



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea Magistrale in

Economia e Gestione delle Imprese

**L'Action Plan della Commissione
Europea per il Mercato Europeo
dei Capitali**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Velo Francesco

**Tesi di Laurea
di Salaris Giulia**

Matr. n. 548358

Anno Accademico 2024-2025

INDICE

Introduzione

Capitolo 1 – Il contesto di riferimento: l’Unione dei Mercati dei Capitali

1.1 L’Unione dei Mercati dei Capitali (CMU): obiettivi e principi

1.1.2 L’evoluzione storica dell’integrazione Europea

1.1.3 L’atto di fondazione della Comunità: il Trattato CEE

1.1.4 Prima crisi e ripresa

1.2 Lo SME – Sistema Monetario Europeo

1.3 Il rilancio dell’Integrazione

1.4 Il Trattato di Maastricht

1.4.1 Critici e sostenitori del trattato

Capitolo 2 – L’action Plan della Commissione Europea: analisi generale

2.1 Il progetto Capital Markets Union, retrospettive e prospettive

2.2 Origini e finalità della CMsU

2.3 Struttura dell’action Plan: i tre obiettivi strategici

- Facilitare l’accesso ai finanziamenti per le imprese
- Tutelare il risparmio e gli investitori
- Potenziare le iniziative di educazione finanziaria

Capitolo 3 – Le implicazioni economiche e finanziarie dell’Action Plan

3.1 Implicazioni per le PMI: Accesso al Credito e Finanziamenti

3.2 Impatto Economico e finanziario dell’Action Plan

3.3 Effetti sulle imprese e sulle PMI

3.4 Il ruolo della finanza sostenibile e nel piano d’azione

3.4.1 Riorientare i flussi di capitale verso un’economia più sostenibile

3.4.2 Integrare la sostenibilità

3.4.3 Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine

Capitolo 4 – Prospettive future e possibili sviluppi

4.1 Le sfide nella realizzazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali

4.2 Possibili miglioramenti dell'Action Plan

4.3 Il ruolo dell'UE nel contesto globale dei mercati finanziari

- L'Autonomia Strategica e “Safe Assets”
- La Competitività contro la frammentazione
- Risposta alle tensioni geopolitiche
- Venture Capital e Scale-up

Conclusioni

Bibliografia

Introduzione

Questo elaborato nasce dal desiderio di approfondire i contenuti e comprendere le motivazioni che hanno portato la Commissione Europea a proporre un Action Plan per il Mercato Europeo dei Capitali. L'Action Plan potrebbe essere descritto non solo come uno strumento “tecnico” ma come parte di una strategia che ambisce a costruire una community, ampliando e rendendo più solide le relazioni fra investitori e mercati.

Per questo, la tesi intende approfondire gli aspetti che sembrano rendere l'Action Plan un progetto in grado di migliorare l'efficacia e rafforzare la fiducia nel mercato, integrandoli, orientandoli verso un obiettivo comune. La possibilità di cooperare seguendo delle regole condivise diventa quindi propedeutico a far sì che possano essere veicolate risorse là dove esse possono contribuire a realizzare obiettivi non solo economici, sostenendo progetti in grado di rafforzare l'integrazione dell'Unione Europea.

L'Action Plan punta molto sulla trasparenza, sulla standardizzazione delle informazioni. La cooperazione funziona solo se riduciamo l'incertezza. Integrare e cooperare significa capire che il tutto è superiore alla somma delle singole parti. L'Action Plan non è solo un insieme di leggi tecniche, ma il tentativo dell'Europa di trasformare l'essere tanti “piccoli gruppi” che coesistono nello stesso posto, in una vera e propria “famiglia funzionale” che mette in comune le proprie risorse per un futuro migliore.

Nel panorama economico, l'Unione Europea ha evidenziato una dipendenza strutturale dal finanziamento bancario, superiore rispetto ad altre economie avanzate come quella statunitense.

Tale caratteristica ha limitato la capacità di assorbimento degli shock finanziari e ha rallentato il flusso di capitali verso le imprese, in particolare per le piccole e medie imprese, cruciali per la crescita. L'integrazione finanziaria, pur perseguita da tempo, è rimasta frammentata lungo le linee nazionali, ostacolando l'efficienza allocativa dei risparmi europei. In risposta a tali sfide, la Commissione Europea ha lanciato nel 2015 il progetto "Unione dei Mercati dei Capitali" (CMU).

Sebbene i primi piani d'azione abbiano posto delle basi legislative solide, la frammentazione è rimasta una sfida importante. A seguito della Brexit – che ha sottratto all'UE il suo principale hub finanziario – e dell'urgenza imposta dalla crisi pandemica COVID-19, la necessità di un'azione più incisiva è divenuta fondamentale. Questa tesi si vuole concentrare in particolare sul nuovo Action Plan della Commissione Europea, adottato a Settembre 2020, intitolato "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese". Tale piano si articola su azioni chiave focalizzate su tre pilastri fondamentali: sostenere una ripresa verde, digitale e inclusiva; rendere l'UE un luogo più sicuro per i risparmiatori retail e integrare i mercati nazionali in un vero mercato unico. La tesi analizzerà

L'efficacia di tali misure nell'abbattere le barriere transfrontaliere, come le differenze negli ordinamenti di insolvenza e le procedure fiscali. L'obiettivo centrale della tesi è valutare se l'attuale Action Plan costituisca una svolta decisiva per la creazione di un mercato dei capitali profondo, competitivo e integrato. La ricerca si basa sull'analisi dei documenti ufficiali della Commissione Europea (COM), dei report della European Securities and Markets Authority (ESMA) e su diversi articoli che trattano tale argomento. Saranno esaminati i progressi nel settore della finanza sostenibile (ESG), la digitalizzazione dei mercati e le riforme strutturali in ambito post-trading.

Capitolo 1 – Il contesto di riferimento: l'Unione dei Mercati dei Capitali

1.1 L'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU): obiettivi e principi

L'unione dei Mercati dei Capitali si configura come un insieme organico di iniziative volte a promuovere lo sviluppo del finanziamento non bancario, ossia delle forme di credito e investimento fornite da soggetti diversi dagli intermediari bancari tradizionali, nonché a rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali nell'economia europea, con particolare riferimento al finanziamento delle infrastrutture e delle piccole e medie imprese (PMI).

Per il finanziamento tramite il mercato dei capitali si intende il processo di raccolta di risorse finanziarie presso investitori istituzionali e privati mediante l'emissione di strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni e altri titoli di debito o di capitale. L'obiettivo principale della CMU è ridurre la dipendenza dell'economia europea del canale bancario, favorendo una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento e rafforzando il ruolo degli investitori istituzionali, come fondi pensione e compagnie assicurative, nonché il progressivo coinvolgimento degli investitori retail, in particolare le famiglie, nel finanziamento dell'economia reale.

Per comprendere quali siano gli obiettivi cardine del CMU, si deve partire dalle crisi che si sono verificate precedentemente alla sua creazione (2015). In tali momenti di difficoltà e pressioni si è osservato come le banche e investitori stranieri abbiano sviluppato la tendenza a ritirarsi entro i propri confini nazionali.

La conseguenza di questo comportamento è stata una riduzione delle possibilità di finanziamento per imprese e cittadini, che si sono trovati ad avere maggiori difficoltà nell'accesso al credito e nel rinnovo dei prestiti.

Per evitare questa forma di chiusura, si è quindi individuato nel mercato dei capitali uno strumento utile a rafforzare l'integrazione europea. Risulta pertanto fondamentale promuovere un mercato maggiormente armonizzato, in grado di ampliare le opportunità di credito per cittadini e imprese e di favorire una crescente inclusione finanziaria, indipendentemente dallo Stato membro di residenza.

Per poter creare tutto questo, la commissione ha indentificato delle priorità:

- Revisione documentale: pubblicata da ogni impresa ancor prima dell'inizio della raccolta del denaro nel mercato dei capitali. Tutto ciò viene fatto per semplificare e ridurre i costi delle informazioni raccolte per facilitare così l'accesso al mercato dei capitali per le imprese.¹
- Valutazione della credibilità delle PMI: sviluppare una serie di misure per la valutazione delle PMI, facilitando così l'accesso alle informazioni ai meno esperti come le compagnie assicurative, ossia tutti quei soggetti che prestano denaro senza essere una banca.
- Rilanciare le cartolarizzazioni: cedere un portafoglio di prestiti erogati da una banca e la sua riemissione sul mercato, a seguito della sua trasformazione in titoli negoziabili, come per esempio le obbligazioni, che possono essere vendute agli investitori. Gli investitori acquistano le cartolarizzazioni e vengono ripagati se i prestiti contenuti all'interno vengono rimborsati. Tutto questo è

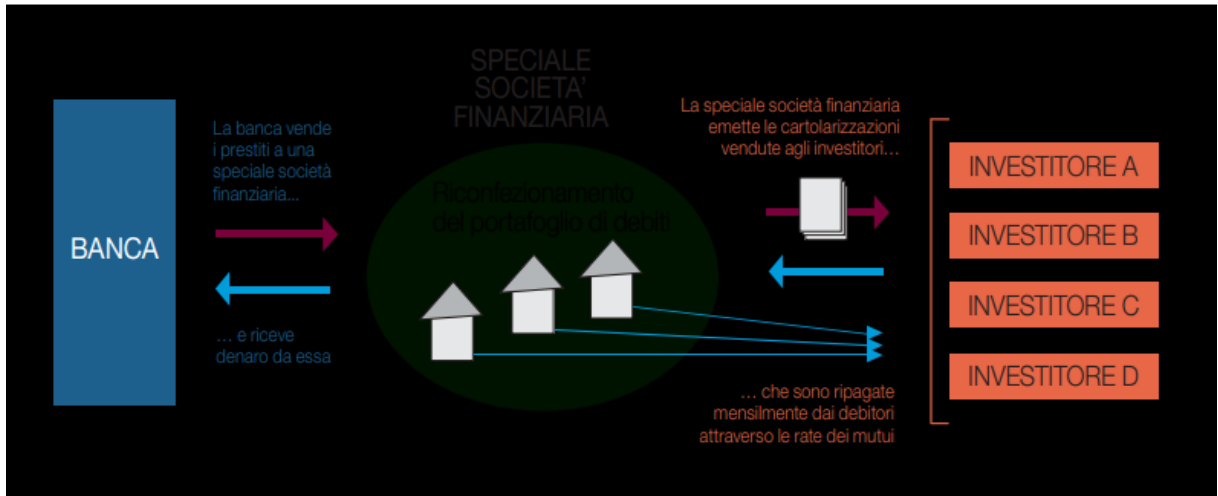
¹ Finance Watch, Marketing finance serve society, L'Unione dei Mercati dei Capitali in 5 domande

considerato il fulcro della crisi finanziaria, in quanto le banche trasformavano crediti molto rischiosi e di scarsa qualità in cartolarizzazioni considerate AAA. Tutto questo è stato reso possibile con operazioni semplici, quali l'emissione di un numero di cartolarizzazioni inferiori al numero di prestiti sottostanti ad essa, così facendo si riduce il rischio e migliora la classificazione della cartolarizzazione emessa. A tal proposito la Commissione Europea individua le "buone" cartolarizzazioni attraverso dei criteri che le rendono più semplici e trasparenti e che potrebbero beneficiare di una regolamentazione più permissiva, in modo tale che vengano percepite come nuovamente attraenti agli occhi degli acquirenti (per esempio potrebbe essere richiesto agli investitori un capitale minore per l'assorbimento di potenziali perdite). Dato che il processo di cartolarizzazione viene effettuato da banche di investimento in Europa, la loro rivitalizzazione porterà ad una loro promozione, rispetto alla tradizionale relazione bancaria.

- Promuovere sviluppo a Lungo Termine: coinvolge lo sviluppo di Fondi Europei per l'investimento di lungo termine. L'obiettivo è quello di indirizzare le compagnie assicurative e fondi pensione ad investire nella privatizzazione e nelle compagnie con un orizzonte temporale più lungo.
- Sviluppo di mercati europei di collocamento: per mercato di collocamento privato intendiamo tutte quelle aziende che raccolgono fondi da un piccolo gruppo di investitori, anziché rivolgersi alla borsa valori. L'obiettivo della Commissione Europea è quello di armonizzare il quadro normativo di riferimento, riducendo così le discrepanze nazionali.¹

¹ Finance Watch, Marketing finance serve society, L'Unione dei Mercati dei Capitali in 5 domande

Figura 1: Il funzionamento del processo di cartolarizzazione



Fonte: EUnews

1.1.2 L'evoluzione storica dell'integrazione finanziaria in Europa

Quando si affronta l'evoluzione storica dell'integrazione finanziaria in Europa, è necessario compiere un'analisi degli eventi che ne hanno determinato la necessità, al fine di comprendere il percorso che ha condotto alla creazione di un mercato dei capitali unificato. Si tratta di un processo lungo e complesso, maturato nel tempo, che ha portato alla formazione di quello che oggi conosciamo come Mercato Europeo dei Capitali. I primi segnali di integrazione si possono osservare già nel periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale, quando i paesi del continente si trovavano in una situazione di grave povertà, con sistemi produttivi ampiamente compromessi e un tessuto di scambi commerciali da ricostruire. Gli Stati Uniti, affermatasi come potenza dominante durante il conflitto, si resero conto della necessità di assumere anche le responsabilità politiche, economiche e militari.

L'anno 1947 si rivelò cruciale sia dal punto di vista politico sia da quello economico. Nel marzo di quell'anno venne enunciata la cosiddetta "dottrina Truman", con la quale gli Stati Uniti dichiararono il proprio

sostegno ai popoli liberi impegnati nella lotta contro forze sovversive. Successivamente, nel giugno, si registrò un'importante iniziativa economica con il lancio del Piano Marshall, segnando l'inizio della prima forma di cooperazione europea.³

Può sorprendere che la prima forma di collaborazione europea sia stata instaurata dietro l'impulso di una nazione extra-europea. Analizzando il contesto risulta invece facile spiegare le motivazioni sottostanti la promozione, da parte statunitense, di forme di coordinamento europeo. Infatti, ci si rese presto conto che il dominio commerciale americano portava ad un forte squilibrio della bilancia dei pagamenti: gli Stati Uniti esportavano grandi quantità di prodotti senza aver necessità di importare merce europea; viceversa quest'ultimi soffrivano di un sostanzioso flusso in uscita di capitali, che portava ad una sempre maggiore difficoltà nel reperimento di risorse. La situazione che si andava a delineare non soddisfaceva né gli Stati europei, per i quali sarebbe stato impossibile mantenere un tale drenaggio di ricchezza dai propri confini, né per gli Stati Uniti, che necessitavano, per la loro crescente economia, di un mercato mondiale in continua espansione. Un aiuto in termini economici, non solo avrebbe dato impulso alle economie europee disastrose dal conflitto, ma avrebbe altresì garantito uno sbocco alla produzione americana.

Si inserisce in questo contesto il lancio del Piano Marshall, un ingente finanziamento rivolto a tutte le nazioni europee. Per poter ottenere il massimo del beneficio da tale iniziativa, il Piano Marshall prevedeva una gestione comune dei finanziamenti, rifiutando il progetto di un'erogazione dei fondi basata su una serie di accordi bilaterali. Lo scopo era di coinvolgere i diversi Paesi nella distribuzione di finanziamenti, al fine di

³ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

integrarne le economie e di favorire la collaborazione tra Stati che si erano affrontati nel campo di battaglia.⁴

La gestione comune dei fondi presupponeva degli incontri tra i beneficiari per decidere sulla distribuzione degli aiuti. I sedici Stati, tra cui l'Italia, che accettarono il Piano diedero perciò vita alla Committee of European Economic Cooperation; dalle pressioni statunitensi, che premevano affinché le consultazioni divenissero permanenti, nacque, nell'aprile del 1948, l'Organizzazione Europea per la Cooperazione Economica (OECE). Per poter meglio funzionare, l'OECE, si strutturò in una serie di agenzie indipendenti, ma correlate, e unite nell'organo del Consiglio dei Ministri. La più famosa di queste fu l'Unione Europea dei Pagamenti (EPU), nata nel 1950 con il compito di facilitare la ripresa europea attraverso finanziamenti temporanei a Stati con un deficit della bilancia commerciale.

Per quanto fosse un primo passo importante, la costituzione dell'OECE non fu vista come l'inizio di un progetto. I compiti dell'organizzazione si limitavano al coordinamento per la gestione dei finanziamenti senza che ci fosse alla base l'idea, nemmeno nel lungo periodo, di instaurare forme di collaborazione più estese o più profonde. Ma in Europa c'era chi, come Jean Monnet, già pensava ad un'Europa federale, ed il grado di integrazione che questa organizzazione offriva non poteva soddisfarne le aspettative. È innegabile che l'OECE, offrendo un primo, anche se limitato, esempio di collaborazione europea, servì a chi decise, di lì a pochi anni, di continuare verso una maggiore integrazione del Continente (precisando che nel 1960 l'OECE fu trasformata nella Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), perdendo la connotazione europea e il ruolo di motore dell'integrazione).

⁴ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

In tutti gli Stati europei comparvero movimenti a favore di forme di collaborazione, e si svilupparono interessanti dibattiti al riguardo. In Germania l'integrazione era vista come la possibilità di riacquisire credibilità internazionale, e il nuovo leader della Repubblica Federale Tedesca, Adenauer, si mosse in questa direzione. L'Italia inquadrava l'integrazione europea nella possibilità di stabilizzazione della situazione interna, minacciata da un potente partito comunista. La Francia dal canto suo, era ansiosa di riaffermarsi come perno del Continente.

Il paese più imprevedibile era l'Inghilterra, sempre gelosa della sua libertà di manovra, e restia a legarsi con i partner europei. Le mosse inglesi avrebbero poi inevitabilmente condizionato le scelte dei paesi nordici. Un segnale di distacco dal processo d'integrazione europea fu la mancata partecipazione del partito laburista, al tempo al governo, al Congresso dell'Europa tenutosi all'Aia nel Maggio del 1948, dove delegati parlamentari di sedici paesi si confrontarono sul tema dell'integrazione. Nonostante l'entusiasmo, i risultati furono minimi, e si decise così di fondare un Movimento Europeo in ogni Stato partecipante per stimolare e tenere attuale il tema dell'Europa federale. La proposta, mentre fu accettata con calore dagli americani, che decisero di finanziare il movimento, sottolineò la diffidenza Inglese verso il progetto europeo.

Agli occhi di coloro che sognavano un'Europa federale era chiaro che l'OECE non potesse svolgere il ruolo di motore dell'integrazione. Colui che ebbe il merito nel dare l'impulso iniziale, necessario perché si affrontasse l'unità del continente con strumenti più idonei, fu Robert Schuman, ministro degli Esteri Francese, che nel maggio del 1950 propose la gestione comune franco-tedesca del carbone e dell'acciaio, gestione aperta a ogni Stato desideroso di parteciparvi. Dietro ciò che poteva apparire come una proposta puramente commerciale si celavano due moventi politici: in primo luogo Schuman, proponendo una gestione

comune in un settore chiave dell'economia, preparava la strada all'approccio funzionalista dell'integrazione europea, prospettando per il futuro una fusione più ampia, addirittura a livello politico; in secondo luogo vi era la convinzione che la chiave per un'unione europea stabile risiedesse nel riavvicinamento tra Francia e Germania.⁵

Le trattative, che sarebbero sfociate nella costituzione della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (CECA), cominciarono nel giugno del 1950; vi presero parte sei Stati: Francia, Germania, Italia, Belgio, Olanda e Lussemburgo. Non fu semplice trovare un accordo, ma la presenza di uomini politici decisamente filo-europei nelle posizioni chiave dei paesi coinvolti (Schuman in Francia, Adenauer in Germania, De Gasperi e Sforza in Italia, Spaak in Belgio e Beck in Lussemburgo) permise il raggiungimento di un punto di equilibrio. Il 18 aprile 1951 i sei paesi firmarono il Trattato di Parigi che inaugurava quello che Monnet, funzionario francese che ispirò la proposta di Schuman, definì "la prima espressione dell'Europa che nascerà". La CECA nacque forte di un consenso trasversale nei parlamenti firmatari, solo Schumacher, leader dell'opposizione tedesca, criticava il progetto sostenendo che, legando saldamente la Repubblica Federale al mondo occidentale, esso avrebbe finito per compromettere definitivamente la possibilità di una riunificazione tedesca.

L'organizzazione aveva il compito di promuovere, attraverso la creazione di un mercato comune del carbone e dell'acciaio, l'espansione del mercato, la crescita dell'occupazione e l'innalzamento del livello della vita. Si prevedeva, in una prima fase, lo smantellamento delle tariffe e delle barriere al commercio, per poi passare alla creazione di un libero mercato comune. L'organo competente per garantire la realizzazione e la supervisione di tale ambizioso programma era l'Alta Autorità, composta

⁵ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

da nove membri provenienti da tutti gli Stati firmatari, in carica per un periodo di sei anni; Monnet ne fu il primo Presidente.

L'Alta Autorità godeva di un potere penetrante poiché le decisioni di carattere vincolante, prese a maggioranza dei membri, erano direttamente efficaci nei confronti delle industrie, senza che fosse necessario un passaggio attraverso i governi nazionali. Il carattere ampiamente sovranazionale dell'Alta Autorità veniva in parte attenuato dalla presenza del Consiglio Speciale dei Ministri, fortemente voluto dai paesi del Benelux, che garantiva in certa misura la tutela degli interessi nazionali. L'Alta Autorità disponeva inoltre della possibilità di interpellare un organo consultivo composto da rappresentanti dei lavoratori, degli imprenditori e dei consumatori. Infine, il trattato creava una Corte di Giustizia, composta da sette giudici, con il compito di controllare la legittimità degli atti dell'Alta Autorità dietro richiesta dei governi nazionali, o delle stesse imprese. Com'è facile notare già da questa breve descrizione, nella CECA erano presenti diversi caratteri che saranno alla base della struttura europea, così come sarebbe nata di lì a pochi anni.

Nel complesso la sua azione non fu semplice, dovendo sempre difendere le proprie prerogative nei confronti degli Stati membri; nonostante ciò, già nel 1958, la maggior parte delle discriminazioni commerciali erano state abolite.⁶

Nei progetti dei funzionalisti, la CECA avrebbe dovuto essere solo la prima di numerose organizzazioni che avrebbero di volta in volta integrato diversi settori. Tuttavia, i sei membri temevano la possibilità di perdere porzioni significative della loro sovranità. Diverse furono le proposte avanzate dal Consiglio d'Europa, ma la pretesa di accontentare tutta l'Europa occidentale finiva per annacquare i progetti, che perdevano di sostanza. Il progetto sul quale gli Stati membri della CECA investirono

⁶ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

maggiormente fu la Comunità Europea di Difesa (CED). L'idea di promuovere un esercito europeo fu originariamente del tedesco Adenauer, già nel 1949; lo scoppio della guerra coreana, e il conseguente aumento della tensione internazionale, accelerarono la firma del trattato, avvenuta nel 1952. Tuttavia, la storia dell'integrazione europea è costituita da inconfutabili successi, ma anche da altrettanti inconfutabili fallimenti. La CED è un capitolo della storia europea inserito negli insuccessi. Infatti, nonostante si fosse arrivati alla firma, permanevano tra i membri diverse perplessità: in particolare la Francia non vedeva di buon occhio il riarmo tedesco che l'entrata in vigore di tale progetto presupponeva. Fu proprio la mancata ratifica da parte francese, che non era riuscita a superare i timori di una Germania nuovamente armata, a far naufragare definitivamente il progetto.

Il fallimento della CED fu un duro colpo d'arresto al processo d'integrazione europea. La diffidenza francese nei confronti del riarmo tedesco dimostrava come gli orrori della guerra fossero ancora troppo vivi nei ricordi, e che una vera e completa normalizzazione dei rapporti tra i due paesi richiedesse ancora tempo.

Un primo passo in questo senso fu compiuto proprio dai francesi. Oggetto della maggiore contesa tra i due paesi era il territorio della Saar, una regione originariamente tedesca, ricca di carbone e acciaio, che dopo il conflitto era passata sotto amministrazione francese, la quale veniva gestita quasi come una colonia. Nell'ottobre 1955 si tenne nella regione un referendum nel quale il 96% della popolazione votò contro ogni forma di europeizzazione ed a favore dell'incorporazione al territorio tedesco. Un anno dopo, con pragmatismo, la Francia restituì la regione alla Germania. La soluzione della "questione Saar" fu un passo importante verso la normalizzazione dei rapporti, che favorì l'integrazione europea nella fine degli anni '50.

Nel frattempo, vi era stata una ripresa della collaborazione proprio sul tema che aveva causato il blocco del processo: la difesa. Si preferì un approccio più intergovernativo, e l'occasione fu data dall'Unione Europea Occidentale (UEO). Con l'accordo di Bruxelles del 1948 Gran Bretagna, Francia e Benelux avevano dato vita ad un'organizzazione internazionale di sicurezza militare e cooperazione politica. Nel 1954 la partnership fu offerta all'Italia e alla Germania. Entrambi i paesi furono pronti nel cogliere l'occasione. Fu un successo per Adenauer, che vedeva il tema del riarmo della Germania come un punto indispensabile della sua agenda politica.⁷

1.1.3 L'atto di fondazione della Comunità: il Trattato CEE

Sebbene l'affondamento della Comunità Europea di Difesa (CED) possa sembrare aver compromesso in modo significativo il percorso di integrazione europea, e nonostante il panorama politico fosse caratterizzato da un insieme eterogeneo e poco coordinato di associazioni, il dibattito sul futuro dell'Europa rimaneva vivace, sostenuto da figure di rilievo come Paul-Henri Spaak e Jean Monnet.

Quest'ultimo, che nel 1955 aveva fondato il Comitato d'azione per gli Stati Uniti d'Europa, sposava la tesi del funzionalismo, esortando la creazione di nuove organizzazioni da affiancare alla CECA, soprattutto in campo energetico e dei trasporti. Diversamente il Benelux proponeva la creazione di un vero mercato comune. Questo tema fu affrontato dai ministri degli esteri dei paesi membri della CECA nella conferenza di Messina, che si tenne a metà 1955. Alla base dei risultati della conferenza, ci fu il lavoro principalmente di tre uomini: il belga Spaak, il lussemburghese Beck e l'olandese Beyen. Essi promossero con vigore la

⁷ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

posizione dei propri paesi, formulata poi nella dichiarazione finale, in cui si manifestava la volontà di un rinnovato slancio verso la costruzione dell'Europa, la ricerca di un mercato comune ed un uso coordinato e pacifico dell'energia atomica. Tale affermazione non ebbe grande impatto nell'immediato, ma fu alla base dei futuri Trattati di Roma. I sei paesi accettarono inoltre la creazione di un Comitato Intergovernativo, presieduto da Spaak, con il compito di approfondire ed integrare le proposte messinesi. Il Comitato lavorò tra il luglio del 1955 e il marzo del 1956, concentrando gli sforzi principalmente su due progetti: il mercato comune e l'energia atomica. Il Rapporto Spaak fu approvato dai ministri degli esteri riuniti a Venezia nel maggio del 1956. Dopo una serie di riunioni che videro impegnati per diversi mesi esperti del settore, si raggiunse l'accordo su due trattati che fondavano la Comunità Economica Europea (CEE) e la Comunità Europea dell'Energia Atomica (CEEA o EURATOM), solennemente firmati il 25 marzo 1957 a Roma. Ciò che stupisce maggiormente è l'elemento dinamico che caratterizzò quei mesi, considerando inoltre che si era all'indomani di un fallimento che aveva fatto vacillare l'intero processo d'integrazione.

Il Trattato CEE ribaltò l'approccio funzionalista che si era seguito fino ad allora, approccio che vedeva l'unione politica solo come conseguenza di precedenti integrazioni in settori specifici. Tale metodo aveva dimostrato i suoi limiti nell'esperienza concreta della CECA e della CED. Nel processo delle conferme, due risultavano essere i principali ostacoli: la Francia e la Germania. Per quanto riguarda la prima, nonostante i timori, l'Assemblea francese fu la prima a confermare il Trattato; vi era infatti una situazione favorevole, per quanto precaria in cui a capo del governo sedeva l'europeista Fauré, e nel frattempo, dopo l'affare Suez del 1956, i rapporti con la Gran Bretagna si erano raffreddati, mentre contemporaneamente, con la soluzione della questione Saar, era tornata la sintonia nei rapporti con la Germania. Per quanto riguarda quest'ultima,

Adenauer era riuscito ad eliminare gran parte dello scetticismo presente in patria nei confronti dell'Europa sottolineando le opportunità che tale mercato potesse offrire alla crescente industria tedesca.

In generale, la cornice internazionale nella quale si svolsero i negoziati e le conferme, era particolarmente favorevole: in primo luogo vi era una consapevolezza, derivante anche dalla Grande Depressione, della interdipendenza economica tra i paesi; in secondo luogo la compenetrazione dei mercati finanziari e il grado di apertura delle economie industriali erano ancora limitati, e quindi destava meno preoccupazione la possibilità dell'insorgere di sviluppi esogeni che potessero attentare all'autonomia nazionale; infine la ripresa postbellica era stabile e non inflazionistica, favorevole ad un processo di convergenza armonioso.

Il Trattato CEE istituisce il Mercato Comune. Era previsto che tale obiettivo fosse raggiunto in dodici-quindici anni, durante i quali si sarebbe lavorato gradualmente, attraverso tappe quadriennali. La tariffa esterna comune sarebbe stata quantificata in base alla media dei dazi nazionali.

Il Trattato inoltre creava un apparato istituzionale equilibrato, dove trovavano tutela sia gli interessi nazionali attraverso il Consiglio, dove le persone che sedevano rappresentavano il proprio Stato e spesso veniva utilizzata come procedura di voto l'unanimità, sia gli interessi comunitari attraverso la Commissione, organo di individui con l'esplicito divieto di ricevere istruzioni dai propri paesi di appartenenza. La Commissione, pur disponendo di minori poteri rispetto all'Alta Autorità della CECA, e non poteva essere diversamente visto l'estensione delle sue competenze, era il motore dell'integrazione, spettandole un esclusivo potere d'iniziativa. La terza principale istituzione era l'Assemblea Parlamentare con compiti essenzialmente di supervisione e controllo, ma che con il tempo avrebbe

visto accrescere i propri poteri. Infine, la Corte di Giustizia, anch'essa organo d'individui, con l'incarico di risolvere le controversie che fossero sorte tra le Comunità e gli Stati, e verificare la legittimità degli atti vincolanti.⁸

Il Trattato, pur non dedicando espressamente una parte alla politica monetaria, dà delle indicazioni riguardo la gestione della stessa da parte degli Stati membri. L'equilibrio della bilancia dei pagamenti così come il mantenimento della fiducia nella propria moneta in un quadro di massimizzazione del livello di occupazione e di stabilità dei prezzi sono considerati obiettivi primari, da raggiungere attraverso il coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri. Vengono garantite la libera circolazione delle merci, dei servizi, dei capitali e delle persone, e la convertibilità delle valute⁹.

Occorre sottolineare che l'azione della Comunità si snodava non solo in ambiti puramente commerciali, ma anche in aspetti quali: la liberalizzazione del mercato del lavoro e dei capitali, una politica d'investimento comune, e un coordinamento delle azioni volte ad assicurare un crescente benessere sociale e lo sviluppo delle opportunità lavorative; a tal fine venivano creati il Fondo Europeo per lo Sviluppo, la Banca Europea degli Investimenti, e il Fondo Sociale Europeo.

Dalle disposizioni a cui si è fatto riferimento emerge che la maggiore preoccupazione dei firmatari fosse la costruzione di un mercato europeo effettivamente comune, con l'impegno di rimuovere i vincoli ancora

⁸ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

⁹ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

esistenti alla circolazione delle merci, l'abolizione delle forme di protezionismo e di discriminazione di carattere nazionale ¹⁰

Il Trattato superò le approvazioni agilmente, diventando operativo nel gennaio del 1958. I risultati non tardarono ad arrivare: già nel 1961 le tariffe interne alla Comunità erano state notevolmente ridotte, e il volume degli scambi all'interno dell'area era cresciuto con tassi doppi rispetto al commercio con paesi non membri. ¹¹

1.1.4 Prima crisi e ripresa

La grande assente nel processo di integrazione europea fu l'Inghilterra. Vi erano stati contatti con i sei paesi membri, ma il carattere spiccatamente sovranazionale della CECA prima, e della CEE dopo, e la gelosia con cui si custodiva la sovranità, impedivano il raggiungimento di un punto d'accordo tra gli interlocutori. L'Isola si fece promotrice di un progetto che meglio potesse rispecchiare le sue esigenze: nel maggio 1960 prendeva vita la European Free Trade Association (EFTA) a cui facevano parte: Inghilterra, Austria, Danimarca, Norvegia, Portogallo, Svezia e Svizzera. La differenza rispetto alla CEE era lampante: l'obiettivo dell'organizzazione era la riduzione ed eventualmente l'eliminazione delle tariffe sui prodotti industriali dei paesi membri; non era contemplata la ricerca di un livello di integrazione maggiore; era prevista la possibilità del recesso; erano escluse implicazioni di carattere politico; aveva una struttura istituzionale molto semplice, il cui perno era il Consiglio dei Ministri, organo di individui, che si riuniva tre volte all'anno. Timorosa di perdere quote di mercato, vista l'incapacità dell'EFTA di competere con

¹⁰ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996.

¹¹ Urwin D.W., *The Community of Europe*, London New York, Longman, 1995

la Comunità, nel 1961 l'Inghilterra superò le proprie diffidenze proponendo la sua candidatura per l'entrata nella CEE. Il veto posto dalla Francia di De Gaulle nel 1963 riguardo tale ingresso, che seguiva di poco l'abbandono del piano Fouchet proposto dalla stessa Francia, dava inizio ad un periodo di tensione tra gli Stati membri, che sarebbe culminato nella crisi della "sedia vuota". In quegli anni diverse questioni delicate dovevano essere affrontate: ci si stava muovendo, anche grazie al Presidente della Commissione Hallstein, verso un bilancio autonomo della Comunità, gestito dal Parlamento, che avrebbe garantito maggiore indipendenza all'azione comunitaria; inoltre si stava affrontando il tema della riforma dei sistemi di voto, cercando di limitare l'uso dell'unanimità; infine si stavano definendo le linee guida per la politica agricola comune (PAC), argomento particolarmente delicato vista l'importanza che tale settore ricopriva a livello nazionale. La Francia era desiderosa di concludere l'accordo sulla PAC, consapevole dei vantaggi che tale politica comune le avrebbe portato, mentre era diffidente riguardo le restanti due proposte, che mal si conciliavano con l'idea d'Europa di De Gaulle, il quale aveva già più volte denunciato l'ampiezza dei poteri della Commissione. La posizione degli altri cinque partner era invece speculare. Quando i tre temi furono proposti in un unico documento lo scontro fu inevitabile. Se la Francia avesse voluto la PAC, avrebbe dovuto accettare un aumento del carattere sovranazionale della Comunità, un compromesso inaccettabile per il Generale. Come rappresaglia la Francia rifiutò di prendere parte alle riunioni del Consiglio, bloccandone di fatto il funzionamento. La grave crisi fu risolta l'anno seguente, nel 1966, e da molti fu vista come una vittoria personale di De Gaulle. Il compromesso a cui si giunse, noto come "compromesso di Lussemburgo", faceva salva la possibilità per uno Stato, ove si procedesse ad una votazione a maggioranza all'interno del Consiglio, di invocare, entro un limite ragionevole di tempo, importanti motivi di sicurezza nazionale; in tal caso

occorreva continuare il dialogo in modo da giungere ad un accordo condiviso. Da molti tale strumento venne visto come una sorta di veto, invocabile ogniqualvolta uno Stato, in base alle proprie valutazioni, ritenesse fossero in gioco interessi statali vitali. L'Europa era riuscita a superare la sua prima grave crisi interna, ma ne usciva con un carattere più intergovernativo: il compromesso di Lussemburgo spostava significativamente verso il Consiglio, l'equilibrio istituzionale della Comunità; l'energico Presidente della Commissione Hallstein, a causa dell'opposizione francese, non vide riconfermato il suo mandato, cedendo il passo al belga Rey, personaggio più cauto e abile nel conciliare i diversi interessi in gioco; inoltre, il fatto che la crisi del 1965 fosse stata risolta più mediante trattative tra i governi nazionali, che non internamente agli organi comunitari, lasciava qualche dubbio circa la reale capacità della Comunità di affrontare e risolvere eventuali crisi future.¹²

La PAC, una delle vittime della crisi, fu uno dei binari su cui riprese il cammino della Comunità. L'agricoltura era un tema molto sensibile, che coinvolgeva un settore dell'economia molto sviluppato all'epoca e oggetto di legislazioni nazionali piuttosto protezioniste, visto il peso elettorale di tale lobby. Il risultato a cui si pervenne nel luglio del 1968 prevedeva un unico mercato interno europeo dei prodotti agricoli con uniformità di prezzo. I prodotti erano protetti dalla concorrenza da un, anch'esso comune, dazio verso l'esterno. In caso di sovrapproduzione, o consistente calo della domanda, il mantenimento di un certo livello di prezzo dei prodotti agricoli era assicurato dalla Comunità, che avrebbe comprato le eccedenze. Il progetto, che paradossalmente creava una forma di protezionismo, tra l'altro fortemente criticata dai paesi non comunitari, in un'Organizzazione volta al libero scambio, mancava di disposizioni che

¹² Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996

incentivassero la produttività del settore o che tutelassero i consumatori, che infatti non poterono beneficiare del calo dei prezzi dei prodotti agricoli mondiali avvenuto di lì a pochi anni. Nel 1969 De Gaulle fu sostituito da Pompidou. L'avvicendamento ai vertici francesi ebbe conseguenze immediate anche in campo comunitario: il nuovo presidente promosse una riunione tra i vertici dei sei Stati membri per affrontare direttamente le questioni comunitarie in sospeso. Il summit si tenne all'Aia e risolse diverse tematiche, proponendo inoltre interessanti sviluppi: il finanziamento comunitario sarebbe divenuto autonomo dagli Stati membri, con un crescente ruolo svolto dal Parlamento; in secondo luogo era data priorità alla discussione riguardo l'allargamento della Comunità; infine veniva enunciato il principio di un'unione monetaria (EMU) da raggiungere entro il 1980; Werner, il premier lussemburghese, veniva incaricato di presiedere un comitato che approfondisse ed analizzasse il tema. La Comunità, dopo la crisi del 1965, stava preparandosi per affrontare il decennio all'orizzonte con rinnovato slancio.¹²

1.2 Lo SME – Sistema Monetario Europeo

Nel luglio del 1970 il comitato Werner rese pubbliche le conclusioni riguardo lo studio condotto sul tema dell'unione monetaria. Il progetto tentava di conciliare le posizioni di chi, come Francia, Belgio e Lussemburgo, spingeva perché un coordinamento di tipo monetario avesse la priorità, e chi invece, come Germania, Olanda e in certa misura l'Italia, sosteneva la necessità di una armonizzazione delle economie prima di procedere verso un'unione monetaria. Il progetto prevedeva la coesistenza delle monete nazionali in regime di parità fissa e con perfetta convertibilità, con una progressiva sostituzione delle valute nazionali con un'unica moneta comunitaria. Per assicurare efficienza, alcune competenze avrebbero dovuto essere centralizzate in un organo comunitario: la politica del mercato dei capitali, la politica monetaria

verso l'estero, e le politiche regionali e di struttura. A tal fine, venivano contemplate un sistema comunitario di banche centrali e un centro decisionale della politica economica responsabile verso il parlamento. Sul piano tecnico monetario era richiesta una progressiva riduzione dei margini di fluttuazione intracomunitari tra le monete rispetto ai margini stabiliti nei confronti del dollaro.

Il Consiglio dei ministri nel 1971 approvò il progetto. La Germania, nel timore che alle misure di carattere monetaristico non seguissero anche quelle di coordinamento delle politiche economiche fece approvare un'apposita "clausola di salvaguardia" per la quale le misure di carattere monetario sarebbero dovute decadere se, entro il 1975, non avessero preso consistenza anche quelle di carattere economico.

Ma gli eventi internazionali che seguirono il progetto Werner ne impedirono di fatto l'applicazione. Da tempo gli Stati Uniti soffrivano di un deficit della bilancia dei pagamenti. Inizialmente, nel 1969, la Federal Reserve aveva adottato una politica dei tassi d'interesse elevati, ma la recessione causata da tale mossa spinse ad una rivalutazione delle scelte compiute, con conseguente ribasso dei tassi. Il risultato fu un riflusso verso l'Europa dei capitali rifugiatisi negli Stati Uniti. Nel maggio 1970 tale flusso di dollari raggiungeva livelli talmente elevati che la Banca centrale tedesca rinunciava a sostenere il dollaro ¹³

L'anno seguente, non essendosi arrestato il flusso di dollari, Germania e Olanda decisero unilateralmente di lasciare fluttuare liberamente le proprie valute, in evidente contrasto con quanto previsto in sede europea per l'attuazione del piano Werner, che veniva di fatto sospeso.

¹³ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996

L'Amministrazione Nixon, di fronte alla crisi irreversibile del sistema di Bretton Woods, prese le decisioni finali. Il 15 agosto 1971 gli Stati Uniti annunciarono la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, l'istituzione di una sovrattassa temporanea del 10% su tutte le importazioni, e tagli nelle spese e negli aiuti ai paesi in via di sviluppo. Il risultato pratico di queste manovre fu che le monete furono lasciate libere di fluttuare sui mercati dei cambi. Tale situazione era insostenibile e provocava effetti negativi sulle relazioni economiche tra gli Stati; iniziarono da subito i contatti tra i responsabili economici degli Stati economicamente più forti, e si arrivò nel dicembre dello stesso anno ad un accordo, il Smithsonian Agreement. Il riferimento all'oro del dollaro veniva mantenuto, ma fissato a 38 dollari l'oncia (anziché 35), mentre per tutte le altre monete venivano definiti nuovi rapporti di cambio. I margini di oscillazione rispetto al dollaro venivano aumentati al 2,25%. Tale soluzione si presentava come una misura di emergenza, che non tardò a mostrare i suoi limiti: già nel 1973 il dollaro dovette subire un'altra svalutazione causata dal persistente squilibrio della bilancia dei pagamenti e da una pressione speculativa a favore delle altre monete. Nel marzo la speculazione raggiunse un'intensità tale da costringere alla chiusura i mercati dei cambi europei e giapponesi. Alla loro riapertura le principali monete furono lasciate libere di fluttuare liberamente. Tale situazione venne consacrata a Kingston nel gennaio del 1976: fu varata una riforma del Fmi (Fondo monetario internazionale) che sanciva l'abbandono di qualsiasi regola di funzionamento di un sistema monetario internazionale regolato.

Nell'incertezza creata dalla fine del Sistema di Bretton Woods i paesi europei si mossero in maniera coordinata. In base alla regola smithsoniana, l'ampiezza massima dello scarto rispetto al dollaro poteva essere di 2,25%, con una oscillazione complessiva quindi di 4,5%. Ma nel caso di

transazioni dirette tra due monete europee, entrambi gli scarti potevano raddoppiare. Un'oscillazione che potesse toccare il 9% nelle transazioni bilaterali tra paesi aderenti alle CEE era inaccettabile, specie dopo la decisione da parte del Consiglio di dare avvio al processo di unione monetaria. A Basilea, nell'Aprile del 1972, venne sottoscritto un accordo tra i ministri finanziari della Comunità con il quale si introduceva un nuovo sistema di cambio europeo che raggruppava, oltre ai paesi membri, anche Gran Bretagna, Irlanda, Danimarca e Norvegia, dove successivamente i primi tre paesi entrarono a farci parte. Secondo questo accordo veniva mantenuta la banda di oscillazione di ciascuna moneta rispetto al dollaro e intorno alla parità del dollaro le monete europee avrebbero fluttuato congiuntamente, così facendo, l'ampiezza massima di oscillazione tra le monete europee risultava pari al 2,25%. Figurativamente tale accordo veniva descritto come un "serpente europeo" che fluttuava all'interno del "tunnel del dollaro". Ogni intervento poteva aver luogo solo dopo un accordo tra le banche centrali.¹⁴

Si trattava di un semplice accordo di cambio stipulato nel quadro regolato dai cambi fissi e ancorato al dollaro. Gli avvenimenti degli anni successivi e la mancanza di coordinamento delle politiche economiche europee mettevano in pericolo il raggiungimento degli obiettivi posti nel Trattato di Roma: vi era infatti la concreta possibilità che gli interventi unilaterali a difesa della propria moneta conducessero i paesi membri a introdurre misure protezionistiche. Si svilupparono verso la fine del decennio le consultazioni tra i partner europei che portarono, su proposta del Presidente francese d'Estang, e del Cancelliere tedesco Schmidt, all'adozione, nel dicembre 1978, del Sistema Monetario Europeo (SME). Questo accordo di cambio dava vita ad un'area valutaria basata su un

¹⁴ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996

numerario costituito da una moneta paniere, l'ECU (unità di conto europea). Il valore di quest'ultima era calcolato sulla media ponderata dei valori delle monete comunitarie reali. A ciascuna moneta nazionale era concesso di fluttuare entro certi limiti rispetto alla sua parità centrale con l'ECU. Veniva esclusa la possibilità di svalutazione unilaterale, potendosi modificare i tassi centrali solo con accordi multilaterali tra le Banche Centrali.

Per l'ECU vi sono due valori di riferimento in termini di ogni moneta comunitaria: in primo luogo la parità centrale, dichiarata formalmente da ogni paese con l'entrata nello Sme, o in seguito a variazioni di parità; in secondo luogo il valore effettivo in un certo momento, secondo cui ogni giorno ciascuna moneta avrà un cambio rispetto all'ECU determinato da domanda e offerta.

Il sistema presenta una certa asimmetria: poiché non sono previsti meccanismi che possano imporre ad uno Stato con una moneta forte di indebolire la propria valuta, mentre al contrario i paesi a moneta debole sono costretti a rafforzarla, l'onere dell'aggiustamento tende a cadere su un paese a moneta debole, senza risalire alle cause che provocano tale debolezza. I paesi a moneta debole intervenivano acquistando la propria valuta o cedendo le proprie riserve, ed in ogni caso impegnandosi ad adottare misure di politica economica correttive, in generale deflazionistiche.

Un'ulteriore asimmetria era data dalla centralità del marco e della banca centrale tedesca. Quest'ultima fissava in modo indipendente i propri obiettivi monetari e gestiva in maniera autonoma le relazioni di cambio del sistema con le monete dei paesi terzi. In realtà la Francia, all'atto di costituzione dello Sme, aveva chiesto che si superasse l'incoerenza logica di regolamentare le fluttuazioni interne tra le monete di uno stesso sistema,

ma di lasciare libertà nei rapporti di cambio di ciascuna di esse con le monete terze, ed in particolare con il dollaro; in effetti tale appello trovava ascolto nella risoluzione presa dal Consiglio a Bruxelles, dove veniva prescritto alle banche centrali di coordinare le politiche dei tassi di cambio nei confronti dei paesi terzi. Di fatto la Bundesbank ha sempre disatteso tale invito.¹⁵

Nei primi anni di funzionamento dello Sme molte valute furono costrette a compiere dei riallineamenti (in particolare Italia e Francia). Tra le cause principali delle tensioni speculative che coinvolgevano le valute più deboli del sistema c'era la rilevante fluttuazione del dollaro, che riuscì a risalire ed a stabilizzarsi verso la metà degli anni ottanta.

La validità dello Sme come elemento di coordinamento delle politiche monetarie europee aveva trovato conferma nella difficile situazione creatasi nel 1979 con il secondo rincaro dei prezzi petroliferi. Diversamente dalla crisi del 1973 i paesi europei avevano risposto in maniera coordinata, evitando svalutazioni e ricercando una convergenza dei tassi d'inflazione ai livelli più bassi

Dopo i primi tempi di aggiustamento, il sistema riuscì a gestire la stabilità senza ricorrere troppo spesso allo strumento della svalutazione, attraverso una collaborazione delle banche centrali negli interventi volti a combattere la speculazione. In una fase di incertezza allo Sme si riconosce il raggiungimento di tre obiettivi:

- In primo luogo, fu in grado di salvaguardare l'apertura degli scambi commerciali all'interno della comunità. In un periodo di crisi internazionale, che vide il riemergere di tentazioni isolazioniste, fu

¹⁵ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996

un ottimo risultato, che permise all'integrazione europea di non regredire.

- In secondo luogo, contribuì all'aggiustamento macroeconomico dei paesi membri. La svalutazione di una moneta era una decisione collegiale, e veniva quindi intesa come ultimo rimedio. Fu un risultato parziale, ma comunque significativo.
- Infine, contribuì a porre la comunità al riparo dalla crisi del dollaro.¹⁶

1.3 Il rilancio dell'Integrazione

Dalla seconda metà degli'anni ottanta, l'Europa sembrò risvegliarsi da una paralisi del sistema istituzionale comunitario, e cominciarono una serie di incontri e progetti che ebbero il merito di rilanciare il percorso verso una maggiore cooperazione tra gli Stati e la costruzione di una futura integrazione economica e monetaria.

Una prima iniziativa si ebbe nel giugno del 1985 con la presentazione dalla Commissione e l'approvazione da parte del Consiglio di un documento programmatico, conosciuto come "Il Libro Bianco", che individuava le barriere fisiche, tecniche e fiscali alla libera circolazione dei beni, servizi, persone e capitali e presentava numerose proposte di legge per la loro abolizione. Veniva data particolare enfasi alla liberalizzazione del movimento dei capitali, indicata come un passo importante e necessario verso l'integrazione finanziaria e per la realizzazione del mercato interno. Nella stessa seduta del Consiglio veniva proposta la convocazione di una Conferenza Intergovernativa. Tale conferenza, inaugurata nel settembre dello stesso anno, fece nascere l'Atto Unico Europeo (AUE). Oltre a rappresentare la prima vera modifica del TCE (Treaty establishing the European Community), questo trattato definisce in maniera chiara

¹⁶ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996

l'obiettivo della realizzazione di un mercato interno, definito come “uno spazio senza frontiere, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi, e dei capitali”, rilanciando con decisione il processo di integrazione europeo. Alle dichiarazioni d'intenti seguirono anche importanti cambiamenti di metodo, che permisero al rilancio di diventare effettivo. In particolare, questo trattato ebbe il merito di ¹⁷:

- Fissare un termine temporale per l'attuazione del grande mercato interno: il 1992. In questo modo si riuscì ad imprimere un elemento dinamico.
- Prevedere all'interno del consiglio la possibilità di votazione a maggioranza qualificata.
- Semplificare il processo verso l'obiettivo, adottando il principio del riconoscimento reciproco anziché la ricerca di un'armonizzazione completa delle norme in materia economica.

Ma, ancor più rilevante, l'AUE, introducendo la completa liberalizzazione di movimenti di capitale, compie un ribaltamento d'impostazione: anziché lavorare sul ravvicinamento delle politiche economiche degli Stati membri prima di liberalizzare il mercato per timore di bruschi assestamenti, si lascia che sia la stessa pressione concorrenziale sul mercato dei capitali a compiere la convergenza di tali politiche. Saranno infatti gli stessi Stati membri che, per evitare la fuga dei capitali sulle piazze finanziarie più remunerative, saranno portati a ridurre tassi di inflazione e debito pubblico ¹⁸.

¹⁷ Padoa-Schioppa T., *L'Europa verso l'unione monetaria: dallo SME al trattato di Maastricht*, Einaudi, 1992

¹⁸ Di Gaspare G., *Diritto dell'economia, e dinamiche istituzionali*, Cedam, 2003.

Se è indubbio che l'AUE abbia avuto il merito di rilanciare il processo d'integrazione europeo, ciò che da molti viene letto come il vero punto di svolta nell'iter del vecchio continente è il mandato che il vertice di Hannover (giugno 1988) assegnò al Presidente della Commissione Delors per un progetto preciso e vincolante di Unione Economica Monetaria ¹⁹

Il progetto, intitolato “Rapporto sull'unione economica e monetaria europea”, fu presentato al Consiglio europeo di Madrid l'anno successivo; da questo rapporto prendono le mosse le due conferenze intergovernative (economia e moneta, politica e sicurezza) che poi porteranno a Maastricht.

Soffermandosi sul contenuto di questo documento vi si legge che, oltre alla piena mobilità dei capitali, peraltro già sancita dall'AUE, è necessaria una completa liberalizzazione dei servizi finanziari. Ma soprattutto Delors afferma la necessità di un'unica politica monetaria. Il testo è il primo progetto ufficiale ad affrontare il tema dell'unione monetaria europea risolvendolo in termini di riforma monetaria e di creazione di un sistema monetario analogo a quelli che conoscono gli Stati unitari. Il processo di politica monetaria è visto come non divisibile, e la responsabilità della sua condotta deve essere attribuita ad un solo organo ²⁰. Il rapporto quindi traccia le linee principali del progetto di unificazione economica e monetaria europea, illustrando anche la struttura del Sistema Europeo delle banche centrali (SEBC). Erano previste tre fasi:

1. Nella prima fase, che coincide con la completa liberalizzazione dei movimenti dei capitali, si tende a realizzare una convergenza economica, rafforzando il coordinamento delle rispettive

¹⁹ Rizzo A., *L'Italia in Europa tra Maastricht e l'Africa*, Roma, Laterza, 1996

²⁰ Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004

politiche economiche. In campo istituzionale si prevede la revisione dei Trattati CE e delle legislazioni nazionali.

2. La seconda fase ha carattere transitorio e avrà inizio dopo l'entrata in vigore dei nuovi Trattati. In campo economico si ricercheranno obiettivi di crescita stabile, e si procederà alla fissazione di regole in tema di disavanzi pubblici e del loro finanziamento. In campo monetario si dovrà organizzare la SEBC e passare dal coordinamento di politiche monetarie distinte all'elaborazione ed attuazione di una politica monetaria comune. In questa fase verrà creato l'Istituto monetario europeo (IME).
3. Nella terza fase si arriverà alla fase finale dell'UEM con attribuzione alle istituzioni comunitarie di competenze economiche e monetarie. In campo monetario i cambi diverranno irrevocabilmente fissi, e avverrà la transizione verso la moneta unica.

Un programma così definito, e che spingeva inoltre per l'adozione di un calendario ravvicinato, non poteva che sollevare diverse voci contrarie. Non sorprese l'opposizione del Regno Unito, sempre restio nel cedere parte della sua sovranità. La Thatcher criticava la mancanza di pragmatismo nella velocità con cui si proponeva il trasferimento di aspetti generalmente gestiti dall'autorità nazionale ad una struttura sovranazionale che definiva poco realistica. Ma la contro argomentazione, che più mise a rischio il progetto, fu quella tedesca²¹. Si sosteneva infatti che il grado di unione monetaria necessaria all'Europa potesse essere garantita dallo Sme, integrato con la leadership della Germania, con il ruolo di àncora affidato al marco tedesco. Ma il recente fallimento del Gold Standard non poteva non far dubitare sulla sostenibilità di questa

²¹ Padoa-Schioppa T., *L'Europa verso l'unione monetaria: dallo SME al trattato di Maastricht*, Einaudi, 1992

ipotesi. Tanto più se si considera che la quota di economia tedesca in rapporto a quella mondiale non era paragonabile a quella statunitense del dopoguerra, con inoltre un livello di integrazione finanziaria limitata.

Il rapporto Delors incassò anche pareri favorevoli. In molti ritenevano che arrivati a questo punto d'integrazione del mercato, il passo successivo dovesse necessariamente essere la moneta unica, preludio di un'unione anche politica, di tipo federalista.

Nel frattempo, lo Sme dava mostra dei suoi limiti, e nei primi anni '90 fu investito da una crisi che minò seriamente la sua capacità di funzionamento. Nel 1991 l'espansione economica fu minima nei paesi industrializzati, con la crescita del prodotto interno lordo inferiore all'1%, mentre, per la prima volta in otto anni, il tasso di disoccupazione in Europa riprese a crescere. Allo stesso tempo, elevati tassi d'inflazione suggerivano una politica restrittiva, ritardando l'uscita dal ristagno produttivo.

La crisi dello Sme ebbe inizio sul finire dell'estate del 1992 e fu fatta scoppiare dalla Germania che ritoccò al rialzo il tasso di sconto. Le banche centrali di altri paesi del sistema dovettero intervenire a sostegno delle proprie monete, prese di mira dalla speculazione, attraverso l'aumento dei tassi ufficiali. Un allentamento dei tassi tedeschi avrebbe potuto assestare la situazione, ma questa misura non fu mai adottata, con il risultato che lira, sterlina, peseta, escudo e corona svedese continuarono ad essere vittime di speculazioni.

Tutto il sistema risentì della situazione, ed a crisi passata i risultati furono che il marco tedesco e il fiorino olandese si rivalutarono; franco francese, franco belga e corona danese riuscirono ad evitare la svalutazione grazie ad interventi di difesa delle banche centrali e della stessa Bundesbank;

sterlina irlandese, peseta e scudo portoghese, pur svalutando, riuscirono a rimanere all'interno dello Sme; sterlina e lira dovettero abbandonare gli accordi di cambio e fluttuare liberamente.

Le cause di questa severa crisi sono molteplici, ma sicuramente possono essere individuati alcuni fattori ²²:

- Caduta del dollaro che ha provocato il rafforzamento del marco con i relativi contraccolpi negativi sulle monete europee più deboli.
- Politica degli alti tassi d'interesse della Bundesbank. In Germania c'era infatti il timore di un aumento vertiginoso dell'inflazione, dovuta alla recente unificazione. Fu aspramente criticata dagli altri paesi, e accusata di voler scaricare il costo dell'unificazione tedesca sui partner europei.
- Pessimismo esploso sulle prospettive dell'UEM, dopo le iniziali difficoltà nelle ratifiche.

La violenta crisi rimise in discussione la validità del sistema degli accordi di cambio e aprì riflessioni sui limiti dello Sme e su una sua eventuale riforma.

1.4 Il Trattato di Maastricht

Il "Rapporto sull'unione economica e monetaria europea" servì da base per le due successive conferenze intergovernative che portarono poi a Maastricht. Il tutto si svolse con grande dinamicità: in soli tre anni e mezzo, dal giugno 1989 a dicembre 1991 furono passate in rassegna, negoziate e codificate tutte le principali questioni riguardanti il governo della moneta e la politica economica. Per quanto possa sembrare scontato,

²² Rizzo A., *L'Italia in Europa tra Maastricht e l'Africa*, Roma, Laterza, 1996

la firma del Trattato di Maastricht, avvenuta il 7 febbraio 1992, era solo il primo passo verso l'unione economica monetaria; occorreva superare ancora due fasi cruciali: la ratifica, e l'applicazione.

In effetti, il trattato che in pochi anni avrebbe rivoluzionato molti aspetti dell'Europa non ebbe vita facile nei suoi primi mesi, riuscendo a completare l'iter delle approvazioni solo nell'ottobre del 1993, con un ritardo, rispetto alle previsioni, di circa tredici mesi. Causa di questo ritardo fu un'ondata di sfiducia che percorse il mercato dopo che in Danimarca, la quale aveva subordinato la sua adesione al Trattato sull'Unione Europea (TUE) all'esito di un referendum, a sorpresa vinsero i no (50,7%).²³

Un analogo referendum in Irlanda, questa volta favorevole al Trattato, non bastò a rassicurare i mercati. Ad alzare ulteriormente la tensione furono i francesi, che decisero di sottoporre a loro volta l'adesione al trattato all'esito di un referendum, i cui sondaggi annunciavano esiti poco incoraggianti.

L'ondata speculativa che a settembre investì il vecchio continente fece temere ai mercati che il progetto di unione economica monetaria potesse non realizzarsi, con un conseguente rallentamento delle politiche di risanamento delle economie più deboli. Inevitabilmente i capitali si indirizzarono verso le valute più solide, nel timore di una svalutazione²⁴.

Nel clima di incertezza, con lira e sterlina costrette ad abbandonare il sistema di cambio, il referendum francese, previsto per il 20 settembre diede esito favorevole (appena il 51%). Un eventuale esito negativo del

²³ Spaventa L. – Chiorazzo V., *Astuzia o virtù? Come accadde che l'Italia fu ammessa all'Unione Monetaria*, Roma, Donzelli, 2000

²⁴ Spaventa L. – Chiorazzo V., *Astuzia o virtù? Come accadde che l'Italia fu ammessa all'Unione Monetaria*, Roma, Donzelli, 2000

referendum in Francia, paese fondatore della Comunità europea, avrebbe avuto risvolti catastrofici per il processo di integrazione in corso, paralizzando la spinta innovatrice di fine secolo.

La Danimarca promosse un altro referendum nel 1993 che questa volta si concluse in senso filo-europeo. Nell'ottobre del 1993 il corso delle ratifiche poteva dirsi concluso. Maastricht aveva superato la prima prova.

Il Trattato, oltre ad inserire la Comunità europea in un quadro istituzionale più ampio, l'Unione Europea, comprendente diversi ambiti e settori, ed a promuovere altre importanti riforme istituzionali, dedica grande attenzione all'integrazione monetaria, e alla politica fiscale. Inevitabilmente, in un processo di unificazione monetaria, è necessaria una certa forma di armonizzazione dell'economie, non potendosi rischiare la situazione per cui un solo Stato indisciplinato possa mettere a repentaglio la stabilità dell'intera area-Euro. In primo luogo, il TUE contiene una serie di norme che rafforzano la disciplina imposta dal mercato sui governi; viene così fatto divieto al Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) di finanziamento di governi o enti pubblici, e divieto di accesso privilegiato di quest'ultimi alle istituzioni finanziarie, ciò significa che i Tesori nazionali per finanziarsi possono indebitarsi solo sul mercato, non potendo ricorrere al credito della BCE ²⁵.

Ma la grande novità è l'impegno a costruire per la fine del secolo l'Unione Economica Monetaria (UEM). Per raggiungere questo ambizioso obiettivo furono previste tre tappe di avvicinamento all'UEM ²⁶:

²⁵ Bini Smaghi L., *L'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2001

²⁶ Triulzi U., *Dal mercato comune alla moneta unica*, Milano, Edizioni SEAM, 1999

1) 1° luglio 1990: piena libertà di movimento dei capitali. In questa fase gli obiettivi da conseguire sono connessi al completamento del mercato interno e ai progressi verso la convergenza delle variabili reali e monetarie dell'economie europee.

2) 1° gennaio 1994: entrerà in funzione l'Istituto Monetario Europeo (IME). I suoi compiti sono elencati nell'art.109 F del TUE, e possono essere riassunti in: rafforzamento della cooperazione tra le Banche Centrali nazionali; coordinamento delle politiche monetarie degli Stati membri; ma anche compito di preparare strumenti e procedure necessarie a garantire il funzionamento dell'Euro e della BCE.

3) 1° gennaio 1999: fissazione irrevocabile delle parità fisse, avvio della moneta unica, e trasferimento della sovranità monetaria dagli organismi nazionali alla SEBC.

All'interno del Titolo VI del Trattato, denominato "Politica economica e monetaria", le politiche economiche sono considerate "un interesse comune" (art.103). E non poteva essere diversamente, dato che non si poteva, né tantomeno voleva, rischiare di destabilizzare economicamente l'intera area-euro per l'influsso negativo di Stati poco virtuosi. Con lo scopo di assicurare che solo gli Stati membri, le cui condizioni economiche favoriscano il mantenimento della stabilità dei prezzi e la realizzabilità dell'area a moneta unica, fossero ammessi alla terza fase dell'UEM, furono stabiliti dei parametri di finanza pubblica, che comprendevano le principali variabili macroeconomiche: inflazione, disavanzo di bilancio, debito pubblico (elencati all'art.109 J del Trattato), e sono conosciuti come criteri di convergenza.

Essi prevedono:

a) Il raggiungimento di un alto grado di stabilità dei prezzi; questo risulterà da un tasso di inflazione prossimo a quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i miglior risultati in termini di stabilità dei prezzi.

b) La sostenibilità della situazione della finanza pubblica; questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo. Quest'ultimo prevede che la Commissione sia incaricata di preparare un rapporto se:

- Il rapporto tra il disavanzo pubblico e il prodotto interno lordo supera un valore di riferimento, a meno che il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e abbia raggiunto un livello prossimo al valore di riferimento; oppure, il superamento del valore di riferimento sia eccezionale e temporaneo, e resti vicino al valore di riferimento.
- Il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo supera un valore di riferimento, a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato.

c) Il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo per almeno due anni, senza svalutazioni nei confronti della moneta di qualsiasi altro Stato membro.

d) Dei livelli dei tassi d'interesse a lungo termine che riflettano la stabilità della convergenza raggiunta dallo Stato membro, e della sua partecipazione al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo.

Viene inoltre specificato che i criteri di convergenza, costituendo un insieme coerente e completo, devono essere tutti soddisfatti.

Un progetto così ambizioso, che prevedeva una considerevole erosione della sovranità statale in un ambito che in passato era gelosamente custodito dai governi (basti pensare che la moneta è sempre stata considerata prerogativa del principe), doveva tener conto delle eventuali riserve degli Stati ²⁷. Per questo fu deciso che la partecipazione all'UEM fosse su base volontaria. Venne inoltre stabilito (art.109 K) che almeno ogni due anni fosse data la possibilità agli Stati esclusi dalla terza fase dell'UEM, per propria scelta o perché non fossero rientrati nei parametri in data utile, di presentare la propria candidatura, ed eventualmente essere ammessi. Un trattamento particolare fu previsto per la Danimarca e il Regno Unito che godettero di un'apposita clausola di opting out, grazie alla quale potevano decidere di non aderire alla moneta unica indipendentemente dal rispetto dei parametri. Successivamente i due Paesi si sarebbero serviti di questa possibilità; in una situazione analoga si trova anche la Svezia, pur in mancanza di una esplicita clausola.

Ecco come si presentavano i Paesi europei, in merito alle variabili macroeconomiche interessate dai parametri di convergenza, nell'anno della firma del Trattato:

²⁷ La Malfa G., *L'Europa legata: i rischi dell'Euro*, Milano, Rizzoli, 2000

Tabella	Inflazione (IPC)	Avanzo o Disavanzo*	Debito lordo/Pil*	Tasso interesse di lungo termine
Belgio	2,4	-7,2	130,6	8,7
Danimarca	2,1	-2,9	68,7	9,0
Germania	4,0	-2,8	44,1	7,8
Grecia	15,9	-12,3	99,2	24,1
Spagna	5,9	-3,6	48,4	11,7
Francia	2,4	-3,8	39,6	8,6
Irlanda	3,1	-2,5	92,0	9,1
Italia	5,4	-9,5	108,5	13,3
Lussemburgo	3,2	0,8	5,2	-
Paesi Bassi	3,2	-3,9	79,6	8,1
Austria	4,1	-1,9	58,3	8,2
Portogallo	8,9	-3,6	63,3	13,8
Finlandia	2,9	-5,9	41,5	12,0
Valore soglia	3,8	-3,0	60	10,7

La Tabella evidenzia la disomogeneità dell'economie dei partner europei. Alcuni paesi, in particolare Grecia, Italia e Portogallo, mostrano uno stato di sofferenza delle principali variabili economiche, e la necessità di intraprendere una serie consistente di riforme strutturali per poter ambire ad entrare come membri originari alla terza fase dell'UEM. I restanti paesi non saranno esenti da sforzi tesi a migliorare i propri conti, potendo solo il Lussemburgo dimostrare, già nel 1992, di rientrare pienamente nei valori dei parametri di Maastricht.

Il Trattato disponeva, al primo comma dell'art.109 K che se entro il 1° Gennaio 1997 la maggioranza dei Paesi membri avesse rispettato la condizione per la terza fase, allora il Consiglio, riunito nella composizione dei Capi di Stato o di Governo, avrebbe deciso se passare alla terza fase dell'UEM, fissando eventualmente la data d'inizio. Se invece, entro la fine del 1997, la data di avvio della terza fase non fosse stata fissata, la terza fase sarebbe iniziata il 1° Gennaio 1999. Di fatto si verificò questa seconda ipotesi, e il Consiglio europeo di Madrid del 15-16 Dicembre 1995 stabilì che l'accertamento del rispetto dei criteri di convergenza venisse fatto sui dati relativi al 1997.

1.4.1 Critici e sostenitori del Trattato

La firma e l'avvenuta ratifica del trattato permisero ai filoeuropei di tirare un sospiro di sollievo. Permanevano però diverse posizioni scettiche riguardo la bontà e la sostenibilità del progetto europeo. La diffidenza dimostrata dal Regno Unito non poteva essere motivo di scoraggiamento: era nota la cautela con cui l'Isola affrontava i progressi di integrazione europea, diffidando sempre della possibilità di cedere porzioni di sovranità così rilevanti.

Una critica alla possibilità di realizzare un'area monetaria ottimale fu mossa da quanti fecero un raffronto tra le tesi di Mundell e la situazione pratica del Vecchio Continente ²⁸. Cercando di semplificare le sue tesi possiamo dire che l'economista canadese nei suoi studi aveva individuato le caratteristiche che permettevano di prevedere se un'area geografica fosse indicata per l'introduzione di una moneta unica. Secondo Mundell un'area valutaria è considerata ottima se è possibile ottenere al suo interno

²⁸ La Malfa G., *L'Europa legata: i rischi dell'Euro*, Milano, Rizzoli, 2000

l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e insieme la stabilità dei prezzi e la piena occupazione. La prima caratteristica che permette la creazione di un'area valutaria ottimale è la sua omogeneità economica. Grazie a questa caratteristica, pur verificandosi andamenti economici diversi fra le regioni, la presenza al suo interno di efficaci meccanismi di aggiustamento condurrebbe il sistema rapidamente a ritrovare la condizione di equilibrio. Tali meccanismi possono avere natura:

- Spontanea: mobilità dei fattori (in particolare il fattore lavoro), e flessibilità dei prezzi (per restituire competitività alle zone colpite da shock).
- Non spontanea: trasferimenti di finanza pubblica a favore delle regioni con andamento difforme.

Mundell concludeva il suo ragionamento affermando che fosse conveniente introdurre una moneta unica e una politica monetaria comune in aree dove i meccanismi di aggiustamento fossero funzionanti. In mancanza di essi è preferibile, perché più efficace, avere politiche monetarie distinte.

Una seconda caratteristica identifica l'area monetaria ottima con la circostanza che i paesi componenti abbiano un'ampia diversificazione di beni e prodotti esportati. Tale diversificazione serve a neutralizzare i possibili disturbi di origine esterna senza ricorrere a strumenti di cambio.

Infine, quasi come condizione preliminare, viene indicata la necessità dell'uniformità dei tassi d'inflazione, essenziale per evitare variazioni nei flussi commerciali all'interno dell'area.

Era evidente come all'inizio degli anni '90 l'Europa fosse ancora lontana dal potersi definire un'area monetaria ottimale. Influivano sia aspetti delle legislazioni nazionali, che non incentivavano una piena mobilità dei

fattori, sia aspetti culturali. Queste considerazioni portavano molti a dubitare sull'efficacia dell'introduzione di una politica monetaria comune in Europa.

Il dibattito sui contributi e benefici delle aree valutarie, già sviluppatosi a seguito del progetto Werner, trovò nuova linfa con il rilancio del progetto monetario europeo. La costituzione di un'unione monetaria, con cambi irrevocabilmente fissi, la centralizzazione della politica monetaria, e l'adozione di una moneta unica, comporta dei guadagni sia microeconomici, sia macroeconomici. I primi si possono sintetizzare nell'accresciuta utilità della moneta nella funzione di mezzo di scambio, riserva di valore e unità di conto, grazie all'azzeramento dei rischi di cambio all'interno dell'area. Infatti si eliminano i costi delle transazioni, si semplifica la contabilità delle aziende, si elimina l'incertezza circa i movimenti futuri dei tassi di cambio garantendo una migliore informazione per produzione, consumo ed investimento. Si favorisce infine l'integrazione commerciale aumentando anche la competizione. I vantaggi macroeconomici vi sono con riguardo alla maggiore facilità di sviluppo delle economie di scala e l'autonomia nei confronti dell'area monetaria statunitense.²⁹

Gli eventuali costi sono di natura macroeconomica, e sono rappresentati in maggior misura dall'eliminazione della possibilità di riallineamento del tasso di cambio nominale, aspetto questo che esclude il tasso di cambio come strumento per il riequilibrio della bilancia dei pagamenti. In realtà il

²⁹ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996.

costo della perdita della capacità di riallineamento del cambio diminuisce quanto più l'economia è aperta ³⁰.

Nella nostra penisola, una delle figure che più si mostrò dubbiosa sulla ratifica del Trattato fu Antonio Martino, futuro Ministro degli Esteri nel governo Berlusconi. Egli non contestava l'obiettivo della moneta unica, ma non ne approvava il percorso. Il messinese sposava la tesi del "Big Bang", che suggeriva di introdurre la moneta unica in un colpo solo, accompagnando ad essa una costituzione monetaria che dettasse le necessarie regole. Solo in questo modo, accelerando fino a quasi eliminare la fase di transizione, si sarebbero potute evitare le speculazioni. Le preoccupazioni di Martino, e le soluzioni da lui prospettate, non ebbero comunque grande eco in Europa, complice la caduta del governo, e il riallineamento del successivo esecutivo Dini su posizioni più rassicuranti per i partner europei ³¹.

Le maggiori perplessità che aleggiavano tra i "tecnici" europei erano le seguenti ³²:

- Numerosi aspetti dell'UEM erano ancora sottoposti alla regola dell'unanimità (ad esempio la politica fiscale). Si temeva che a fronte di futuri allargamenti tale regola potesse divenire paralizzante. Inoltre, siffatti strumenti presuppongono un'omogeneità economica, sociale, giuridica, che andrà sbiadendosi sempre più con l'adesione di nuovi Stati.
- Riserve venivano avanzate circa la reale capacità vincolante della procedura di bilancio e, di riflesso, della procedura di deficit eccessivo. Inoltre, non si era certi che l'Unione potesse essere in

³⁰ Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996.

³¹ Rizzo A., *L'Italia in Europa tra Maastricht e l'Africa*, Roma, Laterza, 1996

³² AA.VV., *Europa: l'impossibile status quo*, Bologna, Il Mulino, 1996

grado, con il bilancio di cui disponeva, di influenzare una congiuntura negativa.

- Il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) era visto come una importante innovazione istituzionale, ma sarebbe stato operativo solo all'avvenuta transizione. L'istituzione incaricata del traghettamento, l'Istituto Monetario Europeo (IME), era vista invece come debole e minata nella sua capacità decisionale dalla regola dell'unanimità.
- Il Sistema Monetario Europeo era vulnerabile. L'uscita di Italia e Regno Unito ne confermavano l'equilibrio precario.

Il progetto monetario delineato a Maastricht conosceva anche diversi sostenitori, entusiasti di un tentativo di svincolo dai condizionamenti della potenza solitaria statunitense e dei nuovi imperi emergenti.

Un economista italiano, Bini Smaghi, che ha avuto un ruolo nella fase di transizione, fu infatti Capo della Divisione Analisi e Pianificazione dell'Istituto monetario europeo nel periodo del 1994-1998, riassume in tre punti i motivi principali per aderire all'Euro ³³.

- 1) Per necessità di completare la realizzazione di un grande mercato europeo: un grande mercato unico, richiede una moneta unica.
- 2) Per assicurare stabilità economica e monetaria all'Europa. Questo viene garantito soprattutto dalla creazione della SEBC, che ha come compito primario la stabilità dei prezzi. Tale organismo deve attuare la politica monetaria in modo indipendente dai condizionamenti politici. (A differenza dello Sme, che invece era fortemente condizionato dalla Bundesbank.)

³³ Bini Smaghi L., *L'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2001

3) Per i notevoli vantaggi che derivano dal dotare l'Europa di uno strumento monetario che ne rappresenti l'importanza, e che faccia da contrappeso al dollaro nel sistema monetario internazionale. Poter commerciare con la propria valuta significa liberarsi dal rischio connesso alla variazione di cambio. Inoltre, può avere un ruolo positivo nell'acquisto di materie prime.

In conclusione, l'Europa, unita nel Trattato di Maastricht, era al suo interno divisa. Il processo di convergenza impegnava tutti i paesi, costretti anche a politiche di rigore poco gradite agli elettori. Giustificare tale sforzo non appariva un compito semplice, viste anche le difficoltà che in diversi paesi il Trattato aveva incontrato nei referendum. A Maastricht si era compiuto il primo passo, spettava ora ai singoli paesi dimostrare il loro concreto impegno verso l'Unione Economica Monetaria.

Capitolo 2 – L’action Plan della Commissione Europea: analisi generale

L’Unione Europea, nel guardare al suo futuro per le prossime generazioni, si accinge al grande compito della creazione dell’*Unione dei mercati dei capitali*, attraverso un progetto corposo, per il quale è richiesta la collaborazione di tutti gli Stati membri.

Il progetto denominato *Capital Markets Union* (CMsU) è stato delineato, per la prima volta, in fonti comunitarie dette di *soft law*, ossia atti dell’Unione Europea che non sono giuridicamente vincolanti, ma che orientano il comportamento degli Stati membri, delle istituzioni e degli operatori del diritto.

Tra questi abbiamo il *Libro Verde* della Commissione Europea del 18 febbraio 2015. Il *Libro verde* (fonte comunitaria di *soft law*) è una comunicazione con la quale la Commissione europea illustra lo stato di un determinato settore da disciplinare e chiarisce il suo punto di vista, in ordine a certi problemi. Esso fa parte dei cosiddetti "atti atipici" previsti, ma non disciplinati dal Trattato CEE. Questo tipo di comunicazione può avere carattere informativo, decisorio, dichiarativo o interpretativo, ed è sottoposto al regime di pubblicità. Secondo la definizione ufficiale riportata sul portale dell’Unione europea «i Libri verdi sono documenti di riflessione su un tema politico specifico pubblicati dalla Commissione. Sono prima di tutto documenti destinati a tutti coloro - sia organismi che privati - che partecipano al processo di consultazione e di dibattito»³⁴.

All’interno del Libro verde troviamo come “*Costruire un’Unione dei mercati dei capitali*” e il “*Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali*” del 30 settembre 2015.

³⁴ S. Ciancarella, *Libro verde e libro bianco, Aggiornamenti sociali*, 2010

Entrambe queste fonti euro-unitarie hanno iniziato a prefigurare una riforma del settore finanziario che si prefigge, principalmente, il rafforzamento delle forme di mercato per la raccolta di capitale da parte delle imprese, al fine di aumentarne competitività e redditività.

Si legge infatti, nella premessa al *Libro Verde*, che la Commissione ritiene che i mercati dei capitali debbano svolgere “*un ruolo più significativo nel convogliare i finanziamenti nell’economia e, a tal fine, ritiene che sia necessario individuare e rimuovere gli ostacoli alla circolazione dei capitali tra investitori e operatori che necessitano di finanziamenti, siano essi ostacoli a carattere nazionale o transfrontaliero*”³⁵

Il buon funzionamento dei mercati dei capitali è fondamentale per famiglie ed imprese, offrendo migliori opportunità di investimento e un accesso sufficiente ai finanziamenti, in particolare per le piccole e medie imprese. Inoltre, lo sviluppo tecnologico sta aprendo nuovi orizzonti a varie forme di investimenti nel settore finanziario. In simile contesto si dovrà ancor di più enfatizzare il valore del risparmio e l’indispensabile tutela ad esso garantita dalla Costituzione.

Sarà cruciale, in tal senso, la collaborazione tra i Paesi nell’elaborazione di una normativa armonizzata e adeguata in materia di tutela dei risparmiatori, di integrazione e piena funzionalità di infrastrutture di mercato interdipendenti, rilevato che, la base d’intervento sul futuro impianto normativo sembra “*incentrata sul trasferimento dell’intermediazione finanziaria verso i mercati dei capitali e*

³⁵ Commissione Europea, *Libro Verde. Costruire un’unione dei mercati di capitali*, 2015

sull'abbattimento delle barriere che ostacolano gli investimenti transfrontalieri”³⁶.

2.1 Il progetto Capital Markets Union, retrospettive e prospettive

La Commissione, nel *Libro Verde*, osserva che il Mercato Unico (incluso anche di quello dei capitali) rappresenta una delle massime realizzazioni del progetto europeo. Al riguardo, si è autorevolmente osservato come, negli ultimi 25 anni, il Mercato Unico abbia avuto un ruolo fondamentale nell'aumentare la prosperità e la ricchezza dei cittadini dell'Unione europea, rafforzando la competitività del settore industriale, offrendo alle imprese l'accesso a un mercato ampio e competitivo ed eliminando le barriere che ne ostacolavano la crescita e ne frenavano lo slancio innovativo e le possibilità di espansione. Grazie alla sua diversificazione il Mercato Unico ha contribuito al miglioramento della resilienza dell'economia europea e dell'Unione economica e monetaria. Grazie alle sue dimensioni, esso ha rafforzato la posizione e l'influenza dell'Unione europea nel mondo³⁷.

La Commissione europea ritiene che per la realizzazione dell'*Unione dei mercati dei capitali* non basti un unico provvedimento, ma siano necessarie diverse misure ai fini dell'eliminazione di ogni ostacolo transfrontaliero all'interno dell'Unione, in grado di essere competitivo in un panorama mondiale³⁸.

³⁶ BANCA D'ITALIA, *Atti del convegno: a 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, 2018

³⁷M. DRAGHI, *Unione economica e monetaria: passato e presente*, 19 settembre 2018, Berlino

³⁸ D. SICLARI, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, 2016

Essa parte dalla constatazione che, pur avendo l'economia europea le stesse dimensioni di quella statunitense, “*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. Il divario tra gli Stati membri è persino superiore a quello tra l'Europa e gli Stati Uniti*”³⁹.

Il progetto è stato destinato, sin dall'inizio, ad avviare il continuo dibattito a livello nazionale ed europeo, con il coinvolgimento delle altre istituzioni dell'UE, dei parlamenti nazionali e di tutti gli interessati, sulle possibili misure a breve e a lungo termine per il conseguimento della massima implementazione del principio della libera circolazione dei capitali⁴⁰.

Tuttavia, la Commissione si è espressa rimarcando che: “*nonostante i progressi compiuti, oggi i mercati dei capitali rimangono ancora segmentati e sono in genere organizzati su base nazionale. Dopo una fase di approfondimento, il livello di integrazione dei mercati finanziari in tutta l'UE è diminuito in seguito alla crisi, con il ripiegamento delle banche e degli investitori sui mercati di origine*”.

La procedura di consultazione del *Libro verde* ha riscosso un'elevata partecipazione da parte degli stakeholders, con oltre 700 risposte di imprese, investitori e soggetti del mondo finanziario e politico. Essi, nel supportare l'importanza di costruire una *Capital Markets Union*, si sono mostrati favorevoli ad un approccio di fattibilità graduale⁴¹.

³⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 30 settembre 2015

⁴⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'unione dei mercati dei capitali*, op. cit., p. 5

⁴¹ V. COLANTUONI, *L'Action Plan sulla Capital Markets Union della Commissione europea*

Il progetto rappresenta una tappa molto importante nell'ambito dell'integrazione economica dei Paesi europei ⁴², la quale affonda le proprie radici nel periodo della Ricostruzione del secondo dopoguerra, nella famosa *Dichiarazione Schumann* del 1950, parallelamente all'avvio della "tutela del risparmio", come accennato, principio cardine della parte economica della nostra Costituzione.

È proprio nella *Dichiarazione* in cui troviamo la fase iniziale dell'unione tra i Paesi europei, indispensabile al mantenimento della Pace tra le Nazioni, che avrebbe potuto essere garantita principalmente grazie alla fusione degli interessi economici, nel contesto della creazione di un Mercato Unico, nel quale realizzare la circolazione dei capitali sancita dal Trattato di Roma (istitutivo della Comunità economica europea), entrato in vigore nel lontano 1958.⁴³

L'art. 47 Cost., nonostante la sua radicale diversità strutturale, ha "qualcosa in comune" con i precedenti storici della CMsU. In primo luogo, va evidenziato che la Dichiarazione e l'art. 47 Cost. risalgono ad un momento storico nel quale tutta l'Europa faceva i conti con un'economia scossa dalla guerra. In tale contesto, tutto il Continente europeo era al lavoro sugli strumenti di intervento per far affluire le risorse finanziarie di cui tutti i Paesi avevano bisogno.

Una sfortunata coincidenza storica rende i fatti attuali, connessi alla crisi economica e alla pandemia da COVID-19, sorprendentemente simili al dopoguerra per quanto riguarda i danni economici.

⁴² S. MAJOUR, *Capital Markets Union: building competitive, efficient capital markets trusted by investors*, Bruxelles, 6 novembre 2014

⁴³ Cfr. art. 67 del Trattato che istituisce la Comunità economica europea "1. Gli Stati membri sopprimono gradatamente fra loro, durante il periodo transitorio e nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune, le restrizioni ai movimenti dei capitali appartenenti a persone residenti negli Stati membri, e parimenti le discriminazioni di trattamento fondate sulla nazionalità o la residenza delle parti, o sul luogo del collocamento dei capitali. 2. I pagamenti correnti che concernono i movimenti di capitale fra gli Stati membri sono liberati da qualsiasi restrizione al più tardi entro la fine della prima tappa".

Vi sono poi importanti riflessioni sul “terreno di gioco” in cui andrà a svilupparsi la CMsU e, in tale ambito, alla luce del difficile contesto economico attuale, non potrà essere ignorata, sia la funzione del risparmio sia la posizione giuridica dei risparmiatori.

L’Unione Europea ha finora considerato tali soggetti prevalentemente nella veste di “consumatori di servizi finanziari”. Nel presente progetto, invece, il fenomeno appare esaminato secondo una prospettiva più ampia e articolata, che tiene conto della loro intrinseca posizione di debolezza strutturale, derivante dalla maggiore esposizione alle dinamiche e ai rischi dei mercati.

Nell’Ordinamento europeo, in altri termini, fino alla CMsU si è guardato al risparmiatore in termini consumeristici, mentre più recentemente sembra che la posizione del risparmiatore possa occupare un territorio più ampio e confrontarsi con altre finalità pubbliche (con una diversa profondità di pensiero).

In questo momento storico, per come si legge nel resoconto delle conclusioni del Consiglio europeo del 3 dicembre 2020 sul *Nuovo Piano di Azione* della Commissione europea per *l’Unione dei mercati dei capitali*, pubblicato il 24 settembre 2020, le ricadute economiche della crisi COVID-19 e la transizione verso un’economia dell’UE sostenibile e digitale, nonché la Brexit, pongono in evidenza la necessità di mercati dei capitali più forti e realmente integrati nell’Unione europea, cosa che dovrà imporre riflessioni più accurate sulla tutela del risparmio per centrare gli obiettivi posti dai vari piani di *Recoveries*.

2.2 Origini e finalità della CMsU

Si inizia a parlare concretamente del progetto, prima ancora della sua compiuta definizione nel *Libro verde* sopra citato⁴⁴, nel *Piano di investimenti per l'Europa* del 26 novembre 2014, elaborato dalla Commissione Europea (noto anche come “*Piano Juncker*”).

Tale Piano si reggeva su tre pilastri: 1) il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), volto a mobilitare gli investimenti privati mediante la garanzia dell'UE; 2) il Polo europeo di consulenza sugli investimenti e il Portale dei progetti di investimento europei (entrambi danno visibilità alle opportunità di investimento, contribuendo a sviluppare i progetti proposti); 3) ulteriori iniziative per migliorare il contesto imprenditoriale, eliminando gli ostacoli normativi agli investimenti, sia a livello nazionale che a livello UE.

Nell'ambito dei primi due filoni, il Piano veniva varato congiuntamente dalla Commissione Europea e dalla Banca Europea per gli Investimenti con l'obiettivo di coinvolgere gli *stakeholders*, a tutti i livelli. L'elemento cardine per la mobilitazione delle risorse finanziarie necessarie è rappresentato dal FEIS, che promuove gli investimenti in progetti di infrastrutture sia nelle piccole che medie imprese (PMI)⁴⁵.

In particolare, la creazione del FEIS è finalizzata ad investimenti in campi specifici, quali infrastrutture, educazione, ricerca, innovazione, energie rinnovabili ed efficienza energetica. L'ambito d'intervento sono le piccole e medie imprese nonché le *mid – caps* (aziende con un numero di impiegati

⁴⁴ V. COLANTUONI, *L'Action Plan sulla Capital Markets Union della Commissione europea*, *op. cit.*, *ivi*. p. 2, la quale osserva che la *Comunicazione* della Commissione del 26 novembre 2014 intitolata “*Un piano di investimenti per l'Europa*”,

⁴⁵ G. ZAGHINI, *Capital markets union. Trattati essenziali e stato dell'arte*, in *Diritto Bancario*, Sez. Approfondimenti, 2017, p. 2,

tra i 250 e i 3000) ⁴⁶. Alla fine del 2017 è entrato in vigore il regolamento (UE) 2017/2396 che ha prorogato le attività del FEIS fino al 31 dicembre 2020 ⁴⁷.

Il terzo filone del *Piano* si muoveva lungo due direttrici: da una parte, migliorare la regolamentazione evitando di creare oneri aggiuntivi (c.d. “sovraregolamentazione”), dall’altra, creare un’*Unione dei mercati dei capitali*, con l’obiettivo di ridurre progressivamente la frammentazione dei mercati finanziari dell’Unione Europea ⁴⁸.

Il rafforzamento della regolamentazione finanziaria globale, preso in considerazione nel *Libro verde*, secondo la linea tratteggiata dal *Piano Juncker*, ha assunto il crescente significato di poter rendere le nostre economie più sicure e più resistenti in una migliore ottica di globalizzazione, stante la circostanza che i mercati dei capitali risultano ancora organizzati prevalentemente a livello nazionale; la perdurante crisi finanziaria non sembra aver fatto altro che accentuare il carattere nazionale dei mercati, “*con il ripiegamento delle banche e degli investitori sui mercati di origine*” ⁴⁹.

La CMsU si pone anche come ultima tappa di un lungo processo, preceduto da vari antecedenti tra cui si annoverano, in tempi più vicini, il progetto di Unione monetaria e, poi, l’istituzione di un *Sistema europeo di vigilanza dei mercati finanziari* (SEVIF)⁵⁰, rispetto ai quali essa si andrà a porre in linea di continuità e integrazione.

⁴⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *The European Fund for Strategic Investments (EFSI). Questions and Answers*, Strasburgo, 13 Gennaio 2015.

⁴⁷ CAMERA DEI DEPUTATI, Ufficio Rapporti con l’Unione Europea, XVII Legislatura, *Piano di investimenti per l’Europa (Piano Juncker)*

⁴⁸ G. ZAGHINI, *Capital markets union. Trattii essenziali e stato dell’arte*, op. cit., p. 3.

⁴⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un’unione dei mercati dei capitali*, op. cit., p. 4.

⁵⁰ Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) è un sistema plurilivello di autorità microprudenziali e macroprudenziali, che comprende il Comitato europeo per il rischio sistemico, le tre autorità europee di vigilanza e le autorità di vigilanza nazionali. Il SEVIF mira ad assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme all’interno dell’UE. Tale sistema di vigilanza sta subendo cambiamenti in considerazione della nascita dell’Unione bancaria e del futuro recesso del Regno Unito dall’UE.

La CMsU si propone, più in particolare, i seguenti obiettivi: massimizzare i benefici dei mercati dei capitali per l'economia, per stimolare crescita e lavoro; creare un vero Mercato Unico dei capitali per tutti i 28 Stati membri rimuovendo le barriere agli investimenti *cross – border* all'interno dell'UE e promuovendo una maggiore connessione con i mercati dei capitali globali; costruire le solide fondamenta della stabilità finanziaria, con un *single rulebook* per i servizi finanziari efficacemente e coerentemente applicato; assicurare un efficace livello di protezione per consumatori ed investitori; aiutare ad attrarre investimenti da tutto il mondo; contribuire a rinforzare la competitività dell'UE⁵¹.

Il progetto è deputato a confrontarsi con molteplici fattori, tra cui soprattutto quello della efficienza e qualità della regolamentazione finanziaria. L'*Unione dei mercati dei capitali* di cui s'intravede appena l'orizzonte (se si guarda ai profili meramente economici) pone però riflessioni più complesse, quando ci si pone l'obiettivo di individuarne la sua vasta dimensione giuridica. La medesima considerazione vale con riferimento a tutti i rapporti la cui causa risiede nello scambio tra chi richiede capitale e chi lo mette a disposizione, sia sul piano giurisprivastico che giuspubblicistico, e sui quali avrà impatto l'adeguatezza delle Autorità di vigilanza dei vari Paesi, che hanno il compito di garantire e salvaguardare la tutela di tutti gli interessi affidati dalla regolazione, nei vari segmenti dei mercati finanziari.

È utile evidenziare come nel sistema finanziario, accanto alle regole economiche funzionali alla risoluzione delle questioni di efficienza distributiva (volte in generale alla modernizzazione della struttura produttiva delle imprese), si devono accompagnare quelle inerenti alla tutela del risparmio, poiché in ogni sistema economico non si può

⁵¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Q & A on the Green Paper on building a Capital Markets Union*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015.

raggiungere posizione di vera efficienza, se non in un complesso gioco tra questi equilibri.

Elementi che nella fase embrionale del progetto non emergevano con chiarezza, ma che sembrano adesso più evidenti, per come viene riportato nel *Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union* del giugno 2020, da cui si evince una certa attenzione verso alcune dinamiche, ponendosi nell’ottica dei cittadini che investendo i propri risparmi, vengono ritenuti meritevoli di maggiori attenzioni e tutele.

L’*High Level Forum* (“HLF”) ha elaborato raccomandazioni rivolte alla Commissione Europea per rilanciare e favorire il processo di realizzazione della CMsU. A conclusione dei lavori, come emerge dal *Final Report* già menzionato, sono state fornite le *Raccomandazioni* per la Commissione Europea (CE), affinché questa formuli proposte al Parlamento e al Consiglio sulle future misure da intraprendere.

Per quanto di maggiore interesse sulla tematica inerente al valore del risparmio (intesa in termini di impegni in investimenti nei mercati finanziari), in tale documento emerge con chiarezza una maggiore attenzione per le esigenze dei piccoli e medi investitori, mentre in una prima fase del progetto CMsU non si delineava compiutamente il perimetro sulla tutela dei *retails*, limitandosi in una prima fase ad includere soltanto uno studio sugli sviluppi potenziali (a livello normativo) in merito al “supporto” a questi ultimi nelle decisioni d’investimento in fase precontrattuale (ovvero in sede di stipula di contratti d’investimento)⁵².

L’input di base della Commissione Europea nel *Libro verde* (anche in sede di revisione intermedia del piano di azione per l’*Unione dei mercati dei capitali*)⁵³, e del Consiglio Europeo, in sede di approfondimenti

⁵² *Study on options for development of online tools and services supporting retail investors in investment decisions*: FISMA/2017/117(05)/C

⁵³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al Parlamento Europeo al consiglio al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni Sulla revisione intermedia del Piano d'azione per l'unione dei mercati dei capitali Bruxelles*, 8 giugno 2017

dell'*Unione dei mercati dei capitali*⁵⁴ era quello di porre particolare attenzione al tema della “*protezione dei consumatori*” nella realizzazione del progetto. Dopo il *Final Report*, sembra la tematica stia prendendo una strada più decisa.

A tal riguardo, all'interno del *Final Report*, nella *Recommendation on financial literacy/education and investment culture* si suggeriscono una serie di iniziative sulla cultura finanziaria, che riguardano, tra l'altro, istituire organismi nazionali che prestano servizi di orientamento sui temi finanziari (*National financial guidance bodies*) – o finanziare istituzioni già esistenti che rappresentino i consumatori – che offrano a titolo gratuito (non in conflitto di interessi e senza scopi commerciali) un servizio di orientamento (*financial guidance*), pianificazione finanziaria e un *check-up* finanziario in particolari fasi di vita dei cittadini. Tali istituzioni dovrebbero anche contribuire a innalzare la consapevolezza dei cittadini in merito ai momenti chiave nell'arco dell'esistenza (*financial life milestones*), anche attraverso campagne informative ed eventi educativi, i quali opererebbero in coordinamento con le altre autorità pubbliche competenti in materia.

È questo pertanto il contesto storico politico, nel quale il progetto s'inscrive. Più specificamente è nell'ambito della realizzazione dei principi sopra enunciati, che si trova il perno della liberalizzazione del sistema bancario e dei servizi di investimento.⁵⁵

2.3 Struttura dell'action Plan: i tre obiettivi strategici

Un obiettivo fondamentale dell'iniziativa dell'Unione Europea per l'unione dei mercati dei capitali è il cosiddetto piano d'azione (Action Plan). Questo

⁵⁴ CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Conclusioni del Consiglio sull'approfondimento dell'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 5 dicembre 2019

⁵⁵ CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Conclusioni del Consiglio sull'approfondimento dell'Unione dei mercati dei capitali*, Bruxelles, 5 dicembre 2019

piano è stato adottato dalla Commissione Europea con l'obiettivo di rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali nel finanziamento dell'economia dell'Unione.

Il piano si concentra su tre obiettivi principali. In primo luogo, vuole aiutare le imprese europee ad accedere più facilmente al mercato. La commissione Europea, mediante l'*Action Plan* del 30 Settembre 2015, ha indicato tra le priorità di intervento la necessità di sviluppare mercati dei capitali più forti, che forniscano nuove fonti di finanziamento alle imprese e contribuiscano ad ampliare le possibilità di scelta dei risparmiatori, in particolare, quelle di lungo termine.

A livello nazionale, nella prospettiva ideale dell'*Action Plan* di potenziamento della finanza di mercato, la Consob, nell'ambito delle proprie competenze, intende ridurre gli ostacoli alla quotazione delle imprese al fine di favorire l'acquisizione di risorse stabili per il finanziamento della loro crescita e una maggiore diversificazione della loro struttura finanziaria, anche mediante l'innalzamento del livello di conoscenza dei vantaggi che la quotazione produce per le stesse, e promuovere il miglioramento della qualità della *Corporate Governance* delle società già quotate onde incrementarne l'attrattività per gli investitori soprattutto istituzionali. Per l'attuazione di questo obiettivo, la Consob intende incoraggiare il confronto con gli operatori di mercato – secondo modalità strutturate e sistematiche - al fine di favorire un'interpretazione e un'applicazione uniformi delle disposizioni di legge e regolamentari e incoraggiare le innovazioni tecnologiche (ad esempio, le modalità di *direct listing*), prevenendo gli effetti distorsivi per il mercato⁵⁶.

Con l'entrata in vigore di importanti discipline europee in materia di mercati finanziari (MiFID II e MAR, *in primis*) si rende necessario semplificare il

⁵⁶ CONSOB, Piano strategico 2019-2021, p. 7

processo di accesso delle imprese al mercato dei capitali, in particolare per le Piccole e Medie Imprese (PMI). A tale scopo, si illustrano gli strumenti che possono rendere agevole la comprensione del quadro normativo di riferimento quale presupposto per i relativi adempimenti e con effetti positivi per il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

- Applicazione MAR e altra normativa UE rilevante (MiFID II): Al fine di semplificare e agevolare la comprensione dell'applicazione della normativa MAR, le Linee-Guida sulla "Gestione delle informazioni privilegiate", già emanate dalla Consob, vengono adeguate, nel rispetto del principio di proporzionalità, per tener conto delle caratteristiche dimensionali e di attività di specifiche categorie di emittenti (PMI, emittenti *minibond*, società di gestione di OICR quotati, piccoli emittenti bancari). Questo al fine di favorire lo sviluppo di un mercato per gli strumenti finanziari emessi da PMI, sia agendo sugli incentivi, sia sviluppando strumenti di orientamento sugli obblighi e sugli adempimenti connessi alla quotazione.
- Prospetto: Nell'ambito del progetto europeo della c.d. *Capital Markets Union*, finalizzato a stimolare le imprese a raccogliere capitali da diverse fonti di finanziamento diffuse su tutto il territorio dell'Unione Europea, è stato emanato il Regolamento (UE) n.1129/2017 (Regolamento Prospetto). Le nuove disposizioni contenute nel Regolamento mirano a semplificare e armonizzare la normativa attualmente in vigore per accrescerne l'efficienza e stimolare gli investimenti all'interno dell'Unione Europea. Una particolare attenzione è rivolta dal Regolamento alle piccole e medie imprese. Molte delle disposizioni, infatti, sono dirette a ricercare un bilanciamento tra le esigenze di protezione degli investitori e la necessità di ridurre gli obblighi amministrativi e, quindi, i costi per le PMI che intendono aprirsi al mercato dei capitali. La Consob, per

accompagnare le imprese nel processo di transizione verso la nuova cornice normativa di riferimento e facilitarne la comprensione, intende pubblicare linee guida, che riguarderanno anche l'applicazione dei nuovi schemi dell'*EU growth prospectus*, e definire una *policy* di vigilanza sul processo di autorizzazione dei prospetti al fine di migliorare sia l'efficienza (tempi più rapidi) che l'efficacia (standardizzazione). Resta fermo l'impegno della Consob di promuovere nelle sedi europee la semplificazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato per le PMI, non quotate né sui mercati regolamentati né sui sistemi multilaterali di negoziazione, aventi i requisiti previsti dalla normativa nazionale⁵⁷.

- Handbook: Al fine di orientare gli operatori di mercato ad una corretta lettura di un quadro normativo spesso articolato e complesso, si prevede di elaborare guide di carattere strettamente operativo (c.d. *handbook*) volte a fornire chiarimenti sugli adempimenti cui sono tenuti i soggetti sottoposti a vigilanza e sulle possibili modalità applicative. Gli *handbook* sono infatti strumenti di rappresentazione funzionale degli obblighi normativi previsti, in modo da facilitarne la concreta applicazione nelle diverse realtà societarie, secondo un principio di proporzionalità. Priorità sarà data all'elaborazione di una guida, fruibile anche in forma digitale, contenente indicazioni utili per l'accesso e la permanenza delle imprese nel mercato dei capitali, avendo particolare riguardo alle PMI.
- Il risparmio gestito come strumento di supporto dell'economia reale: Nel realizzare l'obiettivo della *Capital Markets Union* di "Ampliare la scelta di finanziamenti per imprese e PMI europee"

⁵⁷ CONSOB, Piano strategico 2019-2021, p. 8

nel nostro contesto domestico, si deve tener conto della ridotta dimensione delle imprese che operano nel mercato italiano. Inoltre, la struttura finanziaria delle PMI vede le nostre imprese storicamente dipendenti dal credito bancario e connotate da una leva finanziaria più elevata di quella riscontrabile in altre economie di paesi dell'area euro. In questo scenario, pare opportuno incentivare lo sviluppo e la diffusione di fondi alternativi di investimento che possono costituire una strutturale fonte di finanziamento di mercato per le imprese domestiche e ridurre le carenze informative sulle possibili imprese-*target* per questa tipologia di fondi d'investimento. Pertanto, in primo luogo, al fine di consentire la canalizzazione degli investimenti verso l'economia reale, con particolare riguardo alle piccole e medie imprese, la Consob sviluppa collaborazioni istituzionali volte a favorire la diffusione di veicoli del risparmio gestito che promuovano investimenti nel lungo periodo (ad esempio, fondi dei fondi specializzati in PMI, ELTIF, EuVECA). Secondariamente, la Consob si attiverà per contrastare uno dei problemi più rilevanti all'investimento diretto in strumenti finanziari emessi dalle PMI non quotate rappresentato dalla carenza di informazioni finanziarie affidabili e standardizzate su tali imprese, anche attraverso l'incoraggiamento di meccanismi di acquisizione e rielaborazione di dati e informazioni accessibili per tutti gli attori interessati⁵⁸.

In secondo luogo, il piano vuole tutelare il risparmio e gli investitori. È necessario sviluppare un sistema integrato di tutele che, nell'ordinato e corretto funzionamento del sistema finanziario, favorisca il rafforzamento della fiducia degli investitori. L'obiettivo è di orientare le forme di

⁵⁸ CONSOB, Piano strategico 2019-2021, p. 9

vigilanza della Consob su azioni che abbiano un diretto impatto sul comportamento degli operatori di mercato e sul livello di cura assicurato ai loro clienti, innalzando la cultura al servizio e al rispetto sostanziale degli obblighi normativi.

L'informazione finanziaria su emittenti e prodotti può essere resa sempre più trasparente e comprensibile attraverso strumenti volti a favorire un'interpretazione uniforme delle disposizioni di legge e regolamentari. La trasparenza informativa è infatti una preconditione affinché gli investitori possano compiere consapevoli scelte d'investimento, orientandosi tra strumenti e servizi sempre più sofisticati e resi disponibili, attraverso piattaforme distributive digitali.

In un contesto in forte mutamento, anche indotto dall'utilizzo pervasivo della tecnologia, la vigilanza della Consob sarà improntata a verificare che gli intermediari agiscano nell'interesse del cliente secondo gli standard di servizio normativamente prescritti, a prescindere dalle modalità tecniche di relazione con i clienti. Il sistema delle tutele degli investitori è reso ancora più efficace grazie alle iniziative di rafforzamento dell'educazione finanziaria e di potenziamento dell'azione dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF).⁵⁹

In terzo luogo, il piano si occupa di andare a potenziare le iniziative di educazione finanziaria. L'accrescimento della cultura finanziaria dei cittadini è un obiettivo della missione della Consob in quanto contribuisce ad aumentare l'efficacia del sistema delle tutele previste dall'ordinamento normativo. In quest'ottica, l'Istituto ha attuato un articolato programma di educazione finanziaria per rendere i cittadini giovani e adulti più consapevoli delle proprie attitudini e delle proprie esigenze, più attivi nella valutazione dei rischi e delle opportunità legate all'impiego finanziario del risparmio. Questo approccio è volto a elevare le conoscenze relative alla

⁵⁹ CONSOB, Piano strategico 2019-2021, p. 10

finanza personale e ad un'attenta pianificazione delle risorse e contribuirà anche a rafforzare il livello di fiducia dei cittadini tramite il contatto sistematico nel contesto formativo.

Nell'ambito delle attività strategiche e di indirizzo svolte a livello di Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, la Consob proseguirà le attività di *investor education* intraprese negli ultimi anni. E' stato sviluppato un *framework* metodologico, basato anche sull'approccio della finanza comportamentale, applicabile a vari segmenti della popolazione, per la rilevazione dei fabbisogni formativi, la definizione di moduli e contenuti e la valutazione dell'efficacia di iniziative di educazione finanziaria. Tali attività saranno svolte in collaborazione con l'accademia, con le istituzioni rappresentate in seno al Comitato nazionale e con soggetti di consolidata esperienza nella divulgazione di contenuti formativi tenendo conto anche delle osservazioni emerse dal confronto con il Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti (CNCU). I destinatari delle iniziative, in analogia a quanto già attuato negli anni scorsi, saranno studenti, adulti, e piccole e medie imprese.⁶⁰

⁶⁰ CONSOB, Piano strategico 2019-2021, p. 14

Capitolo 3 – le implicazioni economiche e finanziarie dell’Action Plan

L’Action Plan per l’Unione dei Mercati dei Capitali (CMU), rilanciato dalla Commissione Europea nel 2020 e in continua evoluzione fino al 2025-2026, mira a integrare i mercati finanziari europei per diversificare le fonti di finanziamento per le imprese, riducendo la dipendenza dal credito bancario tradizionale. Questo piano ha implicazioni economiche e finanziarie significative, specialmente per le Piccole e Medie Imprese (PMI), con l’obiettivo di facilitare l’accesso al capitale di rischio e ridurre gli oneri burocratici.⁶¹

Viene fatta un’analisi approfondita per quanto riguarda le implicazioni principali sul panorama italiano.

3.1 Implicazioni per le PMI: accesso al Credito e Finanziamenti

Diversificazione delle fonti: La CMU facilita l’accesso a canali di finanziamento alternativi, come:

- Private equity: modalità di raccolta di capitale proprio (equity) per aziende non quotate (private) che non passano attraverso i canali bancari tradizionali o in mercati azionari pubblici (borsa)
- Venture capital: fonte di capitale che permette agli startup e alle imprese di alto potenziale di crescere senza (o con minore) cessione di quote societarie (equity) e spesso senza le severe garanzie richieste dalle banche tradizionali
- Mini-bond: rappresentano uno strumento di finanza alternativa introdotto in Italia con il “Decreto Sviluppo” del 2012, che consente alle piccole e medie imprese non quotate di raccogliere capitali

⁶¹ Consilium.europa.eu, *Unione dei mercati dei Capitali: il consiglio approva conclusioni sul nuovo piano di azione della commissione*

direttamente sul mercato, riducendo la dipendenza dal tradizionale credito bancario.⁶²

Semplificazione burocratica: il piano prevede la riduzione degli oneri amministrativi per le PMI che quotano o cercano finanziamenti sui mercati dei capitali. Più specificatamente, la CMU sostiene investimenti in Europa sbloccando finanziamenti per le imprese europee fornendo risorse finanziarie complementari al finanziamento bancario. Ciò è molto importante per le PMI e gli startup che, pur essendo la spina dorsale dell'economia europea, non sono in grado di accedere facilmente agli strumenti di finanziamento tradizionali. Oltre a questi impegni, la CMU deve offrire sia agli investitori al dettaglio che a quelli istituzionali opportunità di investimento aggiuntive e più diversificate, maggiore trasparenza e maggiori rendimenti potenziali. Tenendo conto che tutte le misure descritte nel piano d'azione hanno come denominatore comune l'abbattimento di eventuali barriere normative nazionali o di altro tipo che bloccano gli investimenti transfrontalieri, tutti i partecipanti al mercato traggono benefici da un mercato unico dei capitali europeo unificato, più competitivo, di grande portata e profondità. Inoltre, la creazione di un vero mercato unico dei capitali rappresenta un passo significativo verso il completamento dell'unione economica e monetaria.⁶³

Accesso a mercati transfrontalieri: Mira a eliminare le barriere nazionali, consentendo alle PMI di ottenere finanziamenti da investitori di altri Stati membri. Vi sono delle misure concrete per eliminare gli ostacoli all'accesso delle PMI al mercato, quali:

- La semplificazione degli obblighi di documentazione nelle procedure di appalto
- La creazione di un documento standard ai fini della selezione

⁶² Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa: impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI*

⁶³ Rokas Law Firm, *Action Plan on building a Capital Markets Union*

- Un incentivo per le amministrazioni aggiudicatrici nel prendere in considerazione la suddivisione degli appalti in lotti più piccoli che sono più accessibili alle PMI
- La riduzione del numero di requisiti di partecipazione

In generale, le proposte prevedono:

- La semplificazione delle procedure mediante un maggiore ricorso di trattativa ed agli appalti online
- Una maggior attenzione per i criteri sociali ed ambientali
- La lotta ai conflitti di interesse, ai favoritismi ed alla corruzione anche mediante la designazione da parte degli stati membri di un'autorità nazionale unica incaricata della vigilanza, dell'esecuzione e del controllo degli appalti pubblici ⁶⁴

3.2 Impatto Economico e Finanziario dell'Action Plan

Ripresa post-Covid e Crescita: L'obiettivo principale è garantire il flusso di investimenti e risparmi in tutti gli stati membri a vantaggio dei cittadini, delle imprese e degli investitori. Nel contesto della crisi COVID-19 è diventato ancora più importante procedere verso un'autentica Unione dei mercati dei capitali. I processi in atto hanno contribuito ad aumentare il fabbisogno di finanziamenti da parte di imprese e PMI dell'UE e tale fabbisogno non poteva essere sostenuto dalle sole banche, come espresso dalle parole di Olaf Scholz, cancelliere federale della Germania dal 2021 al 2025: *“le ricadute economiche della crisi COVID-19 e la transizione verso un'economia dell'UE sostenibile e digitale, nonché la Brexit, pongono in evidenza la necessità di mercati dei capitali più forti e realmente integrati nell'Unione Europea. Il buon funzionamento dei mercati dei capitali è fondamentale per i nostri cittadini e le nostre*

⁶⁴ Camera.it – documenti – *Temi dell'attività parlamentare*

*imprese: offre infatti migliori opportunità di investimento e un accesso sufficiente ai finanziamenti, in particolare per le piccole e medie imprese, la spina dorsale dell'economia europea. Gli stati membri dell'UE stanno inviando un segnale forte a favore dell'accelerazione dei lavori verso un'autentica Unione dei mercati dei capitali, fornendo orientamenti chiari sulle politiche per le future iniziative legislative e non legislative".*⁶⁵

Rivitalizzazione della cartolarizzazione: la cartolarizzazione ha un ruolo centrale. Nel Dicembre del 2025 i ministri delle finanze dell'UE hanno concordato la posizione del Consiglio per rivitalizzare e semplificare il mercato delle cartolarizzazioni dell'UE, ampiamente considerato come il primo importante risultato legislativo nell'ambito dell'Unione del risparmio e degli investimenti. La cartolarizzazione consente alle banche di mettere in comune i prestiti, come mutui, il credito alle PMI o i finanziamenti per le infrastrutture, e di trasformarli in titoli negoziabili per gli investitori istituzionali. Trasferendo il rischio fuori dai bilanci, le banche liberano capitale che può essere ridistribuito in nuovi prestiti. In un'economia in cui il finanziamento bancario è ancora dominante, questo meccanismo è fondamentale.⁶⁶

Investimenti sostenibili: L'Unione Europea ricopre un ruolo centrale per la stabilità e per il buon funzionamento dei mercati finanziari dei paesi membri. La progressiva concentrazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali, annunciata nel Novembre 2014, rappresenta le fondamenta e il minimo comune denominatore per le politiche europee e nazionali che interessano l'attività degli operatori finanziari e la tutela degli investitori. A seguito della sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite,

⁶⁵ Consilium.europa.eu, *Unione dei mercati dei Capitali: il consiglio approva conclusioni sul nuovo piano di azione della commissione*

⁶⁶ Euperspectives.oeu, *EU capital markets in 2025: Savings and Investment Union takes shape*

l'Unione Europea ha intrapreso con decisione un percorso volto a innervare di sostenibilità gli interventi di policy, soprattutto con l'obiettivo di realizzare la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali. Il processo di sviluppo della finanza sostenibile e il sentiero politico-economico dell'Unione Europea sono quindi indissolubilmente legati: per i prossimi anni il perimetro di questa interconnessione sarà rappresentato dal Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, lanciato nel marzo del 2018 dalla Commissione Europea con l'obiettivo di incrementare gli investimenti in progetti sostenibili e di promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale degli operatori finanziari. Da allora le istituzioni europee hanno agito con significativa determinazione per sviluppare e approvare le misure previste nel Piano d'Azione, assegnando priorità alle riforme volte ad armonizzare le definizioni sugli investimenti sostenibili e a rendere più trasparenti le attività finanziarie e i prodotti che integrano criteri ESG. Il lancio del Piano d'Azione rappresenta dunque un punto di svolta e un catalizzatore cruciale nel processo di sviluppo della finanza sostenibile nei mercati europei. Nel corso del 2019 il Forum per la Finanza Sostenibile ha deciso di promuovere un progetto di ricerca volto sia ad analizzare le varie misure proposte e/o approvate, sia a coinvolgere le diverse tipologie di attori finanziari in una riflessione su impatti e prospettive future per il mercato italiano.⁶⁷

Riduzione del rischio di frammentazione: l'integrazione dei mercati mira a creare un sistema finanziario europeo più resiliente e meno soggetto a shock nazionali.⁶⁸

⁶⁷ Forum per la Finanza Sostenibile, ABI, ASSOGESTIONI, *L'unione Europea e la finanza sostenibile, Impatti e prospettive per il mercato Italiano*

⁶⁸ FocusRisparmio, *Unione mercati capitali, Commissione UE svela nuovo piano*

3.3 Effetti sulle imprese e sulle PMI

Accesso al capitale privato: le PMI beneficiano di un fondo creato per l'accesso ai mercati dei capitali denominato IPO - Initial Public Offering. Si riferisce principalmente a iniziative strategiche volte a sostenere le PMI nel processo di quotazione in borsa, in particolare sul mercato Euronext Growth Milan (EGM). L'obiettivo è quello di rendere più semplice raccogliere capitali e finanziare la loro crescita, in particolare in settori di importanza strategica per l'UE.⁶⁹

Semplificazione normativa (Listing Act): La commissione ha pubblicato una proposta volta a modificare il regolamento sugli abusi di mercato. L'obiettivo è promuovere l'uso dei mercati di crescita (SME Growth Markets) per le PMI, apportando adeguamenti tecnici e rendere più proporzionato il quadro normativo, favorire la liquidità degli strumenti azionari quotati sui mercati di crescita per le PMI, mantenendo al contempo un elevato livello di protezione degli investitori e un'integrità di mercato.⁷⁰

Sostegno alla digitalizzazione e burocrazia: L'UE sta lavorando attivamente per aumentare la digitalizzazione delle PMI. Questa rende i processi amministrativi più convenienti, più rapidi e meno onerosi. Nel dicembre 2024, l'UE ha adottato nuove norme per espandere e migliorare ulteriormente l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario, aiutando così le PMI ad operare nell'Unione Europea. Le soluzioni digitali ridurranno la burocrazia consentendo alle PMI di completare le procedure amministrative in tutto il mercato. Le nuove regole:

⁶⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano d'azione*, Bruxelles, 24.09.2020

⁷⁰ A&O SHEARMAN financial regulatory developments focus, *European Commission Proposes Legislation to Promote SME Growth Markets*

- Incoraggiare l'uso del “principio una volta sola” (parte del Single Digital Gateway) quando si istituiscono filiali in un altro stato membro
- Introdurre un certificato aziendale UE multilingue
- Rimuovere le formalità, come la necessità di un'apostille sui documenti aziendali attraverso una procura digitale dell'UE, da utilizzare nelle procedure transfrontaliere⁷¹

Armonizzazione del diritto fallimentare: al fine di rendere gli esiti delle procedure di insolvenza più prevedibili, la Commissione ha adottato un'iniziativa legislativa o non legislativa per conseguire un'armonizzazione minima o una maggiore convergenza in settori mirati del diritto fallimentare applicabile a soggetti non bancari. Inoltre, in collaborazione con l'Autorità bancaria europea, la Commissione esamina le possibilità per migliorare la comunicazione di dati al fine di consentire una valutazione regolare dell'efficacia dei regimi nazionali di recupero dei crediti.⁷²

Focus su PMI italiane: In Italia ci sono oltre 5 milioni di imprese, la maggior parte delle quali, circa 4,9 milioni, sono piccole e medie realtà, spesso con meno di 10 dipendenti, come professionisti, ditte individuali o aziende familiari. Questo quadro, fornito dall'Istat⁷³, ci permette di comprendere il peso della piccola e media impresa italiana e quanto sia importante sostenerla.

Molte di queste imprese incontrano, infatti, difficoltà nell'accesso ai finanziamenti necessari per crescere rapidamente, proprio quando la crescita è più urgente.

⁷¹ European Council, *Support to small and medium-sized enterprises (SMEs)*

⁷² COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano d'azione*, Bruxelles, 24.09.2020

⁷³ Fonte ISTAT, annuario statistico italiano 2024

Proprio per questo, il risparmio gestito può assumere un ruolo centrale, fungendo da collegamento tra i capitali di investitori privati e istituzionali e le esigenze concrete dell'economia reale, favorendo così nuove opportunità di crescita.

L'Italia è caratterizzata da un mercato industriale in cui la stragrande maggioranza delle PMI non è quotata. Questo comporta due bisogni convergenti:

- da un lato, gli investitori sono sempre più interessati ai mercati privati, in cerca di diversificazione e ritorni potenzialmente più elevati;
- dall'altro, molti imprenditori sono oggi più aperti ad accogliere capitale esterno, sia di debito sia di rischio, per finanziare la crescita o affrontare passaggi generazionali.

In questo quadro, strumenti come i fondi di private equity e i fondi di private debt diventano importanti. Non si pongono in alternativa al credito bancario, ma in modo complementare, ampliando le opzioni a disposizione delle imprese.

Anche l'Unione Europea, attraverso la Saving and Investment Union (SIU), sta lavorando per creare un ecosistema finanziario integrato a livello europeo che colleghi il risparmio dei cittadini agli investimenti produttivi, come quelli nelle PMI, e che possa far fronte al fabbisogno di investimenti aggiuntivi che il Rapporto Draghi stima tra 750 e 800 miliardi di euro all'anno entro il 2030, necessari per affrontare sfide come la transizione ecologica, le innovazioni tecnologiche e le nuove dinamiche geopolitiche.

Questa iniziativa mira a facilitare l'accesso ai capitali per le imprese innovative e di piccole dimensioni, che spesso incontrano difficoltà nel trovare finanziamenti adeguati solo tramite il sistema bancario

tradizionale. Creando mercati dei capitali più integrati e sviluppati, la SIU permette di mettere in contatto diretto ed efficiente il capitale privato con le esigenze di crescita delle imprese, supportando così una crescita sostenibile e duratura non solo in Italia, ma in tutta Europa.

Nel 2025 la SIU si è occupata di temi chiave quali la promozione della partecipazione dei risparmiatori retail ai mercati dei capitali e il miglioramento dell'alfabetizzazione finanziaria, lo sviluppo del settore delle pensioni complementari e il rafforzamento dell'integrazione dei mercati finanziari europei.

Nel 2026 la Saving Investment Union prevede ulteriori iniziative volte a incentivare gli investimenti in capitale di rischio e a valutare la situazione complessiva del settore bancario europeo.

Per il secondo trimestre del 2027 è invece fissata l'analisi di medio termine in cui la Commissione Europea valuterà i progressi della SIU e definirà le eventuali azioni correttive per assicurare il successo del progetto.

È bene ricordare che i mercati privati non sono per tutti. Si tratta di un universo con elevata dispersione dei rendimenti, in cui la selezione dei fondi e degli asset è cruciale. Servono quindi competenze specifiche, sia per individuare aziende più interessanti sia per gestire il rischio.

Per questo motivo, è fondamentale che l'accesso agli investimenti in private market avvenga attraverso veicoli professionali e attraverso il supporto chiave di una consulenza qualificata.

Se non una vera e propria “democratizzazione”, oggi possiamo parlare di un chiaro movimento verso una maggiore apertura dei mercati privati agli investitori retail, grazie a strumenti come:

- polizze assicurative e fondi pensione, che attraverso la gestione delle riserve tecniche possono allocare parte del portafoglio in asset illiquidi, come appunto i mercati privati;
- PIR alternativi, che permettono anche agli investitori individuali di partecipare, in modo strutturato e mediato, alle opportunità offerte dai mercati privati.

L'incontro tra le esigenze di crescita delle PMI italiane e la domanda di diversificazione degli investitori può generare un circolo virtuoso per lo sviluppo dell'economia reale. Affinché ciò avvenga in modo sostenibile, è essenziale rafforzare le infrastrutture finanziarie e valorizzare la competenza professionale che permette di accedere a questi mercati, mantenendo un equilibrio tra accessibilità e protezione del risparmio.⁷⁴

3.4 Il ruolo della finanza sostenibile e digitale nel piano d'azione

L'Action Plan del 2018 nasce dalla volontà dell'Unione Europea di perseguire gli obiettivi che si è posta con l'accordo di Parigi. Questo documento nasce dall'analisi di un team di esperti di finanza sostenibile nominato dalla Commissione Europea nel 2016 che nel 2018 ha pubblicato il risultato della sua ricerca facendo emergere che la finanza sostenibile risulta da due imperativi: migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile ed inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine della società; consolidare la stabilità finanziaria integrando i fattori ambientali sociali e di governance nel processo decisionale relativo agli investimenti. L'analisi propone quindi, una serie di raccomandazioni e di azioni chiave le quali, per semplicità, possono essere intese come una road map che

⁷⁴ EURIZON ASSET MANAGEMENT, *L'incontro tra capitale privato e PMI italiane: una strada verso la crescita sostenibile*

contiene le misure necessarie per indirizzare i capitali verso modelli di sviluppo a basse emissioni, seguendo tre obiettivi principali: ⁷⁵

3.4.1 Riorientare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibile

Il primo obiettivo su cui si basa l'Action Plan è quello di effettuare uno spostamento dei capitali verso attività economiche sostenibile, ma vi è la necessità di determinare una tassonomia adeguata e immediata per chiarire quali sono gli obiettivi comuni a cui gli stati all'interno dell'UE aderiscono. Si tratta infatti della prima delle dieci azioni che compongono il piano europeo.

Data la complessità e la natura tecnica dell'elaborazione di un sistema unificato di classificazione, la Commissione ha proposto di procedere per fasi, iniziando con una tassonomia, ovvero la cosiddetta EU Sustainability Taxonomy, la quale sarà sviluppata per il mercato europeo ma con l'obiettivo di essere adottata a livello internazionale, delle attività riguardanti l'attenuazione e l'adattamento climatici e alcune attività ambientali, mentre in una seconda fase la tassonomia ricoprirà le restanti attività ambientali e sociali.

Il 18 dicembre 2019 l'UE raggiunge un accordo politico su un sistema unificato di classificazione, inteso a fornire alle imprese e agli investitori un linguaggio comune per individuare le attività economiche che possono essere considerate eco-sostenibili, attraverso il cosiddetto "elenco verde" alla cui presentazione il vicepresidente esecutivo della Commissione Europea, Valdis Dombrovskis, ha dichiarato: *"Grazie a questo elenco verde, o tassonomia, per la prima volta gli investitori e l'industria avranno*

⁷⁵ Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Bruxelles, 08.03.2018

una definizione di ciò che è "verde", e questo darà un reale impulso agli investimenti sostenibili, contribuendo al contempo in maniera fondamentale alla realizzazione del Green Deal europeo.”⁷⁶ . Il regolamento proposto intende affrontare due sfide:

- ridurre la frammentazione derivante da iniziative basate sul mercato e da prassi nazionali;
- ridurre il “green washing”, ossia la pratica di commercializzare prodotti finanziari come "verdi" o "sostenibili", quando in realtà non soddisfano gli standard ambientali di base.

Questo elenco verde si propone i seguenti obiettivi ambientali:

1. la mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. l'adattamento ai cambiamenti climatici;
3. l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
4. la transizione verso un'economia circolare;
5. la prevenzione e il controllo dell'inquinamento;
6. la tutela e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Per essere considerate eco-sostenibili, le attività economiche dovranno soddisfare requisiti come: raggiungere almeno uno dei sei obiettivi ambientali sopra elencati; non provocare un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali; essere svolte nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia sul piano sociale ed essere conformi ai "criteri di vaglio tecnico" (la Commissione avrà il compito di definirli sotto forma di atti delegati rispettivamente per ciascun obiettivo ambientale e settore

⁷⁶ Fonte:

https://ec.europa.eu/italy/news/20191218_finanza_sostenibile_commissione_accoglie_favore_accordo_it

pertinente) (Sustainable finance: TEG final report on the EU taxonomy, 20206).⁷⁷

La seconda azione contenuta nel piano, si pone come obiettivo quello di costituire marchi e norme per i prodotti finanziari sostenibili, in linea con la tassonomia prestabilita, per facilitare l'accesso agli investitori che ricercano tali prodotti, incrementando la trasparenza del mercato SRI (sustainable and responsible investment) e incoraggiando gli investitori a orientare i propri risparmi verso attività in linea con gli obiettivi ambientali e climatici dell'Unione europea.

Dall'indagine effettuata da Ipsos nel 2018⁷⁸ per Il Salone della CSR e dell'innovazione sociale risulta che il 65% degli italiani tenga in considerazione le tematiche ambientali e sostenibili. Inoltre, dal 2014 il trend è in netta crescita: sono aumentati del 65% gli italiani che dichiarano di conoscere il significato di sostenibilità e che chiedono un impegno alle imprese, soprattutto nella comunicazione e risulta che il 76% della popolazione ritiene difficile capire quali imprese siano realmente sostenibili (Ipsos, 2018). Pertanto, gli investitori chiedono garanzie sull'effettiva sostenibilità dell'azienda, che derivino da terze parti, come nel caso di certificazioni o di associazioni, siano esse di consumatori, ambientaliste o umanitarie.

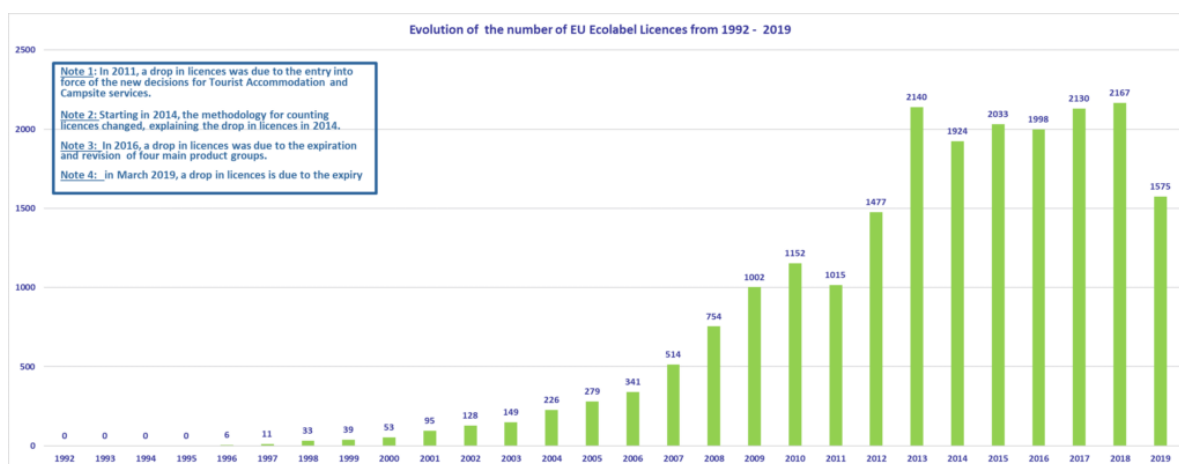
Un marchio europeo esiste già: si chiama EU Ecolabel. È disciplinato da un regolamento europeo e al momento viene applicato ai prodotti e ai servizi di consumo dotati di eccellenti caratteristiche ecologiche e che rispettano elevati standard ambientali lungo l'intero ciclo di vita, dalla

⁷⁷ Sustainable finance: TEG final report on the EU taxonomy, 9 Marzo 2020

⁷⁸ Fonte: <https://www.ipsos.com/it-it/sostenibilita-come-comunicano-le-imprese>

materia prima allo smaltimento. Il marchio ha subito una crescita quasi costante negli ultimi due decenni ottenendo risultati positivi. (Figura 2)

Figura 2: Evoluzione numero licenze con marchio EU Ecolabel, Anni 2010 – 2019⁷⁹



Nell’Action Plan viene proposto di estendere il campo d’azione dell’Ecolabel dai soli beni di consumo ai servizi finanziari per ottenere lo stesso successo anche in quest’ultimo ambito. Sarà compito della Commissione valutare le modalità d’uso e le misure di riferimento adottate già dell’Ecolabel per i prodotti finanziari. Una volta stabilita la tassonomia e aver inserito nei mercati finanziari dei marchi che certifichino il grado di sostenibilità del prodotto finanziario, la Commissione avrà il compito di promuovere gli investimenti in progetti sostenibili.

Ad oggi, vi sono numerosi progetti in vigore che spaziano dalle infrastrutture sostenibili all’energia pulita. Un chiaro esempio è il pacchetto “Clean energy for Europeans”⁸⁰ nato con lo scopo di incentivare i consumatori a scegliere energie sostenibili. La Commissione ha inoltre

⁷⁹ Fonte: <https://valori.it/ue-marchio-qualita-prodotti-finanziari-green/>

⁸⁰ Fonte: Comunicato stampa del Consiglio dell’UE, 22 maggio 2019

potenziato il sostegno finanziario destinato ad investimenti per le infrastrutture sostenibili principalmente attraverso il FEIS (Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici) e il Polo Europeo di Consulenza sugli Investimenti. Nel dicembre 2017 il Consiglio ha prorogato fino al dicembre 2020 il FEIS con l'obiettivo di investimenti aggiuntivi pari a 500 miliardi di euro.

Anche il Polo Europeo di Consulenza sugli Investimenti ha assistito ad una crescita notevole delle richieste di consulenza e si è fissato l'obiettivo di fornire i propri servizi a livello regionale e locale per promuovere quei progetti che sostengono tematiche climatiche, ambientali e sociali. Per accelerare la riconversione del sistema in chiave ESG ed orientare l'economia europea di mercato verso la sostenibilità, la Commissione Europea ha previsto l'introduzione di modifiche alla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari MiFID II e alla direttiva sulla distribuzione assicurativa IDD.

Infatti, secondo la Commissione Europea, gli istituti di consulenza finanziaria e assicurativa possono svolgere un ruolo centrale nel riorientare i capitali verso investimenti più sostenibili. In tale ottica è stato previsto che i consulenti finanziari chiedessero ai propri clienti informazioni sulle loro preferenze ambientali, sociali e di governance (conosciute come "ESG") e tenerne conto nella valutazione della gamma di strumenti finanziari e assicurativi da raccomandare.

Dalla relazione effettuata dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) ⁸¹ sulle modifiche proposte nel MIFID 2, risulta che i benefici previsti da tale approccio saranno significativamente più elevati dei

⁸¹ Final Report. ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II

potenziali costi, ciò grazie all'adozione di criteri armonizzati che garantirebbero sia maggiore chiarezza sia un approccio coerente in tutta l'UE per quanto riguarda l'integrazione dei fattori ESG da parte delle entità pertinenti. Ciò dovrebbe generare informazioni ESG più affidabili e comparabili per gli investitori finali. (ESMA, 2019)

L'ultima azione che concerne il riorientamento dei flussi di capitale verso un'economia più sostenibile riguarda l'elaborazione di indici di riferimento in materia di sostenibilità nei mercati finanziari, ovvero, rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider, ovvero le società che forniscono gli indici, nella costruzione di benchmark di sostenibilità, prevedendo, così, una specifica iniziativa di armonizzazione degli indici *low carbon*. Gli indici di riferimento già esistenti non sono adeguati per misurare la prestazione degli investimenti sostenibili. Per ridurre il rischio di “greenwashing” è necessario disporre di metodologie più trasparenti e affidabili. Con tale proposta, verranno dunque create due nuove categorie di indici ⁸²: “benchmark low-carbon” e “positive-carbon impact”. Il primo implica la “decarbonizzazione” degli indici standard, ovvero la selezione di titoli associati a minori livelli di emissioni di CO₂, mentre il secondo individua la selezione di titoli di società in cui il livello di emissioni evitate è maggiore rispetto alla quantità di CO₂ emessa (Pwc, Finanza Sostenibile, 2020).

Le principali disposizioni previste dalla Proposta di modifica Regolamento (EU) 2016/1011: gli amministratori di indici di riferimento che perseguono o tengono conto di obiettivi ESG, devono fornire una spiegazione del modo in cui gli elementi chiave della metodologia riflettono i fattori ESG, vengono poi fissati i principali requisiti applicabili

⁸² Pwc, Finanza Sostenibile L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari

alla metodologia per gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio o di impatto positivo in termini di carbonio, ed infine gli amministratori di indici sono tenuti a fornire una dichiarazione del modo in cui ciascun indice riflette i fattori ESG (Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2019) ⁸³.

3.4.2 Integrare la sostenibilità

Una volta predisposte le prime cinque azioni sopra citate che permettono la riallocazione dei capitali verso investimenti più sostenibili, è necessario integrare il concetto di sostenibilità anche all'interno della gestione dei rischi.

Si tratta del secondo macro-obiettivo su cui si basa l'Action Plan e prevede tre azioni distinte.

In primis l'assenza di un'adeguata attenzione circa le prestazioni ambientali, sociale e di governance delle imprese nei criteri di valutazione da parte delle società di rating, ha spinto la Commissione Europea ad intervenire prevedendo che l'ESMA ricerchi soluzioni volte a garantire che le agenzie di rating integrino la sostenibilità ed i rischi a lungo termine. Lo stesso presidente dell'ESMA, *Maijoor*, ha criticato, in particolare, i rating di sostenibilità per "l'assenza di trasparenza nel loro calcolo e la loro diversità" (Maijoor, 2020)⁸⁴. In data 23/04/2020 l'ESMA ha pubblicato un documento in cui proponeva delle possibili soluzioni. Tali norme sono state sviluppate ai sensi del regolamento UE sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, con l'obiettivo di rafforzare la protezione degli investitori finali, migliorare le informazioni fornite agli

⁸³ Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, *REGOLAMENTO (UE) 2019/2089 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO* del 27 novembre 2019

⁸⁴ Fonte: in un recente discorso all'European Financial Forum in Dublin, https://www.ansa.it/ansa2030/notizie/finanza_impresa/2020/02/21/esma-piu-regole-contro-il-greenwashing_1adda2f3-648c-4639-9f43-caeb389780b4.html

investitori da un'ampia gamma di partecipanti sia ai mercati sia ai consulenti finanziari e migliorare l'informativa agli investitori in merito ai prodotti di settore.

Il termine della consultazione di tale proposta è stato previsto per il primo settembre 2020, data dopo la quale il progetto è stato finalizzato e presentato alla Commissione europea ⁸⁵.

Il secondo aspetto su cui si sofferma la Commissione Europea è la poca trasparenza e coerenza che permea la regolamentazione dell'obbligo fiduciario dei gestori di attività e degli investitori istituzionali. Non vi sono infatti sufficiente chiarezza né uniformità tra tutti i settori.

Per preparare un'iniziativa volta a sopperire a tali mancanze, è stata effettuata una valutazione d'impatto da parte della Commissione. che prevede le seguenti opzioni di intervento, le quali rispecchiano le preoccupazioni del Comitato (Commissione Europea, 2018) ⁸⁶.

Esse sono:

1. L'obbligo esplicito di integrare i rischi ESG nei processi decisionali o di consulenza in materia di investimenti come parte dei doveri nei confronti di investitori e/o beneficiari;
2. L'introduzione dell'informativa obbligatoria a livello di partecipanti ai mercati finanziari e di consulenti finanziari in relazione alle modalità di integrazione dei rischi ESG nel processo decisionale e di consulenza in materia di investimenti;

⁸⁵ Fonte: Joint Consultation Paper: ESG disclosures: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-consult-environmental-social-and-governance-disclosure-rules>

⁸⁶ Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341

3. L'introduzione dell'informativa obbligatoria per prodotti o servizi finanziari specifici in relazione all'integrazione dei rischi ESG nel processo decisionale e di consulenza in materia di investimenti;
4. Quando i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari commercializzano prodotti o servizi dichiarando che tali prodotti o servizi perseguono obiettivi di investimento sostenibile, l'obbligo ad essi imposto di comunicare le informazioni sul contributo delle decisioni di investimento agli obiettivi di investimento sostenibile (comunicazione ex-post nelle relazioni periodiche) e sulle modalità di allineamento della strategia di investimento agli obiettivi di investimento sostenibile (comunicazione ex-ante nei documenti precontrattuali e contrattuali).

L'ultima azione che concerne l'integrazione della sostenibilità nella gestione dei rischi, nonché l'ottava azione totale del piano, prevede l'integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali per banche, imprese di assicurazione e fondi pensione. Questi istituti rappresentano infatti un'importante fonte di investimento per i risparmiatori e sono anche la fonte di finanziamento principale per gli investimenti sostenibili.

Le norme sui requisiti patrimoniali per il settore bancario sono stabilite dall'UE che ne ha previsto la modifica con l'aggiunta di requisiti prudenziali che tengono conto dei rischi climatici e degli altri fattori ambientali, senza alterare la credibilità e l'efficacia del sistema prudenziale già in atto.

L'autorità sulle assicurazioni (EIOPA) nel 2019 ha pubblicato un parere, su invito della Commissione Europea, sulle misure adottate e adottabili per rafforzare la gestione del rischio nelle strategie d'investimento e nella supervisione dei prodotti: *"EIOPA submits advice on Sustainable Finance to the European Commission"* (May 03, 2019).

Un aspetto chiave, secondo EIOPA, è l'integrazione del concetto di sostenibilità nel principio della persona prudente nell'ambito di Solvency II e della direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD), nelle decisioni d'investimento e nelle pratiche di sottoscrizione. Per quanto riguarda lo studio e la distribuzione dei prodotti, Eiopa chiede che i principi Esg siano introdotti nelle norme sulla distribuzione assicurativa, sulla governance dei prodotti e sui conflitti d'interesse (ANIA, 2019) ⁸⁷.

3.4.3 Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine

A questo punto l'ultimo macro-obiettivo preposto nell'Action Plan da analizzare, è quello di promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine.

La trasparenza delle imprese in tema di sostenibilità rappresenta un elemento essenziale che consente agli investitori di valutare la loro economicità a lungo termine, nonché la loro relativa esposizione ai rischi connessi alla sostenibilità. Senza informazioni sufficienti ed adeguate in materia di sostenibilità da parte delle società, non sarà possibile per il settore finanziario operare un efficiente orientamento dei capitali verso investimenti capaci di produrre soluzioni alle crisi di sostenibilità cui andiamo incontro.

Nel 2017 la task force sulle comunicazioni di informazioni di carattere finanziario relative al clima (TCFD), istituita dal Consiglio per la stabilità finanziaria del G20, ha pubblicato delle raccomandazioni volte a incoraggiare gli enti finanziari e le società non finanziarie a comunicare informazioni circa i rischi e le opportunità connessi ai cambiamenti climatici. Diversi governi e autorità di regolamentazione finanziaria nel mondo hanno espresso pareri favorevoli nei confronti delle

⁸⁷ ANIA, Associazione Nazionale tra Imprese Assicuratrici
<http://www.panoramassicurativo.ania.it/admin/plugin/panorama/view.html?id=40650&est=1>

raccomandazioni e hanno iniziato ad integrarle nei propri quadri strategici e di orientamento. È quanto accaduto, ad esempio, in Australia, Canada, Hong Kong, Giappone, Singapore e Sud Africa e in alcuni Stati membri dell'UE.

La relazione della Commissione Europea pubblicata in data 26/06/2019⁸⁸ va a integrare le raccomandazioni della TCFD definendo che una migliore comunicazione delle informazioni inerenti al clima può arrecare benefici all'impresa che le comunica (Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2019), quali ad esempio:

1. un livello superiore di consapevolezza e comprensione dei rischi e delle opportunità legati al clima all'interno dell'impresa, una migliore gestione dei rischi, un processo decisionale e una pianificazione strategica più informati;
2. una base di investitori maggiormente diversificata e un costo del capitale potenzialmente inferiore, ad esempio in virtù dell'inserimento in portafogli di investimento a gestione attiva e in indici incentrati sulla sostenibilità nonché in virtù di rating del credito più alti per l'emissione di obbligazioni e di una migliore valutazione dell'affidabilità creditizia per i prestiti bancari;
3. un dialogo più costruttivo con le parti interessate, in particolare investitori e azionisti;
4. migliore reputazione dell'impresa e mantenimento della licenza sociale dell'impresa.

L'ultima azione del Piano si concentra sul promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali. La governance aziendale può infatti rappresentare un tassello

⁸⁸ Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima (2019/C 209/01)

essenziale nella rincorsa ad un'economia più sostenibile, abbracciando più volentieri progetti sulla ricerca innovativa e sostenibile volta a trovare soluzioni che riducano l'impatto del processo produttivo nell'ambiente.

La Commissione ha quindi chiesto agli istituti europei di vigilanza, ESMA, EBA ed EIOPA, di raccogliere elementi a dimostrazione della pressione a breve termine esercitata dai mercati dei capitali sulle imprese e a considerare, se necessario, ulteriori azioni sulla base di questi elementi

⁸⁹.

⁸⁹ Fonte: Joint Consultation Paper ESG disclosures

Capitolo 4 – Prospettive future e possibili sviluppi

Il percorso verso l'Unione dei mercati dei Capitali in Europa sta vivendo una fase di accelerazione nel 2026, trasformandosi in una più concreta "Saving and Investment Union" (Unione dei Risparmi e degli Investimenti). La SIU (Saving and Investment Union) è un'evoluzione importante, con l'obiettivo di unificare i mercati finanziari frammentati dell'UE e mobilitare i risparmi delle famiglie per investimenti produttivi. L'attenzione legislativa si sta spostando verso regolamenti vincolanti, per ridurre le distorsioni competitive e la frammentazione del mercato tra gli Stati membri.

La SIU è progettata come una visione d'insieme e un piano graduale, che collega le riforme bancarie e dei mercati dei capitali con obiettivi strategici urgenti come l'indipendenza energetica e la competitività tecnologica. I grandi gestori patrimoniali transfrontalieri ne beneficiano di più, mentre i gestori più piccoli e locali affrontano difficili pressioni di consolidamento e concorrenza man mano che le barriere normative cadono. L'innovazione tecnologica, le infrastrutture modernizzate e l'apertura al capitale globale sono centrali, ma le realtà politiche e le sfide di integrazione rimangono ostacoli critici per il pieno successo della SIU.⁹⁰

Possiamo identificare i principali sviluppi e le prospettive future basate su analisi recenti:

Evoluzione in "Saving and Investment Union" (SIU): La commissione Europea, sotto la spinta di leader come Christine Lagarde (BCE), sta definendo una strategia in più fasi per integrare i mercati del risparmio e degli investitori. Parliamo di rafforzare l'economia dell'UE e rafforzare la sua posizione internazionale sono gli obiettivi fondamentali per la

⁹⁰ Deloitte, The Savings and Investments Union as the catalyst for Europe's capital market revolution, 17 Marzo 2026

Commissione europea. Viene dunque delineato come raggiungere questi obiettivi, con la strategia dell'Unione di risparmio e investimenti (SIU) che funge da fattore chiave di questo piano.

Per migliorare la competitività dell'UE, il Consiglio europeo sottolinea l'importanza di creare mercati dei capitali europei unificati e solidi a cui tutti nell'UE possano accedere.

Nel marzo 2025, il Consiglio ha chiesto alla Commissione di lavorare sulla sorveglianza dei mercati dei capitali e sulla riduzione della frammentazione.

Nel settembre 2025, il Parlamento ha sostenuto il piano della Commissione per una nuova legislazione per migliorare i sistemi di negoziazione e post-negoziazione, rimuovere le barriere transfrontaliere e aggiornare il quadro per le nuove tecnologie.

Le proposte devono ora essere negoziate e approvate dal Parlamento europeo e dal Consiglio. Queste componenti sono interconnesse e insieme formano una serie coesa di riforme essenziali per stabilire un autentico mercato unico in tutta la catena di investimenti. Mantenere l'unità del pacchetto è fondamentale. La Commissione si impegna a collaborare strettamente con il Parlamento europeo, gli Stati membri e altre parti interessate per garantire l'attuazione rapida ed efficace di queste misure.⁹¹

Accordo sulla fase 1: la commissione europea ha concordato di voler concludere la prima fase della Savings and Investment Union, che include l'integrazione nel mercato, la supervisione e la cartolarizzazione entro Giugno 2026. Nel mese di Marzo 2026 la commissione presenterà un piano per approfondire il mercato unico dell'Unione europea di 450

⁹¹ Commissione Europea, *Importante pacchetto della Commissione per la piena integrazione dei mercati finanziari dell'UE*, Bruxelles, 4 Dicembre 2025

milioni di consumatori e rendere più facile per le aziende operare in tutta l'UE.

Parlando in una conferenza stampa dopo un incontro con i leader dell'UE su come rendere l'economia dell'UE più competitiva, Ursula van der Leyen ha detto che il braccio esecutivo dell'UE avrebbe spinto avanti con l'unione dei mercati dei capitali a lungo ritardata che consentirebbe di investire in modo più produttivo circa 10 trilioni di euro di risparmi conservati nei conti bancari. Sempre durante la conferenza tenutasi lo scorso 12 Febbraio a Bruxelles, la van der Leyen ha rimarcato *“se è impossibile andare avanti rapidamente con tutti i 27 paesi dell'UE allo stesso tempo, l'UE spingerebbe avanti con il progetto in un gruppo più piccolo”*, ha poi aggiunto *“se non ci saranno progressi sufficienti per allora, prenderemo in considerazione una cooperazione rafforzata, cioè almeno 9 stati membri se vogliono andare avanti più velocemente”*.⁹²

“EU Inc.” e Digitalizzazione: Si configura come un quadro societario europeo opzionale e digitale per definizione. Le caratteristiche principali di EU Inc. includono:

- Registrazione più rapida: imprenditori, fondatori e società saranno in grado di fondare una società EU Inc. entro 48 ore, per meno di 100 € e senza requisiti minimi di capitale sociale.
- Procedure più semplici: le società EU Inc. dovranno presentare le loro informazioni aziendali solo una volta, tramite un'interfaccia a livello UE che collega i registri aziendali nazionali. In una seconda fase, la Commissione istituirà un nuovo registro centrale dell'UE. Le società EU Inc. otterranno la loro identificazione fiscale e i numeri di partita IVA senza dover ripresentare i documenti.

⁹² Reuters, *EU eyes to deepen single market in March, accelerate capital market union*, Bruxelles, 12 Febbraio 2026

- Operazioni completamente digitali: i processi aziendali saranno digitali per impostazione predefinita durante tutto il ciclo di vita di un'azienda.
- Aiutare i fondatori a riavviare più velocemente e in modo più economico: le società EU Inc. avranno accesso a procedure di liquidazione completamente digitali. Gli startup innovative avranno accesso a procedure di insolvenza semplificate per facilitare la liquidazione delle operazioni. Ciò consente ai fondatori di provare a testare idee innovative e ricominciare da capo se necessario.
- Migliori condizioni per attirare investimenti: la proposta di oggi rimuoverà le formalità di persona, fornirà procedure digitali per le operazioni di finanziamento e semplificherà il trasferimento delle azioni. Non ci sarà più il coinvolgimento obbligatorio degli intermediari per i trasferimenti di azioni e le procedure di liquidazione. La proposta consentirà inoltre agli Stati membri di concedere alle società EU Inc. l'accesso alla borsa.
- Mezzi migliori per attirare talenti: le società EU Inc. saranno in grado di impostare piani di stock option per i dipendenti a livello UE. L'opzione azionaria sarà tassata solo sul reddito generato una volta venduta. Questo è un fattore cruciale per garantire attrattiva, in particolare per gli startup innovative.
- Pieno accesso al mercato unico: le società EU Inc. saranno libere di scegliere lo Stato membro in cui sono incorporate. La proposta include un elenco nero di pratiche vietate per garantire che le società EU Inc. siano trattate allo stesso modo di qualsiasi altra società nazionale.
- Forti garanzie contro gli abusi: le leggi nazionali sull'occupazione e sulle leggi sociali non sono influenzate dalla proposta. Si applicheranno a EU Inc. allo stesso modo in cui si applicano a qualsiasi altra attività ai sensi del diritto societario nazionale. Le

garanzie applicabili dello Stato membro di registrazione si applicheranno per intero alla società EU Inc., anche quando si tratta di norme in materia di co-determinazione.

- Flessibilità delle azioni: le società EU Inc. avranno la flessibilità di creare diverse classi di azioni con diritti economici o di voto diversi. Questo può, ad esempio, aiutare i fondatori a proteggere la loro attività da acquisizioni ostili.⁹³

European Single Access Point (ESAP): Le informazioni pubbliche odierne su società e prodotti finanziari sono sparse in molti luoghi diversi (ad esempio, siti web degli emittenti, registri pubblici nazionali o dell'UE). Con ESAP, tutte queste informazioni saranno accessibili centralmente in un unico posto, ricercabili in base a criteri comuni.

Il "Regolamento ESAP" ha conferito all'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) il mandato di istituire e gestire il portale pubblico dell'UE, fornendo un accesso più facile a tutte le informazioni pubblicamente disponibili. L'ESAP darà alle aziende una maggiore visibilità nei confronti degli investitori, il che è particolarmente importante per le piccole imprese nei piccoli mercati dei capitali per attirare investimenti dell'UE e internazionali. L'ESAP conterrà anche informazioni relative alla sostenibilità pubblicate dalle aziende per sostenere gli obiettivi del Green Deal europeo.

L'ESAP è un sistema a due livelli: le informazioni vengono prima raccolte dalle entità segnalanti da un "Organismo di raccolta" e poi presentate all'ESAP, in modo che le informazioni possano essere fornite al pubblico sul portale gestito dall'ESMA.

⁹³ European Commission, *Commission presents proposal for Eu Inc. – unlocking the full potential of the Single market for Europe's entrepreneurs*, 18 Marzo 2026

Nel luglio 2026, l'ESAP inizierà a raccogliere informazioni dagli organismi di raccolta. Le informazioni saranno quindi rese accessibili al pubblico entro luglio 2027.

Le informazioni della fase 2 inizieranno a essere raccolte e pubblicate contemporaneamente nel gennaio 2028, seguite dalla fase 2bis nel gennaio 2029.

Allo stesso tempo, una relazione di revisione sarà preparata dalla Commissione europea, in stretta collaborazione con l'ESMA, e presentata al Parlamento europeo e al Consiglio per valutare l'attuazione, il funzionamento e l'efficacia dell'ESAP. Se confermata, la fase 3 inizierà a gennaio 2030.⁹⁴

Riforma delle Azioni a Voto Plurimo: La direttiva (UE) 2024/2810 stabilisce norme comuni dell'Unione europea (UE) sulle strutture della quota a voti multipli (MVS) nelle società che cercano l'ammissione delle loro azioni alla negoziazione su mezzi di negoziazione multilaterali (MTF), compresi i mercati in crescita per le piccole e medie imprese (PMI).

La direttiva stabilisce regole dettagliate su come le società possono adottare o modificare le strutture MVS, le garanzie per proteggere gli azionisti ordinari e la trasparenza richiesta nei mercati pubblici.

Si applica alle società che cercano la prima ammissione di azioni alla negoziazione su un MTF che non hanno già azioni quotate su un MTF o un mercato regolamentato. Le società già quotate sono escluse dalle disposizioni fondamentali della direttiva.

Le società possono adottare o modificare una struttura MVS prima che le loro azioni siano ammesse alla negoziazione, previa approvazione degli azionisti. Una maggioranza qualificata degli azionisti, come stabilito dal

⁹⁴ ESMA, European Single Access Point (ESAP)

diritto nazionale, deve approvare l'adozione o la modifica di una struttura MVS;

Gli Stati membri non possono richiedere alle società di concedere diritti economici aggiuntivi (ad esempio dividendi più elevati) alle azioni ordinarie come condizione per consentire le strutture MVS;

Gli Stati membri possono decidere che i diritti di voto rafforzati diventino efficaci solo dopo l'ammissione al commercio.

La direttiva introduce misure per proteggere gli azionisti che non detengono MVS e per garantire un processo decisionale equilibrato. Le modifiche delle strutture MVS che riguardano i diritti di voto devono sempre essere approvate da una maggioranza qualificata, con voti separati per ogni classe interessata. Gli Stati membri devono imporre un rapporto massimo tra i diritti di voto MVS e i diritti di voto ordinari o richiedere regole di maggioranza rafforzate per le decisioni chiave delle società.

Le aziende con strutture MVS devono fornire informazioni chiare e complete sulla loro struttura azionaria per garantire un processo decisionale informato degli investitori. Le società devono divulgare le restrizioni sui trasferimenti di azioni o sui diritti di voto e identificare i titolari di MVS che controllano più del 5% dei diritti di voto totali. Le divulgazioni devono apparire in prospetti o documenti di ammissione equivalenti ed essere aggiornate nelle relazioni finanziarie annuali, se necessario.

Entro il 5 dicembre 2027, gli Stati membri devono riferire alla Commissione sulle società che utilizzano strutture MVS, comprese le garanzie applicate;

Entro il 5 dicembre 2028, la Commissione deve presentare una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio dell'Unione europea, valutando

l'applicazione della direttiva e l'eventuale estensione del suo campo di applicazione.

La direttiva deve essere recepita nel diritto nazionale entro il 5 dicembre 2026. Le norme contenute nella direttiva dovrebbero applicarsi dalla stessa data.⁹⁵

4.1 Le sfide nella realizzazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali

Nonostante l'urgenza, la realizzazione completa dell'Unione dei Mercati dei Capitali incontra ostacoli strutturali e politici significativi:⁹⁶

Frammentazione Nazionale: La frammentazione normativa nell'UE in materia di insolvenza, tassazione e vigilanza agisce come un "dazio implicito" che ostacola il mercato unico, creando incertezza giuridica, alti costi di conformità per le imprese transfrontaliere e un'allocazione inefficiente dei capitali. Nonostante l'armonizzazione, le differenze nazionali persistenti, specialmente nelle procedure di bancarotta e nei regimi fiscali, bloccano l'integrazione finanziaria e limitano la competitività europea rispetto a USA e Cina.⁹⁷

I tre pilastri principali della frammentazione:

- Insolvenza: Le leggi sui fallimenti variano enormemente tra gli Stati membri (es. Bulgaria, Grecia, Cipro vs paesi nordici), rendendo incerto il recupero dei crediti per gli investitori transfrontalieri e scoraggiando gli investimenti. Le procedure di ristrutturazione non sono uniformi, complicando la gestione delle imprese in crisi a livello europeo.

⁹⁵ Eur-lex, *Multiple vote shares for trading on multilateral trading facilities*

⁹⁶ Stratfor, *A European Capital Markets Union: Incremental Progress and Enduring Obstacles*

⁹⁷ Iari, MERCATO UNICO E POTERE ECONOMICO EUROPEO: IL COSTO DELLA FRAMMENTAZIONE

- Tassazione: La frammentazione fiscale persiste, con regimi nazionali diversi che creano ostacoli amministrativi e discriminazioni (es. doppia imposizione), specialmente per le piccole e medie imprese che operano in più stati.
- Vigilanza: Nonostante l'Unione dei mercati dei capitali (CMU), le autorità nazionali di vigilanza (NCAs) interpretano e applicano le regole armonizzate in modo difforme, frammentando la vigilanza finanziaria. Si evidenzia la necessità di un maggiore coordinamento per evitare l'arbitraggio normativo ⁹⁸

Vigilanza comune: l'armonizzazione della vigilanza tra ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) e le Autorità Nazionali Competenti (ANC) mira a garantire regole uniformi nell'UE, proteggendo gli investitori da pratiche divergenti. La sfida principale risiede nel bilanciare il potere centrale dell'ESMA con la vigilanza locale, operando su mercati sempre più digitali, transfrontalieri e complessi. ⁹⁹

Aspetti chiave della Vigilanza comune:

- Convergenza delle Pratiche (Supervisory Convergence): ESM non sostituisce le ANC, ma mira a uniformare il loro modo di operare per evitare “punti ciechi” o arbitraggi normativi. Strumenti come le *Common Supervisory Action* (CSA) vengono utilizzati per analizzare simultaneamente lo stesso fenomeno in tutta l'UE, per esempio i conflitti di interesse o la sostenibilità (ESG).
- Vigilanza Diretta su Soggetti Critici: per ridurre i rischi sistemici, ESMA esercita una vigilanza diretta su entità fondamentali, tra cui agenzie di rating (CRA), archivio di dati sulle navigazioni e amministratori di benchmark come l'EURIBOR.

⁹⁸ European Parliament, *Capital Market Union: Ten Years Later*

⁹⁹ CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Fondi di investimento: le azioni dell'UE non hanno ancora generato un vero mercato unico a vantaggio degli investitori*, 2022

- Sfide Tecnologiche e Rischi Emergenti: la crescente adozione di cripto-attività (MiCAR) richiede un coordinamento rapido. L'ESMA deve intervenire per garantire che gli investitori al dettaglio comprendano le differenze tra prodotti regolamentati e non.
- Collaborazione e “Soft Law”: L'ESMA interagisce con le ANC attraverso l'emissione di orientamenti, raccomandazioni e *peer review* (revisioni tra pari), puntando sulla buona volontà e cooperazione delle autorità nazionali per l'implementazione.¹⁰⁰

La sicurezza tra gli investitori è fondamentale, l'armonizzazione assicura che un investitore in Italia sia protetto allo stesso modo di uno in Germania, limitando la frammentazione del mercato e rafforzando la fiducia, specialmente nell'ambito dei servizi finanziari transfrontalieri.¹⁰¹

Mobilizzazione dei Risparmi: è decisiva per finanziare l'economia reale, ma frenata dalla naturale avversione al rischio dei piccoli risparmiatori italiani. Questa transizione richiede maggiore fiducia attraverso la trasparenza, l'educazione finanziaria e l'uso di prodotti diversificati (PAC o ETF), per contrastare l'erosione del capitale causata dall'inflazione sui conti correnti.¹⁰²

La poca fiducia si rispecchia in alcuni comportamenti dei piccoli risparmiatori italiani, in quanto manifestano una:

- Mentalità prudente: gli italiani tendono a preferire la liquidità (circa il 64% mantiene i risparmi fermi) per tutelarsi in contesti percepiti come incerti

¹⁰⁰ CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Fondi di investimento: le azioni dell'UE non hanno ancora generato un vero mercato unico a vantaggio degli investitori*, 2022

¹⁰¹ ESMA, *ESMA in 2022 - Focus on financial stability and investor protection*

¹⁰² Consiglio dell'Unione Europea, *strategia per gli investimenti al dettaglio*

- Paura delle perdite: il 71,7% dei consulenti finanziari percepisce nei clienti il timore di subire delle perdite
- Scarsa alfabetizzazione finanziaria: spesso manca la comprensione della differenza tra rischio o rendimento, percependo il conto corrente come unica opzione “sicura”, nonostante l’inflazione eroda il potere di acquisto ¹⁰³

Resistenza Politica: il completamento dell’Unione Europea, specialmente sul piano fiscale e bancario, incontra forti resistenze politiche poiché implica una cessione di sovranità nazionale su bilanci, tasse e debito, ambiti percepiti dagli Stati membri come pilastri della propria autonomia. Queste tensioni generano ritardi, poiché decisioni complesse richiedono accordi politici unanimi che spesso si scontrano con interessi nazionali divergenti o con la necessità di legittimazione democratica. ¹⁰⁴

I punti chiave su cui si basa la resistenza politica sono:

- Sovranità Fiscale: la gestione del debito e del deficit è percepita come una prerogativa nazionale. Gli stati temono che una maggiore integrazione costringa a coprire i debiti altrui, riducendo la propria capacità di manovra politica. ¹⁰⁵
- Unione bancaria incompleta: esistono divergenze tra gli stati membri sulle regole di risoluzione delle crisi bancarie e sul meccanismo di garanzia dei depositi. Le resistenze sono legate al rischio di “contagio” tra banche di paesi diversi. ¹⁰⁶
- Vincoli costituzionali: le decisioni su prestiti e spesa a livello europeo sono spesso messe in discussione dalle Corti costituzionali

¹⁰³ CENSIS, V Rapporto Assogestioni-Censis, *Perché gli italiani investono come investono*

¹⁰⁴ IL FEDERALISTA, rivista politica, *SOVRANITA’ FISCALE NAZIONALE O FISCALITA’ EUROPEA?*

¹⁰⁵ Cogitatio, *The political Determinants of Fiscal Governance in the EU: Towards a New Equilibrium*, 2023

¹⁰⁶ Festival ECONOMIA, *Completare l’unione bancaria è necessario ma non basta*

nazionali o subiscono rallentamenti per la necessità di ratifiche parlamentari.

- Risposte alle crisi: sebbene eventi come la pandemia (COVID-19) abbiano spinto verso strumenti comuni, la sospensione temporanea di regole di bilancio ha evidenziato la difficoltà di passare a regole strutturali permanenti di condivisione del rischio.¹⁰⁷

4.2 Possibili miglioramenti dell'Action Plan

I miglioramenti proposti nell'Action Plan sono molteplici.

Armonizzazione delle regole: l'armonizzazione delle regole e la convergenza della vigilanza in UE: ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), EBA (Autorità bancaria europea), EIOPIA (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), le tre autorità europee di vigilanza finanziaria, create per rafforzare il controllo e la stabilità del sistema finanziario nell'UE, compongono le ESA (European Supervisory Authorities). L'armonizzazione è cruciale per creare un mercato dei capitali unico, riducendo attuali frammentazioni legali. Una maggiore certezza giuridica, specialmente nelle procedure fallimentari, mira a proteggere gli investitori, abbattere i costi transfrontalieri e garantire una gestione dei rischi omogenea.

Le ESA avvertono che modifiche strutturali improvvise nel commercio mondiale e nella sicurezza hanno portato a un deterioramento delle prospettive economiche nella prima metà del 2025. Nonostante l'impatto moderato iniziale dell'accordo di commercio preliminare UE-USA, i rischi alla stabilità finanziaria e il rischio di ulteriori correzioni persistono.

¹⁰⁷ Tiziano Zgaga, *The fiscal sovereignty of the European Union after the COVID-19 pandemic*

Il sistema finanziario europeo ha dimostrato la propria resilienza. Le banche continuano a generare solidi profitti, gli assicuratori detengono forti posizioni di solvibilità e i fondi pensione rimangono ben finanziati. Inoltre, le infrastrutture del mercato e i fondi comuni monetari si sono dimostrati robusti di fronte alla volatilità.

Tuttavia, le crescenti tensioni transatlantiche stanno rimodellando lo scenario di rischio. I mutamenti delle tariffe e delle valute incidono sulle materie prime e sui mercati dei cambi e creano nuovi canali tramite cui i rischi possono diffondersi negli istituti finanziari. Interconnessioni forti con i mercati finanziari degli Stati Uniti incrementano la sensibilità delle imprese a tali rischi.¹⁰⁸

A fronte di tale contesto, le ESA consigliano alle autorità di vigilanza nazionali, agli istituti finanziari e ai partecipanti al mercato di:

- continuare a incorporare i rischi geopolitici nelle proprie operazioni economiche quotidiane e nelle valutazioni dei rischi, tra cui la relativa dipendenza dai mercati e fornitori di servizi non-UE;
- prepararsi per difficoltà di breve e medio termine in mezzo a incertezze elevate, come le correzioni di mercato, mantenendo disposizioni adeguate ed effettuando stress test sulle posizioni di liquidità;
- rafforzare la vigilanza a fronte di rischi informativi e il relativo impatto potenziale sulla stabilità operativa e finanziaria, anche tramite fornitori terzi di servizi,
- monitorare i rischi di contagio dalle cripto-attività dato che il mercato si espande e le interconnessioni tra i mercati cripto e i settori finanziari tradizionali diventano più profonde,

¹⁰⁸ Save Consulting Group, *Le autorità di vigilanza europee avvertono gli istituti finanziari di stare attenti ai rischi di stabilità in tempi incerti e mutevoli*, 19 Settembre 2025

- svolgere un ruolo attivo nel sostenere l’iniziativa dell’Unione del risparmio e degli investimenti (Savings and Investments Union, SIU), al contempo, considerando debitamente le caratteristiche di liquidità e i profili di rischio di investimenti alternativi, nonché la relativa sostenibilità per gli investitori al dettaglio.¹⁰⁹

I punti chiave per l’armonizzazione delle regole per il biennio 2025–2026 comprendono:

- Le autorità europee di vigilanza (ESA: EBA, EIOPA, ESMA): lavorano in sinergia, per armonizzare le prassi di controllo nel settore finanziario europeo. Il loro ruolo centrale consiste nel prevenire l'arbitraggio normativo (la pratica in cui gli enti scelgono giurisdizioni con regole più morbide) promuovendo un'applicazione uniforme delle norme.¹¹⁰

Svolgono diversi compiti

- Vigilanza su Conglomerati Finanziari: Le ESA definiscono standard tecnici comuni per la valutazione della stabilità patrimoniale, evitando la doppia contabilizzazione del capitale all'interno di gruppi misti.
- Gestione dei Rischi Cyber (DORA): Le ESA coordinano la vigilanza sulla sicurezza informatica, inclusa la gestione dei fornitori terzi di ICT, in conformità con il Digital Operational Resilience Act (DORA) per garantire resilienza operativa in tutto il sistema finanziario.
- Rischi ESG e Sostenibilità: Le autorità lavorano sull'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) negli stress test

¹⁰⁹ Save Consulting Group, *Le autorità di vigilanza europee avvertono gli istituti finanziari di stare attenti ai rischi di stabilità in tempi incerti e mutevoli*, 19 Settembre 2025

¹¹⁰ Eiopa, *The ESAs call for vigilance amid rising geopolitical and cyber risks*, 31 March 2025

e nelle valutazioni dei rischi, contrastando il greenwashing e definendo standard di disclosure coerenti.

- **Prevenzione Arbitraggio Normativo:** Attraverso il monitoraggio incrociato e le Joint Guidelines (linee guida comuni), le ESA assicurano che le autorità nazionali applichino le regole europee in modo omogeneo, impedendo che intermediari sfruttino divergenze normative ¹¹¹

Rilancio della cartolarizzazione: il rilancio della cartolarizzazione nell'UE mira a creare un mercato più trasparente, efficiente e sicuro per trasferire i rischi bancari, favorendo il finanziamento dell'economia reale tramite la modifica dei regolamenti (Securitisation Regulation e CRR- Capital Requirements Regulation) prevista entro il 2026. l'obiettivo è sbloccare capitali bancari, sostenendo le PMI e investimenti sostenibili. ¹¹²

I punti chiave per il rilancio della cartolarizzazione comprendono:

- **Semplificazione e Trasparenza:** La Commissione mira a snellire le procedure e le informative richieste, rendendo il quadro normativo più semplice, specialmente per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate (STS). ¹¹³
- **Focus sulle Cartolarizzazioni Sintetiche:** È stato sviluppato un quadro specifico per le cartolarizzazioni sintetiche (dove il rischio viene trasferito tramite derivati o garanzie, senza cessione formale dei crediti), in particolare per supportare i prestiti alle PMI. ¹¹⁴
- **Requisiti di Capitale (SRT):** Le riforme mirano a rendere più flessibile la disciplina del Significant Risk Transfer (SRT),

¹¹¹ Eiopa, *The ESAs call for vigilance amid rising geopolitical and cyber risks*, 31 March 2025

¹¹² Consiglio Europeo, *Cartolarizzazione: migliorare il finanziamento dell'economia dell'UE*

¹¹³ Hannes Snellman, *The EU Synthetic Securitisation Market: Key Concepts and Regulatory Developments Ahead*, 20/02/2026

¹¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della commissione al parlamento europeo e al consiglio sulla creazione di un quadro specifico per le cartolarizzazioni sintetiche semplici, trasparenti e standardizzate, limitato alle cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio*

consentendo di calcolare il trasferimento del rischio in base a principi piuttosto che a test puramente meccanici, aumentando l'efficienza nel rilascio di capitale. ¹¹⁵

- IQEQ, EU securitisation reforms: Reporting changes issuers and originators need to know
- "Skin in the Game" (Ritenzione del Rischio): Per mantenere l'integrità del mercato, si mantiene la regola della ritenzione del rischio (solitamente 5%), ma si propongono deroghe in casi specifici in cui il rischio è garantito da entità pubbliche (es. banche di sviluppo).
- Accelerazione della Vigilanza: La BCE ha introdotto procedure "fast-track" (a partire dal 2026) per accelerare l'approvazione delle operazioni di cartolarizzazione standardizzate, riducendo i tempi di valutazione da mesi a due settimane. ¹¹⁶

Unione dei mercati pensionistici: l'Unione dei mercati pensionistici mira a potenziare i sistemi previdenziali finanziati in UE, sbloccando capitali a lungo termine per investimenti strategici (green, digitale) e garantendo pensioni adeguate. Il miglioramento dell'Action Plan punta su:

- Armonizzazione della normativa: Revisione delle direttive per facilitare i fondi pensione operativi tra più Stati.
- Investimenti a lungo termine: Chiarimento del principio della "persona prudente" per favorire investimenti in equity e infrastrutture.
- Accessibilità: Rilancio dei PEPP (prodotti pensionistici individuali paneuropei) come strumenti standardizzati, attraenti e a basso costo.

¹¹⁵ IQEQ, *EU securitisation reforms: Reporting changes issuers and originators need to know*

¹¹⁶ EUROPEAN CENTRAL BANK, *BCE launches fast-track assessments for capital and securitisation*

- Digitalizzazione: Implementazione di "dashboard" pensionistiche nazionali per tracciare i diritti previdenziali. ¹¹⁷

I punti chiave per l'Unione dei mercati pensionistici comprendono:

- Sblocco Capitali: La creazione di un mercato unico pensionistico mira a convogliare i risparmi europei (spesso fermi in liquidità) verso il finanziamento delle imprese, riducendo la dipendenza dal credito bancario.
- Riforme nazionali: L'Action Plan sprona gli Stati membri con sistemi basati prevalentemente sul pubblico per incentivare la previdenza complementare.
- Sostenibilità: Focus sulla finanza sostenibile (ESG) nei portafogli pensionistici. ¹¹⁸

Riduzione degli oneri burocratici: la riduzione degli oneri burocratici è cruciale per le PMI (99% delle imprese UE), e l'action plan mira a semplificare l'accesso al mercato dei capitali e ridurre i costi di quotazione. I miglioramenti includono la digitalizzazione amministrativa, la proporzionalità delle norme e incentivi come il credito d'imposta per la quotazione. In tema di miglioramenti includiamo:

- Nuova categoria chiamata SMC (Small Mid-Cap): creazione di una categoria giuridica nuova, le piccole e medie imprese a media capitalizzazione, per evitare il "vuoto normativo" e le difficoltà burocratiche nel passaggio da PMI a grande impresa.
- Incentivi automatici: prevalenza di misure come il credito d'imposta, che copre il 95% degli aiuti, per ridurre la burocrazia legata alla richiesta di finanziamenti

¹¹⁷ EFAMA, *European Commission's package on supplementary pensions*, 20 November 2025

¹¹⁸ European Commission, *Capital market union, Reform of long-term investment funds benefits investors and strengthens EU capital markets*

- Una definizione armonizzata: un utilizzo coerente della definizione nell'UE di PMI (meno di 250 dipendenti, fatturato < 50 mln €) per l'accesso facilitato ai finanziamenti. ¹¹⁹

4.3 Il ruolo dell'UE nel contesto globale dei mercati finanziari

Le prospettive future dell'Action Plan per l'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU) si evolvono verso la "Savings and Investments Union" (SIU), concentrandosi entro il 2026-2027 su digitalizzazione, finanza sostenibile e integrazione della vigilanza. L'UE mira a mobilitare risparmi privati per la competitività globale e la doppia transizione (verde/digitale), rafforzando la resilienza e la condivisione transfrontaliera dei rischi tra gli stati membri, riducendo i costi di finanziamento per le imprese, creando una più ampia scelta per i risparmiatori e gli investitori non professionali e incrementare i rendimenti dei risparmi. ¹²⁰

L'UE svolge un ruolo centrale nel contesto globale dei mercati finanziari, in particolare vi è una maggior attenzione per:

4.3.1 l'Autonomia Strategica e "Safe Assets"

L'Unione Europea sta effettivamente attraversando una fase di trasformazione strutturale nel suo ruolo di attore finanziario globale, utilizzando l'emissione di debito comune come leva per rafforzare la propria autonomia strategica. Il successo di strumenti come NextGeneration EU (NGEU) e la pianificazione di nuovi strumenti, tra cui il pacchetto SAFE (Security Action For Europe) per la difesa, puntano a

¹¹⁹ Euroconsult, *L'Europa definisce le "Small Mid-Caps": nuove opportunità per un segmento strategico dell'economia*

¹²⁰ Consiglio europeo, *Iniziativa sul futuro dell'unione dei mercati dei capitali*

creare "safe assets" (attività sicure) europei capaci di attrarre capitali globali e agire da parziale contrappeso alle obbligazioni USA.¹²¹

L'evoluzione di questo scenario parte da alcuni punti ad oggi molto importanti, tra cui:

- NGEU come spartiacque (2021-2026): Con un volume previsto fino a oltre 800 miliardi di euro, il NGEU ha segnato l'inizio dell'emissione su vasta scala di obbligazioni europee ("EU-Bonds") garantite dal bilancio UE. Queste obbligazioni sono percepite dagli investitori come asset di alta qualità (spesso rating AAA), offrendo un'alternativa sicura e liquida nel mercato in euro.¹²²
- Lo strumento SAFE per la difesa: Il nuovo pacchetto SAFE (approvato nel 2025) introduce finanziamenti per la difesa europea, con una dotazione di 150 miliardi di euro. Questo strumento mira a finanziare progetti di difesa comuni, aiutando a consolidare il ruolo dell'UE nella sicurezza continentale, anche in risposta alle sfide geopolitiche.¹²³
- Creazione di "Safe Assets" Europei: Gli EU-Bonds emessi per NGEU e SAFE contribuiscono alla creazione di un mercato di debito europeo più profondo e liquido, riducendo la dipendenza dai titoli di stato nazionali e offrendo agli investitori internazionali alternative valide ai Treasury USA. Entro il 2026, la Commissione Europea dovrebbe avere circa 1000 miliardi di euro di obbligazioni in circolazione, posizionandosi come un emittente di primo piano.

124

¹²¹ Ilsole24ore, *Perché è necessario creare un debito comune europeo*

¹²² Commissione Europea, *piano per la ripresa dell'Europa, NextGenerationEU*

¹²³ ELEATICHE, *Fondi SAFE e Difesa Europea: 150 Miliardi per Investimenti Industriali 2026*

¹²⁴ CEPR Offices, Giovanni Bonfanti, *A European safe asset will require bolder steps*, 10 Dicembre 2025

- Ruolo nel Mercato Finanziario Globale: Queste iniziative attirano investitori globali (banche centrali, fondi pensione) che cercano diversificazione, in particolare in un momento in cui le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito USA crescono. L'UE sta lavorando per rendere l'euro più resiliente e competitivo come valuta di riserva globale.
- Sfide per l'Autonomia Strategica: Sebbene la strada del debito comune sia tracciata, la sua permanenza a lungo termine richiede un consolidamento istituzionale e politico, superando le resistenze fiscali tra gli Stati membri. La vera autonomia strategica finanziaria dipende dalla capacità di passare da strumenti temporanei a una vera capacità fiscale centrale.

L'UE sta costruendo una "architettura finanziaria geopolitica", in cui il debito comune (NGEU, SAFE) non finanzia solo la ripresa o la difesa, ma integra i mercati dei capitali e crea una struttura di safe assets in euro in grado di aumentare l'autonomia strategica dell'Unione nel panorama finanziario globale.¹²⁵

4.3.2 La Competitività contro la frammentazione

La necessità di superare la frammentazione interna per aumentare la competitività globale è diventata il pilastro della strategia economica dell'Unione Europea nel 2026, con un focus specifico sulla creazione di mercati finanziari più integrati.

I punti chiave su cui si sono basati nelle recenti discussioni e documenti del Consiglio europeo e delle istituzioni UE sono i seguenti:

- L'agenda "One Europe, One Market" (2026): Il Consiglio europeo di marzo 2026 ha lanciato l'agenda "One Europe, One Market", un piano

¹²⁵ Allianz-trade, *Eurobond – A window of opportunity for a strategy necessity*, 19 Febbraio 2026

d'azione urgente per combattere la frammentazione del mercato unico, ritenuta una debolezza strategica rispetto a USA e Cina. L'obiettivo è attuare misure entro il 2026-2027 per facilitare la crescita delle imprese europee.¹²⁶

- **Unione dei Mercati dei Capitali (Savings and Investments Union):** Per competere globalmente, l'UE deve canalizzare meglio i risparmi privati verso investimenti produttivi. Il Consiglio preme per il completamento dell'Unione dei Mercati dei Capitali (o Savings and Investments Union - SIU), per creare un vero mercato unico dei capitali che permetta alle imprese di finanziarsi oltre i confini nazionali.
- **Riduzione degli oneri e "EU Inc.":** Per permettere alle aziende di raggiungere la "scala" necessaria, la Commissione ha proposto EU Inc., che consente di creare una società in 48 ore online, valida in tutta l'UE, superando la complessità dei 27 sistemi legali diversi. Questo è cruciale per le start-up innovative che necessitano di capitali di rischio rapidi.¹²⁷
- **Riforma delle norme sulla concorrenza:** Il Consiglio europeo ha discusso la revisione delle linee guida sulle concentrazioni (merger guidelines). L'obiettivo è permettere la nascita di "campioni europei" in settori strategici (es. tecnologia, difesa), un tempo ostacolata dalle norme anti-trust, per competere con i giganti globali.
- **Finanza Digitale e Euro Digitale:** La BCE e le istituzioni UE lavorano sull'integrazione finanziaria attraverso il digitale, inclusa la regolamentazione dell'euro digitale e il sostegno alla tokenizzazione delle attività finanziarie, per aumentare l'autonomia strategica e l'efficienza dei pagamenti.

¹²⁶ European Council, *Boosting EU competitiveness: the way forward, One Europe, One Market*

¹²⁷ European Commission, *Commission presents proposal for EU Inc. – unlocking the full potential of the Single Market for Europe's entrepreneurs*, 18 Marzo 2026

- Supervisione Finanziaria Europea (ESMA): L'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) continua a rafforzare la vigilanza unificata, fondamentale per ridurre la frammentazione regolamentare e garantire un campo di gioco equo.¹²⁸

La strategia europea mira a trasformare 27 mercati finanziari frammentati in un unico mercato profondo e liquido, riducendo la burocrazia per facilitare la crescita dimensionale delle imprese europee nel contesto globale.¹²⁹

4.3.3 Risposta alle Tensioni Geopolitiche

La risposta dell'Unione Europea alle crescenti tensioni geopolitiche e all'incertezza globale nel 2025-2026 si concentra sulla costruzione di una vera autonomia strategica finanziaria. Questo approccio mira a ridurre la vulnerabilità dell'UE rispetto a shock esterni, come le guerre commerciali, le fluttuazioni dei mercati statunitensi o la dipendenza energetica.¹³⁰

I punti chiave per far fronte alle tensioni Geopolitiche possono essere suddivisi in tre fasi differenti:

1. Riduzione della Dipendenza Esterna

- Savings and Investments Union (SIU): L'UE sta attuando una strategia, adottata a marzo 2025, per mobilitare i risparmi interni verso investimenti produttivi, riducendo la necessità di finanziare l'economia europea tramite mercati esterni.

¹²⁸ ESMA, *La missione dell'ESMA è di tutelare maggiormente gli investitori, promuovere il buon funzionamento dei mercati finanziari e salvaguardare la stabilità finanziaria*

¹²⁹ European Parliament, *Outcome of the 12 February 2026 EU leader's competitiveness retreat*

¹³⁰ European Central Bank, *Navigating turbulence: challenges for Europe and the path ahead*, 26 Marzo 2026

- **Autonomia Strategica:** L'obiettivo è riorientare la strategia industriale ed energetica per riconquistare sovranità economica di fronte al protezionismo americano e all'ascesa cinese.
- **Diversificazione:** L'Europa cerca di diversificare le proprie catene di approvvigionamento e le fonti di finanziamento, riducendo l'esposizione diretta ai rischi di crolli borsistici provenienti dagli USA, spesso indicati come potenziali fonti di crisi globali.^{131 132 133}

2. Gestione Comune dei Rischi Transfrontalieri

- **Integrazione dei Mercati dei Capitali:** La Commissione Europea ha lanciato pacchetti per unificare e rendere più robusti i mercati finanziari europei, eliminando la frammentazione interna che ostacola la crescita.
- **Regolamentazione e Vigilanza:** L'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) lavora per salvaguardare l'integrità del mercato unico, garantendo standard elevati e trasparenza per sostenere la fiducia degli investitori.
- **MiCA (Markets in Crypto-Assets):** Con l'entrata in vigore del regolamento MiCA, l'UE ha creato un quadro normativo unificato per gli asset crittografici, limitando la possibilità per gli attori non UE di operare senza un'entità autorizzata, rafforzando così la resilienza del settore finanziario digitale.^{134 135}

3. Resilienza in un Contesto Geopolitico Instabile

¹³¹ Commissione Europea, *La commissione annuncia un approccio strategico per rafforzare la sicurezza economica dell'Europa*, 3 Dicembre 2025

¹³² CPRAM, *Make Europe Great Again: una sfida strategica per l'Unione Europea*, 6 Febbraio 2025

¹³³ Eimf, *Europe's Regulatory Tsunami: Updated 2025 Landscape for GRC Professionals*

¹³⁴ ESMA, *La missione dell'ESMA è di tutelare maggiormente gli investitori, promuovere il buon funzionamento dei mercati finanziari e salvaguardare la stabilità finanziaria*

¹³⁵ Eureporter, *Commission launches major package to fully integrate EU financial markets*, 9 Dicembre 2025

- Performance dei Mercati: Nonostante le tensioni, i mercati finanziari europei nel 2026 hanno mostrato una certa stabilità, anche grazie a un contesto macroeconomico leggermente migliorato e a una riduzione dei rischi di inflazione, pur rimanendo prudenti.
- Gestione della Volatilità: L'UE mira a gestire la volatilità derivante dai dazi e dalle guerre commerciali (come le tensioni USA-Cina) attraverso una "tregua" operativa e il rafforzamento dei propri meccanismi di difesa.^{136 137}

L'UE sta cercando di trasformare la sua tradizionale apertura economica in una "resilienza strategica", puntando su mercati dei capitali più integrati e regolamentati per contare di più nello scenario finanziario globale.¹³⁸

4.3.4 Venture Capital e Scale-up

Il colmare il divario nel Venture Capital (VC) tra Europa e Stati Uniti è una priorità assoluta per l'UE, non solo per sostenere l'innovazione, ma per garantire la propria autonomia strategica ed economica nel contesto globale.

Attualmente, l'ecosistema europeo degli startup è vivace, ma soffre di un cronico sottodimensionamento nelle fasi di crescita (scale-up), spingendo molte aziende di successo a cercare capitali e quotazioni (exit) all'estero, prevalentemente negli USA.^{139 140}

¹³⁶ European Central Bank, Financial Stability Review, May 2025

¹³⁷ European Central Bank, *Navigating turbulence: challenges for Europe and the path ahead*, 26 Marzo 2026

¹³⁸ European Central Bank, *Navigating turbulence: challenges for Europe and the path ahead*, 26 Marzo 2026

¹³⁹ European Investment Bank, *The scale-up gap, Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union*

¹⁴⁰ Innovation Origins, *The Europeans tech ecosystem is thriving, but the funding gap is a pain point*, 27 Novembre 2024

È importante capire come l'UE intende affrontare queste sfide. A tal proposito sono stati delineati dei punti chiave da seguire per far sì che tutto ciò possa essere possibile:

1. Il Divario USA-UE: La "Valle della Morte".

- **Investimenti Late-Stage:** Nonostante i numeri degli startup europee siano cresciuti, il divario si allarga quando si passa dai finanziamenti iniziali (seed) a quelli di espansione (growth). Nel 2025, la VC europea ha rappresentato solo il 22% di quanto investito negli USA.
- **Mancanza di Grandi Fondi:** Negli USA ci sono oltre 50 fondi VC che superano i 5 miliardi di dollari; in Europa, zero.
- **"Silicon Valley" europea:** L'obiettivo è trattenere le aziende tecnologiche in Europa, evitando che si trasferiscano negli USA per reperire capitali, spesso perdendo il controllo europeo su tecnologie strategiche (AI, Deep Tech).^{141 142}

2. Le Strategie UE per colmare il divario (Priorità 2025-2026).

L'UE sta passando da un approccio frammentato a una visione integrata attraverso diverse iniziative:

- **EU Startup and Scaleup Strategy (2025):** Adottata a maggio 2025, mira a rendere l'Europa il luogo ideale per lanciare e far crescere aziende innovative.
- **EU Inc.:** Una delle proposte più audaci, prevista per l'inizio del 2026, che consentirebbe agli startup di costituirsi secondo un unico

¹⁴¹ Reddit, *il divario nei finanziamenti dell'UE è il motivo per cui il software americano domina ogni nicchia*

¹⁴² BSP, *EU Startup and Scaleup Strategy I "choose Europe to Start and Scale"*

diritto societario europeo valido in tutti i 27 stati membri, riducendo drasticamente la burocrazia frammentata.

- Scaleup Europe Fund (2026): Un fondo privato-pubblico sostenuto dal gruppo Banca Europea per gli Investimenti (BEI), focalizzato su investimenti azionari diretti in settori strategici (deep tech, AI, semiconduttori, biotech) per colmare la mancanza di capitali superiori a 50 milioni di euro.
- European Innovation Investment Pact (2026): Un'iniziativa per incoraggiare gli investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni) a investire nel VC europeo, sbloccando grandi capitali dormienti.^{143 144 145}

3. Ruolo dell'UE nei Mercati Finanziari Globali.

- Capital Markets Union (CMU): La creazione di un mercato unico dei capitali è essenziale. Attualmente, l'UE ha 27 mercati frammentati, rendendo difficile per i VC operare su scala continentale.
- Competitività con USA e Cina: L'UE mira a ridurre la dipendenza dai mercati finanziari esteri, in particolare americani, per il finanziamento delle proprie aziende tecnologiche di punta.

¹⁴³ European Commission, *EU startup and Scaleup Strategy – progress so far and challengers ahead*, 26 Gennaio 2026

¹⁴⁴ EUROPEAN BUSINESS MAGAZINE, *EU Inc: The strategy to Turn Europe Into a Global Startup Scaling Powerhouse*

¹⁴⁵ BSP, *EU Startup and Scaleup Strategy I “choose Europe to Start and Scale”*

- Supporto tramite InvestEU: Il programma 2021-2027 sostiene l'accesso alle PMI e alle scale-up al capitale di rischio, in particolare per progetti ad alta intensità di capitale.^{146 147 148 149}

Il futuro del ruolo UE nel contesto globale dipende dalla capacità di creare un unico mercato per il rischio, in cui i capitali istituzionali europei finanzino le proprie scale-up, impedendo la fuga di talenti e di tecnologia verso gli USA. Le azioni previste per il 2026 (EU Inc, Scaleup Fund) sono cruciali per determinare se l'Europa diventerà un leader tecnologico o rimarrà un consumatore di tecnologie altrui.^{150 151}

¹⁴⁶ European Council, *Capital markets union explained*

¹⁴⁷ European Commission, *Venture Capital*

¹⁴⁸ Innovation Origins, *The Europeans tech ecosystem is thriving, but the funding gap is a pain point*, 27 Novembre 2024

¹⁴⁹ EUROFOCUS, *Startup e scaleup: l'Europa si mette a correre per colmare il divario con Usa e Cina*

¹⁵⁰ EUROFOCUS, *Startup e scaleup: l'Europa si mette a correre per colmare il divario con Usa e Cina*

¹⁵¹ BSP, *EU Startup and Scaleup Strategy I "choose Europe to Start and Scale"*

Conclusioni

La presente tesi ha analizzato l'evoluzione dell'Action Plan dell'Unione dei Mercati dei Capitali (CMU), evidenziando come, nonostante i progressi normativi compiuti tra il 2020 e il 2025, il mercato europeo dei capitali rimanga ancora frammentato e strutturalmente dipendente dal finanziamento bancario rispetto agli Stati Uniti.

L'analisi svolta permette di tracciare le seguenti conclusioni sulle prospettive future e sui possibili sviluppi del mercato europeo post-2025:

Le prospettive post-2025 indicano una transizione necessaria dall'approccio puramente normativo ("Action Plan") a un approccio più integrato, spesso definito dai decisori europei come Unione del Risparmio e degli Investimenti (Savings and Investment Union - SIU). La priorità non sarà più solo la rimozione di barriere tecniche, ma la canalizzazione dei cospicui risparmi privati europei verso investimenti produttivi, necessari per sostenere la duplice transizione verde e digitale.

Basandosi sulle recenti relazioni Noyer e Draghi (2024), gli sviluppi futuri si concentreranno su tre direttrici prioritarie per il periodo 2024-2029:

- **Architettura e Supervisione:** La convergenza della vigilanza, o la creazione di un supervisore europeo unico (rafforzamento dell'ESMA) per determinati segmenti di mercato, sarà cruciale per eliminare la frammentazione. Il consolidamento delle infrastrutture di post-trading e l'armonizzazione dei processi di ritenuta alla fonte (withholding tax) sono passi indispensabili.
- **Business e Finanziamento alla Crescita:** Sarà fondamentale facilitare l'accesso ai mercati pubblici (IPO) per le PMI, riducendo gli oneri amministrativi (Listing Act) e promuovendo la cartolarizzazione (securitisation) per liberare capacità di bilancio delle banche.

- **Cittadini e Retail Investment:** La vera integrazione richiederà un maggiore coinvolgimento degli investitori retail, attraverso una più diffusa educazione finanziaria, prodotti pensionistici e una semplificazione dei framework di protezione degli investitori.

Un punto critico irrisolto, è la diversità delle leggi nazionali sull'insolvenza. Le prospettive post-2025 richiedono, come ribadito dai leader europei, una convergenza mirata o un'armonizzazione sostanziale delle procedure di insolvenza, specialmente per quanto riguarda la classifica dei crediti e la definizione di azioni societarie, per ridurre l'incertezza legale per gli investitori esteri.

Il futuro della CMU è digitale. Lo sviluppo del European Single Access Point (ESAP) e l'adozione delle nuove tecnologie (DLT/Blockchain) nel post-trade giocheranno un ruolo chiave nel ridurre i costi di transazione. Parallelamente, l'integrazione tra CMU e finanza sostenibile (ESG) deve evolvere da un approccio di disclosure (CSRD) a un approccio di integrazione sostanziale, facilitando il finanziamento della transizione energetica.

In conclusione, l'integrazione finanziaria europea post-2025 non è solo un obiettivo economico, ma una necessità geopolitica per garantire la "sovranità strategica" dell'Unione. Il successo dell'Action Plan dipenderà dalla volontà politica degli Stati membri di cedere sovranità in ambito di vigilanza e di armonizzare norme nazionali complesse. La convergenza del mercato dei capitali è il missing link necessario per completare l'Unione Economica e Monetaria, trasformando l'Europa da un'economia basata sul debito bancario a un'economia dinamica basata sul capitale azionario.

BIBLIOGRAFIA

- A&O SHEARMAN financial regulatory developments focus, *European Commission Proposes Legislation to Promote SME Growth Markets*
- AA.VV., *Europa: l'impossibile status quo*, Bologna, Il Mulino, 1996.
- Allianz-trade, *Eurobond – A window of opportunity for a strategy necessity*, 19 Febbraio 2026
- ANIA, Associazione Nazionale tra Imprese Assicuratrici
<http://www.panoramassicurativo.ania.it/admin/plugin/panorama/view.html?id=40650&est=1>
- BANCA D'ITALIA, *Atti del convegno: a 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union*, in Quaderni di Ricerca Giuridica, 2018
- Bini Smaghi L., *L'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2001
- BSP, *EU Startup and Scaleup Strategy I “choose Europe to Start and Scale”*
- Buti, M. Fabbrini, S., “The political Determinants of Fiscal Governance in the EU: Towards a New Equilibrium”, in *Politics and Governance* Vol. 11 n. 4, 2023
- CAMERA DEI DEPUTATI, Ufficio Rapporti con l'Unione Europea, XVII Legislatura, *Piano di investimenti per L'Europa (Piano Juncker)*
- Camera.it – documenti – *Temì dell'attività parlamentare*
- CENSIS, V Rapporto Assogestioni-Censis, *Perché gli italiani investono come investono*
- CEPR Offices, Giovanni Bonfanti, *A European safe asset will require bolder steps*, 10 Dicembre 2025
- Colantuoni V., *L'Action Plan sulla Capital Markets Union della Commissione europea* in Osservatorio AIR, disponibile alla pagina

<https://www.osservatorioair.it/laction-plan-sul-capital-market-union-della-commissione-europea/> p. 1.

- COMMISSIONE EUROPEA, *Capital market union, Reform of long-term investment funds benefits investors and strengthens EU capital markets*
- COMMISSIONE EUROPEA, *Commission presents proposal for EU Inc. – unlocking the full potential of the Single Market for Europe’s entrepreneurs*, 18 Marzo 2026
- COMMISSIONE EUROPEA, *Commission presents proposal for Eu Inc. – unlocking the full potential of the Single market for Europe’s entrepreneurs*, 18 Marzo 2026
- COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capital, Bruxelles, 30 settembre 2015*
- COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al Parlamento Europeo al consiglio al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni Sulla revisione intermedia del Piano d’azione per l’unione dei mercati dei capitali Bruxelles, 8 giugno 2017*
- COMMISSIONE EUROPEA, *EU startup and Scaleup Strategy – progress so far and challengers ahead*, 26 Gennaio 2026
- COMMISSIONE EUROPEA, *Importante pacchetto della Commissione per la piena integrazione dei mercati finanziari dell’UE, Bruxelles, 4 Dicembre 2025*
- COMMISSIONE EUROPEA, *La commissione annuncia un approccio strategico per rafforzare la sicurezza economica dell’Europa, 3 Dicembre 2025*

- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde. Costruire un'unione dei mercati di capitali*, 2015
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'unione dei mercati di capitali*, *op. cit.*, p. 5
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'unione dei mercati di capitali*, *op. cit.*, p. 4.
- COMMISSIONE EUROPEA, *piano per la ripresa dell'Europa, NextGenerationEU*
- COMMISSIONE EUROPEA, *Q & A on the Green Paper on building a Capital Markets Union*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015.
- COMMISSIONE EUROPEA, *The European Fund for Strategic Investments (EFSI). Questions and Answers*, Strasburgo, 13 Gennaio 2015.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati di capitali per le persone e le imprese: nuovo piano d'azione*, Bruxelles, 24.09.2020
- COMMISSIONE EUROPEA, *Venture Capital*
- CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Conclusioni del Consiglio sull'approfondimento dell'Unione dei mercati di capitali*, Bruxelles, 5 dicembre 2019.
- CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *strategia per gli investimenti al dettaglio*
- CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei Capitali: il consiglio approva conclusioni sul nuovo piano di azione della commissione*
- CONSIGLIO EUROPEO, *Boosting EU competitiveness: the way forward, One Europe, One Market*
- CONSIGLIO EUROPEO, *Capital markets union explained*
- CONSIGLIO EUROPEO, *Cartolarizzazione: migliorare il finanziamento dell'economia dell'UE*

- CONSIGLIO EUROPEO, *Iniziativa sul futuro dell'unione dei mercati dei capitali*
- CONSIGLIO EUROPEO, *Support to small and medium-sized enterprises (SMEs)*
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa: impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI*
- CONSOB, Piano strategico 2010-2021, p. 7
- CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Fondi di investimento: le azioni dell'UE non hanno ancora generato un vero mercato unico a vantaggio degli investitori, 2022*
- CPRAM, *Make Europe Great Again: una sfida strategica per l'Unione Europea*, 6 Febbraio 2025
- Deloitte, *The Savings and Investments Union as the catalyst for Europe's capital market revolution*, 17 Marzo 2026
- Di Gaspare G., *Diritto dell'economia, e dinamiche istituzionali*, Cedam, 2003.
- Draghi M., *Unione economica e monetaria: passato e presente*, 19 settembre 2018, Berlino
- EFAMA, *European Commission's package on supplementary pensions*, 20 November 2025
- Eimf, *Europe's Regulatory Tsunami: Updated 2025 Landscape for GRC Professionals*
- Eiopa, *The ESAs call for vigilance amid rising geopolitical and cyber risks*, 31 March 2025
- ELEATICHE, *Fondi SAFE e Difesa Europea: 150 Miliardi per Investimenti Industriali 2026*
- ESMA, *ESMA in 2022 - Focus on financial stability and investor protection*

- ESMA, Joint Consultation Paper: ESG disclosures: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-consult-environmental-social-and-governance-disclosure-rules>
- ESMA, *La missione dell'ESMA è di tutelare maggiormente gli investitori, promuovere il buon funzionamento dei mercati finanziari e salvaguardare la stabilità finanziaria*
- Euperspectives.oeu, *EU capital markets in 2025: Savings and Investment Union takes shape*
- Eur-lex, *Multiple vote shares for trading on multilateral trading facilities*
- Eureporter, *Commission launches major package to fully integrate EU financial markets*, 9 Dicembre 2025
- EURIZON ASSET MANAGEMENT, *L'incontro tra capitale privato e PMI italiane: una strada verso la crescita sostenibile*
- Euroconsult, *L'Europa definisce le "Small Mid-Caps": nuove opportunità per un segmento strategico dell'economia*
- EUROFOCUS, *Startup e scaleup: l'Europa si mette a correre per colmare il divario con Usa e Cina*
- EUROPEAN BUSINESS MAGAZINE, *EU Inc: The strategy to Turn Europe Into a Global Startup Scaling Powerhouse*
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *BCE launches fast-track assessments for capital and securitisation*
- European Central Bank, *Financial Stability Review*, May 2025
- European Central Bank, *Navigating turbulence: challenges for Europe and the path ahead*, 26 Marzo 2026
- European Investment Bank, *The scale-up gap, Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union*

- Festival ECONOMIA, *Completare l'unione bancaria è necessario ma non basta*
- Final Report. ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II
- Finance Watch, *Marketing finance serve society, L'Unione dei Mercati dei Capitali in 5 domande*
- FocusRisparmio, *Unione mercati capitali, Commissione UE svela nuovo piano*
- Forum per la Finanza Sostenibile, ABI, ASSOGESTIONI, *L'unione Europea e la finanza sostenibile, Impatti e prospettive per il mercato Italiano*
- Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima (2019/C 209/01)
- Iari, *MERCCATO UNICO E POTERE ECONOMICO EUROPEO: IL COSTO DELLA FRAMMENTAZIONE*
- Ilsole24ore, *Perché è necessario creare un debito comune europeo del 19 giugno 2025*
- Innovation Origins, *The Europeans tech ecosystem is thriving, but the funding gap is a pain point, 27 Novembre 2024*
- IQEQ, *EU securitisation reforms: Reporting changes issuers and originators need to know*
- La Malfa G., *L'Europa legata: i rischi dell'Euro*, Milano, Rizzoli, 2000.
- Majoor, S., *Capital Markets Union: building competitive, efficient capital markets trusted by investors, Bruxelles, novembre 2014*
- Padoa-Schioppa T., *L'Europa verso l'unione monetaria: dallo SME al trattato di Maastricht*, Einaudi, 1992.

- Padoa-Schioppa T., *La lunga via per l'Euro*, Bologna, Il Mulino, 2004
- PARLAMENTO EUROPEO, *Capital Market Union: Ten Years Later*
- PARLAMENTO EUROPEO, *Outcome of the 12 February 2026 EU leader's competitiveness retreat*
- Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Bruxelles, 08.03.2018
- Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della direttiva (UE) 2016/2341
- Pwc, *Finanza Sostenibile, L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari*
- Reddit, *il divario nei finanziamenti dell'UE è il motivo per cui il software americano domina ogni nicchia*
- Reuters, *EU eyes to deepen single market in March, accelerate capital market union, Bruxelles, 12 Febbraio 2026*
- Rizzo A., *L'Italia in Europa tra Maastricht e l'Africa*, Roma, Laterza, 1996
- Rokas Law Firm, *Action Plan on building a Capital Markets Union*
- Rossolillo, G, "*Sovranità fiscale nazionale o fiscalità europea?*", IL FEDERALISTA, Anno LVIII, 2016, Numero 2-3, Pagina 148
- S. Ciancarella, *Libro verde e libro bianco*, Aggiornamenti sociali, 2010
- Save Consulting Group, *Le autorità di vigilanza europee avvertono gli istituti finanziari di stare attenti ai rischi di stabilità in tempi incerti e mutevoli*, 19 Settembre 2025
- Siclari, D., *European capital markets union e ordinamento nazionale, in Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, 2016

- Snellman, H., *The EU Synthetic Securitisation Market: Key Concepts and Regulatory Developments Ahead*, 20/02/2026
- Spaventa L. – Chiorazzo V., *Astuzia o virtù? Come accadde che l'Italia fu ammessa all'Unione Monetaria*, Roma, Donzelli, 2000
- Stratfor, *A European Capital Markets Union: Incremental Progress and Enduring Obstacles*
- *Study on options for development of online tools and services supporting retail investors in investment decisions: FISMA/2017/117(05)/C*
- Sustainable finance: TEG final report on the EU taxonomy, 9 Marzo 2020
- Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996.
- Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996.
- Tenaglia Ambrosini M.G., *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli editore, 1996.
- Triulzi U., *Dal mercato comune alla moneta unica*, Milano, Edizioni SEAM, 1999
- Urwin D.W., *The Community of Europe*, London New York, Longman, 1995
- Zaghini, G., *Capital markets union. Trattati essenziali e stato dell'arte*, in *Diritto Bancario*, Sez. Approfondimenti, 2017, p. 2
- Zgaga, T., *The fiscal sovereignty of the European Union after the COVID-19 pandemic*