e medie imprese. La proposta mira inoltre a salvaguardare la tutela degli investitori e l'integrità del mercato.
- È necessario proseguire i lavori per raggiungere un accordo sulla proposta di **regolamento sulla legge applicabile all'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti**. Il regolamento aumenterà considerevolmente la certezza giuridica – e di conseguenza promuoverà gli investimenti transfrontalieri – stabilendo quale diritto nazionale si applica all'opponibilità ai terzi della cessione transfrontaliera dei crediti.

In quanto investitori a lungo termine, gli assicuratori svolgono un ruolo importante nel finanziamento dell'economia reale investendo maggiormente in strumenti di capitale. La **Commissione ha adottato una modifica del quadro di Solvibilità II ai fini del trattamento prudenziale del private equity ammissibile e del debito a collocamento privato**. Inoltre, la **Commissione ha adottato un trattamento prudenziale più mirato degli investimenti a lungo termine in strumenti di capitale effettuati dalle compagnie di assicurazione**. Le modifiche, ora al vaglio dei legislatori, prevedono che gli investimenti in private equity ammissibile effettuati dagli assicuratori beneficino di un requisito patrimoniale inferiore, in particolare laddove tali investimenti sono ammissibili come strumenti di capitale a lungo termine. Inoltre, per quanto riguarda il debito a collocamento privato, le nuove norme prevedono che la Commissione ammetta alternative al ricorso a rating esterni per il calcolo dei requisiti patrimoniali. Di conseguenza, il debito a collocamento privato non sarà più svantaggiato rispetto alle obbligazioni societarie *investment grade*.

La Commissione ha esaminato il funzionamento dei mercati delle obbligazioni societarie nell'UE. Per le società più grandi, tali obbligazioni rappresentano una modalità importante di finanziamento tramite debito su ampia scala. Sebbene nell'ultimo decennio nell'UE sia aumentata l'emissione di obbligazioni societarie da parte di società non finanziarie, questo strumento presenta ancora un potenziale inutilizzato come strumento di finanziamento per le società. La Commissione ha istituito un gruppo di esperti per valutare i mercati societari dell'UE. Tale gruppo è stato incaricato di fornire un'analisi trasversale dei mercati delle obbligazioni societarie e di formulare raccomandazioni su come migliorarne il funzionamento. La Commissione ha già intrapreso azioni fondate sulle raccomandazioni del gruppo di esperti, ad esempio ha adottato una proposta legislativa sulla promozione della quotazione delle PMI finalizzata a ridurre gli oneri amministrativi per gli emittenti di obbligazioni societarie. La valutazione dei mercati delle obbligazioni societarie confluirà anche, se del caso, nei futuri riesami della legislazione dell'UE.

La Commissione si è inoltre impegnata a individuare e promuovere le migliori prassi per i collocamenti privati. I mercati del collocamento privato di titoli di debito possono accrescere la

disponibilità di finanziamenti per le medie imprese non quotate in borsa. Da uno studio¹⁰ è emerso che il collocamento privato di strumenti di debito presso gli investitori istituzionali potrebbe svolgere in futuro un ruolo maggiore nel finanziamento delle medie imprese. Ha inoltre evidenziato un notevole potenziale di crescita per i collocamenti privati nell'UE dati i nuovi mercati nazionali e l'aumento delle attività transfrontaliere. Sulla scorta delle risultanze dello studio, la Commissione sta incoraggiando gli Stati membri a sostenere lo sviluppo dei collocamenti privati come fonte alternativa di finanziamento.

Oltre ai provvedimenti già adottati dalla Commissione, sono in corso diverse azioni che confluiranno nei lavori futuri della Commissione. Si citano ad esempio lo **studio sul finanziamento esteso alla filiera (supply-chain finance)** e lo **studio inteso a valutare la situazione della ricerca sulle PMI e l'impatto delle nuove disposizioni della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari sulla separazione dei pagamenti per la ricerca**.

Per sfruttare il potenziale dell'innovazione, la Commissione ha inoltre chiesto a un **gruppo di esperti¹¹ di valutare le norme relative a modelli di business e tecnologie innovativi**. I risultati degli studi e delle analisi devono ancora essere esaminati e spetterà alla prossima Commissione decidere in merito alle eventuali misure di follow-up.

Il **Consiglio europeo per l'innovazione**, giunto alla fase pilota finale, riunirà i programmi dell'UE in uno sportello unico per gli innovatori ad alto potenziale, rispondente alle esigenze delle innovazioni pionieristiche e dirompenti. Il Consiglio europeo per l'innovazione, che dovrebbe diventare pienamente operativo con il prossimo programma UE di ricerca e innovazione Orizzonte Europa, erogherà sovvenzioni e finanziamenti misti (combinazione sovvenzione-capitale proprio) per colmare le carenze del mercato per quanto riguarda il finanziamento dell'innovazione ad alto rischio e attirare gli investimenti privati.

Un contesto stabile per gli investimenti è fondamentale per favorire l'aumento degli investimenti nell'UE. Il 19 luglio 2018 la Commissione ha adottato una comunicazione che chiarisce come le leggi unionali proteggono gli investimenti e come gli investitori possono far valere i loro diritti ai sensi del diritto dell'UE dinanzi alle amministrazioni e ai giudici nazionali¹².

La tutela degli investimenti è diventata ancora più importante alla luce della sentenza Achmea del 6 marzo 2018, la quale ha confermato il punto di vista della Commissione secondo cui gli investitori dell'UE non possono fare affidamento sui trattati bilaterali di investimento conclusi all'interno dell'UE e, in particolare, l'arbitrato tra investitori e Stato previsto da tali trattati è incompatibile con il diritto dell'UE. In esito al dialogo intercorso tra la Commissione e gli Stati membri, nel gennaio 2019 tutti gli Stati membri si sono impegnati a porre termine ai trattati bilaterali di investimento conclusi all'interno dell'UE e la maggioranza degli Stati membri si è impegnata a intraprendere azioni volte a garantire che il trattato sulla Carta dell'energia non possa essere utilizzato come base per l'arbitrato tra investitori e Stati membri dell'UE.

¹⁰ V. la [pagina web della Commissione sui mercati UE dei collocamenti privati](#).

¹¹ Gruppo di esperti sugli ostacoli normativi all'innovazione nel settore finanziario.

¹² Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio "Tutela degli investimenti intra-UE", COM(2018) 547 final.

2.3. Maggiore efficienza della vigilanza dei mercati dei capitali dell'UE

La Commissione ha proposto due misure legislative per garantire una vigilanza più integrata ed efficiente dei mercati dei capitali, che è fondamentale per l'Unione dei mercati dei capitali e necessaria per una maggiore integrazione finanziaria e una maggiore condivisione del rischio privato. Su una proposta è stato raggiunto l'accordo politico. Per quanto riguarda l'altra è necessario progredire con urgenza.

- Norme rinnovate per una **vigilanza più rigorosa delle controparti centrali**, concordate a marzo 2019, per rafforzare la stabilità finanziaria dell'UE. Questa riforma garantirà che il quadro di vigilanza dell'UE sia sufficientemente robusto da anticipare e attenuare i rischi derivanti dalle controparti centrali dell'UE e dalle controparti centrali non-UE di rilevanza sistemica che forniscono servizi a clienti UE.
- Sono stati compiuti buoni progressi nei negoziati sulla riforma delle **autorità europee di vigilanza finalizzata a rendere la vigilanza finanziaria europea più forte e più integrata** e sulla proposta volta a **rafforzare il quadro di vigilanza nell'ambito della lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo**, che ha modificato la proposta originaria nel settembre 2018¹³. **La Commissione invita il Parlamento europeo e gli Stati membri a raggiungere un accordo politico con urgenza ed è pronta a continuare a dare tutto il suo sostegno a tal fine.**

Una vigilanza efficace è importante per stimolare gli investimenti al dettaglio, poiché i risparmiatori devono avere la certezza che un potenziale investimento dia un rendimento corrispondente al livello di rischio assunto. **A gennaio 2019, dando seguito alla richiesta della Commissione, le tre autorità europee di vigilanza hanno pubblicato i risultati della loro prima analisi completa dei costi e delle prestazioni** delle principali categorie di prodotti d'investimento offerti ai risparmiatori, ad esempio fondi comuni di investimento, assicurazioni, prodotti pensionistici e strutturati. I primi risultati costituiscono la base di riferimento per le valutazioni future e per l'ulteriore sviluppo degli obblighi di comunicazione, tra cui, se del caso, l'eventuale ampliamento dell'ambito di applicazione e miglioramenti della metodologia.

2.4. Finanza sostenibile

La Commissione ha adottato tre proposte legislative per consentire al settore finanziario dell'UE di svolgere un ruolo guida nella transizione a un'economia circolare climaticamente neutra, più efficiente sotto il profilo delle risorse e resiliente. **Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno raggiunto un accordo politico su due. Per quanto riguarda una delle tre proposte legislative sono ancora necessari progressi.**

- I colegislatori stanno ancora dibattendo l'istituzione del **sistema unificato di classificazione a livello dell'UE** (tassonomia) per definire quali attività economiche sono sostenibili sotto il profilo ambientale. Tale tassonomia chiarirà agli investitori e altri operatori economici quali attività possono essere considerate "verdi" e costituirà la base per l'elaborazione di norme e marchi dei prodotti finanziari sostenibili. La Commissione ha proposto di valutare entro fine 2021

¹³ La Commissione ha presentato una proposta di modifica della proposta originaria sulle autorità europee di vigilanza con l'obiettivo di concentrare i poteri in materia di antiriciclaggio in relazione al settore finanziario presso l'Autorità bancaria europea e di rafforzarne il mandato per garantire che tutte le autorità pertinenti vigilino in modo efficace e coerente sui rischi di riciclaggio e che le stesse cooperino e condividano le informazioni.

l'opportunità di estendere la tassonomia ad altri obiettivi di sostenibilità, in particolare gli obiettivi sociali.

- A marzo 2019 è stato raggiunto un accordo politico sul regolamento **sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità**. Le nuove norme apporteranno coerenza e chiarezza riguardo alle modalità secondo le quali gli investitori istituzionali devono integrare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel loro processo decisionale relativo agli investimenti; aumenteranno inoltre la trasparenza sulle strategie di investimento ESG per gli investitori finali.
- Infine, a febbraio 2019 i colegislatori hanno raggiunto un accordo politico sul regolamento concernente **gli indici di riferimento UE di transizione climatica e gli indici di riferimento in linea con Parigi**. Queste nuove norme di mercato rispecchieranno l'impronta di carbonio delle società e forniranno agli investitori informazioni più chiare su come i loro investimenti contribuiscono alla lotta contro i cambiamenti climatici.

È a buon punto anche una serie di misure non legislative in materia di finanza sostenibile. Tra queste si citano l'elaborazione a opera del gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile di una tassonomia che definisce le attività economiche sostenibili sotto il profilo ambientale, che confluirà nell'iter legislativo della proposta della Commissione relativa a un sistema unificato di classificazione a livello dell'UE; una relazione del gruppo di esperti sull'informativa inerente al clima; i lavori tecnici relativi a una norma UE per le obbligazioni verdi. Sulla scorta della relazione del gruppo di esperti tecnici, la Commissione sta inoltre aggiornando gli orientamenti non vincolanti sulle informazioni non finanziarie fornite dalle società e li pubblicherà entro la metà del 2019. Proseguono altresì i lavori per preparare il terreno per un futuro marchio Ecolabel UE per i prodotti finanziari e valutare, in collaborazione con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, l'opportunità di inglobare la sostenibilità nei rating. Infine, l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e il Comitato europeo per il rischio sistemico stanno studiando se l'integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali rappresenta un'ipotesi fattibile.

2.5. Mercati dei capitali locali

La promozione dei mercati dei capitali locali figura tra gli obiettivi principali dell'Unione dei mercati dei capitali. Da mercati locali forti traggono particolare beneficio le medie imprese di dimensioni sufficientemente grandi per sfruttare i mercati dei capitali locali, ma troppo piccole per cercare capitali oltrefrontiera. La prossimità geografica abbassa i costi di transazione, aiuta a superare le barriere culturali degli imprenditori e aiuta gli investitori a comprendere le attività aziendali che stanno sostenendo finanziariamente; aumenta inoltre le possibilità di utilizzare in modo produttivo il risparmio locale.

Lo sviluppo dei mercati dei capitali locali richiede un'azione complementare a livello di Stati membri, iniziative transfrontaliere e regionali, nonché un'azione a livello dell'UE. A livello nazionale vengono intraprese molte iniziative, tra cui piani strategici nazionali per lo sviluppo del mercato dei capitali, il miglioramento del contesto imprenditoriale, il sostegno pubblico per l'accesso ai finanziamenti. Il servizio di assistenza per le riforme strutturali della Commissione ha fornito supporto tecnico a queste iniziative nazionali. Viene incoraggiata la cooperazione regionale per aprire i mercati e promuovere i collegamenti transfrontalieri, agevolare la quotazione e gli investimenti esteri, collegare le infrastrutture di mercato e armonizzare le norme a livello regionale. A livello dell'UE, gli strumenti

finanziari offerti dalla Banca europea per gli investimenti contribuiscono allo sviluppo dei mercati dei capitali locali ampliando la disponibilità di prodotti finanziari e ovviando al deficit di finanziamento delle piccole e medie imprese.

3. CONCLUSIONI

La Commissione ha realizzato le misure su cui si era impegnata a inizio mandato e in sede di revisione intermedia per predisporre gli elementi costitutivi dell'Unione dei mercati dei capitali.

Queste misure - legislative e non legislative - costituiscono un importante passo verso la realizzazione di mercati dei capitali più efficienti e liquidi nell'UE, in cui le imprese e gli investitori possono reperire finanziamenti in condizioni di parità, indipendentemente da dove sono fisicamente ubicati nel mercato unico. Dando a investitori e imprese la possibilità di accedere alle opportunità di investimento e di finanziamento a livello transfrontaliero, l'Unione dei mercati dei capitali migliora la condivisione del rischio privato, riduce i rischi nel sistema finanziario e contribuisce ad attenuare gli shock economici nella zona euro e oltre. Mercati dei capitali ben integrati rafforzano il mercato unico, sostengono l'agenda in materia di commercio libero ma equo e rendono l'UE una destinazione ancora più attraente per gli investimenti in un contesto geopolitico in evoluzione e sempre più complesso.

Nel corso dell'intero mandato la Commissione ha collaborato strettamente con il Parlamento europeo e il Consiglio e ha compiuto notevoli progressi su molte proposte. È importante che i colegislatori mantengano l'impegno ad assicurare che tutta la legislazione pendente venga adottata quanto prima. La Commissione continuerà a sostenere questi sforzi. Tuttavia, la legislazione da sola non permetterà di realizzare l'Unione dei mercati dei capitali. Gli Stati membri, le autorità nazionali e i portatori di interessi del settore privato svolgono tutti un ruolo essenziale nella creazione dell'Unione dei mercati dei capitali.

L'azione della Commissione ha già iniziato a esplicare effetti, ma ci vorrà del tempo per avvertirne pienamente l'impatto sul terreno. Tuttavia, è chiaramente necessario continuare a lavorare affinché si instauri nell'UE un'Unione dei mercati dei capitali dinamica. Comunque, le azioni future dovranno rispecchiare l'impatto sui mercati dei capitali dell'uscita del Regno Unito dall'UE e di altre sfide economiche e sociali a breve o a medio termine. Tra queste figurano i cambiamenti radicali – e molto probabilmente rapidi – derivanti dalla decarbonizzazione dell'economia e dall'evoluzione del clima, e gli sviluppi tecnologici.

Il Consiglio europeo è invitato a rinnovare il suo impegno a favore dell'Unione dei mercati dei capitali e ad approvare questi sforzi in vista della sua prossima agenda strategica. È essenziale per il mercato unico, per l'Unione economica e monetaria e per un euro forte, e in ultima analisi per la competitività globale dell'UE.

4. RIEPILOGO DELLO STATO DI AVANZAMENTO DEI FASCICOLI LEGISLATIVI RELATIVI ALL'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI

POLITICA		
	Parlamento europeo	Consiglio dell'Unione europea
UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI		
Cartolarizzazioni	Adozione	Adozione
Prospetto	Adozione	Adozione
Fondi europei per il venture capital (EuVECA)	Adozione	Adozione
Prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP)	Accordo politico	Accordo politico
Obbligazioni garantite	Accordo politico	Accordo politico
Crowdfunding	Mandato negoziale	Nessun accordo
Distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento collettivo	Accordo politico	Accordo politico
Riesame delle imprese di investimento	Accordo politico	Accordo politico
Ristrutturazione preventiva, seconda opportunità e efficacia delle procedure	Accordo politico	Accordo politico
Promozione dei mercati di crescita per le PMI	Accordo politico	Accordo politico
Legge applicabile all'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti	Mandato negoziale	Nessun accordo
Revisione delle autorità europee di vigilanza, comprese norme rafforzate antiriciclaggio	Mandato negoziale	Mandato negoziale
Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (vigilanza)	Accordo politico	Accordo politico
FINANZA SOSTENIBILE		
Finanza sostenibile: tassonomia	Nessun accordo	Nessun accordo

Finanza sostenibile: informativa	Accordo politico	Accordo politico
Finanza sostenibile: basse emissioni di carbonio e impatto positivo in termini di carbonio	Accordo politico	Accordo politico
ALTRE PROPOSTE PERTINENTI PER L'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI		
Base imponibile consolidata comune per l'imposta sulle società	Adozione della relazione	Nessun accordo
Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (REFIT)	Accordo politico	Accordo politico
Risanamento e risoluzione delle controparti centrali	Mandato negoziale	Nessun accordo