

IT 2020 25

Relazione speciale

Unione dei mercati dei capitali: un avvio lento verso una meta ambiziosa



CORTE
DEI CONTI
EUROPEA

Indice

| | Paragrafo |
|--|-----------------|
| Sintesi | I - X |
| Introduzione | 01 - 12 |
| Gli obiettivi dell'UMC | 06 - 09 |
| Ruoli e responsabilità nell'UMC | 10 - 12 |
| Estensione e approccio dell'audit | 13 - 19 |
| Osservazioni | 20 - 124 |
| Le misure della Commissione per diversificare le opzioni di finanziamento delle PMI non hanno finora un effetto catalizzatore | 20 - 50 |
| Il sostegno al venture capital e al finanziamento con strumenti di capitale ha prodotto risultati parziali | 26 - 33 |
| L'accesso delle PMI ai mercati pubblici deve essere migliorato | 34 - 39 |
| Un impatto limitato per quanto riguarda la rimozione degli ostacoli allo scambio di informazioni | 40 - 43 |
| Le azioni intraprese per generare nuovi prestiti bancari alle PMI non hanno prodotto effetti visibili | 44 - 50 |
| Impegno insufficiente nello sviluppare i mercati dei capitali locali | 51 - 78 |
| Manca una strategia organica per lo sviluppo dei mercati dei capitali locali | 57 - 58 |
| Il potenziale del semestre europeo non è sfruttato appieno per promuovere le riforme dei mercati dei capitali | 59 - 65 |
| L'assistenza tecnica è largamente apprezzata, ma i risultati si fanno ancora attendere | 66 - 78 |
| La Commissione ha intrapreso alcune iniziative nell'ambito del proprio mandato, ma non ha trattato a fondo il problema delle principali barriere transfrontaliere | 79 - 99 |
| La Commissione avrebbe potuto adoperarsi maggiormente per promuovere l'alfabetizzazione finanziaria tra le PMI | 82 - 86 |
| È improbabile che le azioni della Commissione conducano a una sostanziale convergenza delle procedure di insolvenza | 87 - 92 |

| | |
|---|------------------|
| La Commissione ha emanato un valido codice di condotta sulla ritenuta alla fonte, che però non è vincolante | 93 - 99 |
| L'UMC non dispone di un adeguato quadro di riferimento dell'efficacia dell'attuazione | 100 - 124 |
| Gli obiettivi dell'UMC erano piuttosto vaghi e le priorità sono state definite in ritardo | 101 - 106 |
| Le misure per l'UMC non potevano realisticamente rispondere alle elevate aspettative suscite dalla Commissione | 107 - 114 |
| La Commissione non ha monitorato con regolarità i progressi complessivi verso il conseguimento degli obiettivi dell'UMC | 115 - 124 |
| Conclusioni e raccomandazioni | 125 - 139 |

Allegati

Allegato I – Panoramica dei progetti SRSP pertinenti all'UMC e sottoposti ad audit, 2017-2018

Allegato II – Il piano d'azione della Commissione per l'UMC del 2015 e le iniziative che lo hanno preceduto: selezione di azioni incentrate sull'accesso ai finanziamenti

Allegato III – Azione dell'UMC per lo sviluppo dei mercati dei capitali locali

Allegato IV – Panoramica delle RSP dirette formulate a tutti gli Stati membri, 2014-2019

Allegato V – Panoramica delle RSP dirette e indirette indirizzate agli Stati membri meno sviluppati, 2016-2019

Allegato VI – Panoramica delle misure legislative dell'UMC al luglio 2020

Acronimi e abbreviazioni

Glossario

Risposte della Commissione

Équipe di audit

Cronologia

Sintesi

I L’Unione dei mercati dei capitali (UMC) è un’iniziativa su vasta scala dell’Unione europea che è stata varata ufficialmente nel piano d’azione della Commissione del 2015. Il principale obiettivo dell’UMC è la creazione di un mercato unico dei capitali in cui le imprese, e in particolare le PMI, possono accedere più agevolmente a finanziamenti non bancari e in cui i mercati dei capitali locali hanno un maggiore spessore e sono meglio integrati. L’UMC, andando a integrare i finanziamenti bancari, favorendo la condivisione dei rischi tramite i canali privati e consentendo una generale riduzione dei rischi, dovrebbe dar luogo a un sistema finanziario più stabile e munito di strumenti migliori per stimolare la crescita, creare occupazione e in grado di attrarre in Europa maggiori investimenti esteri.

II Il piano d’azione per l’UMC (2015) e la sua revisione intermedia (2017) prevedevano un gran numero di misure, il cui effetto cumulato avrebbe dovuto gettare le basi dell’UMC entro la fine del 2019. Vista l’elevata priorità che la Commissione e i portatori di interessi attribuiscono a questa iniziativa faro, la Corte ritiene che la presente relazione giunga al momento opportuno per sostenere l’ulteriore sviluppo dell’UMC. Vi si analizza in quale misura la Commissione sia riuscita a espletare adeguatamente il proprio ruolo e si mettono in evidenza le problematiche che potrebbero condizionare il successo attuale e futuro dell’UMC.

III L’audit ha verificato se le azioni della Commissione servano a creare un’UMC efficace. Per rispondere a tale quesito generale, la Corte ha valutato se la Commissione avesse conseguito gli obiettivi di diversificare maggiormente le fonti di finanziamento delle imprese, se avesse adottato azioni efficaci per promuovere in misura sufficiente una maggiore integrazione e l’ispessimento dei mercati dei capitali, se avesse abbattuto le barriere transfrontaliere esistenti per gli operatori di mercato e se avesse concepito e monitorato in maniera adeguata il progetto dell’UMC.

IV Nel complesso la Corte è giunta alla conclusione che, sebbene la Commissione si sia adoperata per conseguire l’arduo obiettivo di costruire l’UMC, i risultati devono ancora concretizzarsi. Molte delle misure che la Commissione è stata in grado di intraprendere nell’ambito del proprio mandato riguardavano soltanto ambiti ristretti nel perseguimento degli obiettivi dell’UMC. Per la loro stessa natura, tali misure (ad esempio, quelle a carattere non vincolante come la conduzione di analisi per promuovere le migliori pratiche) non sono state capaci di catalizzare progressi consistenti verso la creazione dell’UMC. L’operato della Commissione è stato anche

limitato dal fatto che molte azioni principali potevano essere adottate solo dagli Stati membri o con il pieno sostegno di questi.

V Le misure volte a diversificare le fonti di finanziamento delle imprese affrontavano questioni troppo circoscritte per avviare e catalizzare una trasformazione strutturale nell'UE a favore di un maggiore finanziamento sul mercato e hanno avuto un impatto soltanto limitato. In aggiunta, la normativa in materia di cartolarizzazioni, pur compiendo un passo nella giusta direzione, non ha ancora prodotto la ripresa attesa nel mercato europeo delle cartolarizzazioni dopo la crisi finanziaria e non ha aiutato le banche ad accrescere la propria capacità di prestito a beneficio, fra l'altro, delle PMI. Le operazioni rimangono concentrate in classi di attività tradizionali (ossia mutui ipotecari, prestiti per l'acquisto di automobili) e in alcuni Stati membri.

VI Per quanto riguarda lo sviluppo dei mercati dei capitali locali, la Commissione ha svolto il proprio ruolo di coordinamento nel processo del semestre europeo. Non ha però elaborato una chiara strategia complessiva per l'Unione europea, né ha raccomandato a tutti gli Stati membri con mercati dei capitali meno sviluppati di attuare riforme in proposito. La Commissione si è valsa del programma di sostegno alle riforme strutturali (*Structural Reform Support Programme*, SRSP), basato sulla domanda, per finanziare, tra l'altro, progetti relativi all'UMC. Benché la logica d'intervento dell'SRSP non fosse orientata formalmente alle esigenze specifiche dei mercati dei capitali dell'UE, gli obiettivi dell'UMC sono stati presi in considerazione a livello di progetto. L'approccio basato sulla domanda non ha però permesso di fornire a tutti gli Stati membri un sostegno corrispondente alle loro esigenze e i risultati non sono ancora visibili.

VII La Corte rileva che il piano d'azione per l'UMC non ha segnato una svolta per l'abbattimento delle principali barriere che ostacolano i flussi transfrontalieri dei capitali. Tali barriere dipendono spesso da leggi nazionali, come quelle in materia di insolvenza e di ritenuta alla fonte, o da una scarsa alfabetizzazione finanziaria. I progressi nell'abbattimento di queste barriere sono stati limitati, in parte a causa dello scarso sostegno degli Stati membri.

VIII Per quanto riguarda la concezione dell'UMC, i suoi obiettivi non erano sempre sufficientemente specifici e misurabili. Inoltre, prima dell'avvio del progetto non sono state fissate priorità. Il monitoraggio della Commissione si è limitato ai progressi nei provvedimenti legislativi. La Commissione non ha condotto un monitoraggio periodico e uniforme sui progressi compiuti verso il conseguimento degli obiettivi dell'UMC.

IX Per migliorare l'efficacia del progetto relativo all'UMC, la Corte raccomanda alla Commissione di:

- a) proporre azioni adeguatamente mirate per agevolare ulteriormente l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali;
- b) favorire l'ispessimento e una migliore integrazione dei mercati dei capitali locali;
- c) ovviare alle principali barriere transfrontaliere agli investimenti;
- d) sviluppare obiettivi specifici, misure cruciali e il monitoraggio dell'UMC.

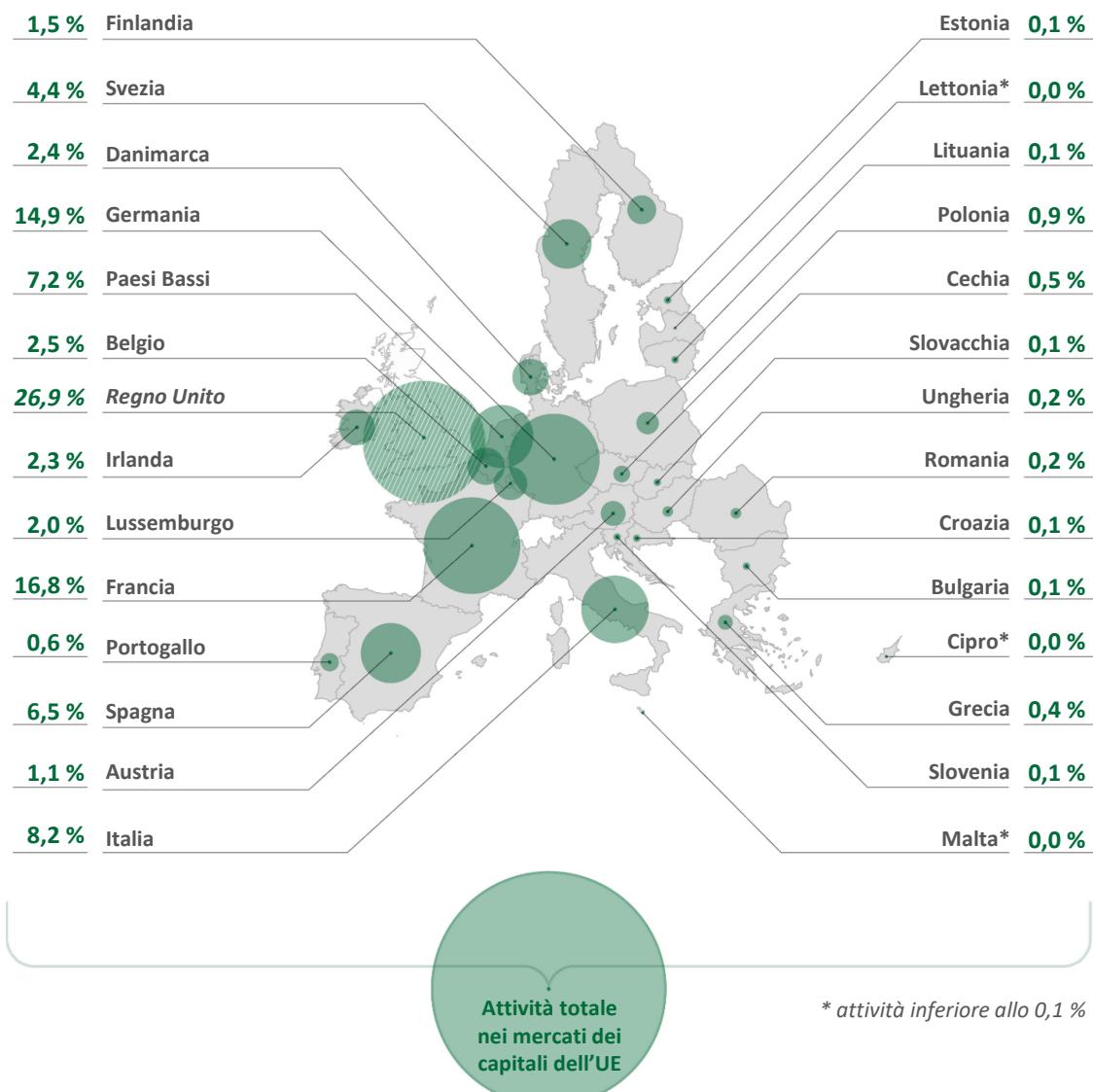
X La Corte invita inoltre il Consiglio a riflettere sulle modalità per portare avanti la proposta della Commissione tesa ad affrontare il trattamento fiscale asimmetrico degli strumenti di capitale e di debito.

Introduzione

01 La libera circolazione dei capitali è una delle quattro libertà (insieme alla libera circolazione di beni, servizi e lavoratori) alla base dell’Unione europea, di cui rappresenta un obiettivo fondamentale. L’importanza e i vantaggi della creazione di un mercato europeo dei capitali sono dibattuti ormai da tempo: si vedano, ad esempio, la relazione Segré (1966), la relazione Lamfalussy (2001) e passate comunicazioni della Commissione (come quelle del 1996, del 1998 e del 2011). Benché siano mutate le priorità, le dimensioni e le sfide relative allo sviluppo e all’integrazione dei mercati dei capitali, l’UE non ha mai raggiunto mercati dei capitali integrati e ben funzionanti.

02 Vi sono differenze geografiche tra gli Stati membri in termini di capitalizzazione, liquidità e spessore dei rispettivi mercati dei capitali locali. Gli Stati membri delle regioni nord-occidentali hanno tendenzialmente mercati dei capitali di maggiore spessore e poli di capitali che si autoalimentano, mentre gli Stati membri delle regioni sud-orientali sono più in ritardo (cfr. *figura 1*). Finora, Londra è stata il più importante polo finanziario dell’UE. Il recesso del Regno Unito dall’UE rappresenta una sfida per il progetto dell’UMC.

Figura 1 – Dimensioni dei mercati dei capitali per paese misurate in base alla quota media di attività totale in 23 settori diversi, nell’arco di tre anni fino al 2019 (media in %)



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base dei dati di *New Financial*, settembre 2020.

03 Nonostante gli sforzi compiuti nel periodo successivo alla crisi finanziaria, le economie di gran parte degli Stati membri dell’UE si basano ancora più sul finanziamento bancario che sul finanziamento nel mercato dei capitali (tramite, ad esempio, private equity, venture capital, titoli obbligazionari). In Europa le PMI prediligono il finanziamento bancario, che è relativamente meno costoso e consente loro di mantenere il completo controllo dell’azienda. Benché il finanziamento non bancario abbia acquisito un’importanza sempre maggiore nel corso degli ultimi dieci anni, nel 2018 i prestiti bancari rappresentavano ancora il 45 % circa del finanziamento totale mediante ricorso al debito delle società non finanziarie nella zona euro, in calo

dal 60 % circa del 2007¹. Da questo punto di vista le tradizioni e la cultura rappresentano un fattore importante, come testimonia la preferenza per il mercato nazionale (ossia la tendenza a investire la maggior parte del portafoglio in attività nazionali). La mancanza di informazioni facilmente accessibili sulle imprese e i livelli insufficienti di alfabetizzazione finanziaria rappresentano ulteriori ostacoli che vincolano la domanda degli investitori relativa agli strumenti dei mercati dei capitali.

04 L’Unione dei mercati dei capitali (UMC) è un’iniziativa su vasta scala che la Commissione ha varato ufficialmente nel piano d’azione del 2015. Questo progetto faro è stato annunciato nel quadro delle dieci priorità strategiche della Commissione e costituisce un elemento del terzo pilastro del piano di investimenti per l’Europa teso a migliorare il contesto degli investimenti. L’UMC si propone di integrare l’unione bancaria promuovendo la condivisione del rischio tramite i canali privati e consentendo una generale riduzione dei rischi, nonché di rafforzare in ultima analisi l’Unione economica e monetaria (UEM).

05 La necessità di realizzare l’UMC è oggi più forte che mai. La Brexit ha accentuato la necessità politica di incrementare lo spessore e l’integrazione dei mercati dei capitali nell’UE, poiché il Regno Unito, che rappresenta il mercato dei capitali più vasto e più spesso nonché il più importante polo europeo per il finanziamento delle start-up, è ufficialmente uscito dall’Unione europea il 31 gennaio 2020. Inoltre, la concorrenza a livello mondiale si sta accentuando: lo dimostrano fenomeni come quello delle PMI europee innovative che lasciano l’UE alla ricerca di condizioni di finanziamento più favorevoli e di un contesto finanziariamente più propizio alle imprese a rapida crescita. Negli ultimi mesi la Commissione ha inserito anche l’incertezza economica provocata dalla pandemia di COVID-19 tra le proprie argomentazioni a favore dell’UMC, che è potenzialmente in grado di mobilitare finanziamenti privati e accelerare la ripresa dell’economia.

Gli obiettivi dell’UMC

06 Un importante obiettivo dell’UMC è quello di contribuire a ridurre la forte dipendenza dai finanziamenti bancari e i costi di raccolta dei capitali, in particolare per le PMI. Secondo la Commissione, questo obiettivo andrebbe conseguito con la creazione di un sistema finanziario stabile, in cui mercati dei capitali più spessi e integrati assorbono una quota maggiore dei risparmi dei cittadini e svolgono un ruolo

¹ Corte dei conti europea sulla base del [rapporto annuale 2017 della Banca centrale europea](#), pag. 36.

più importante nel finanziamento delle imprese. Anche il settore bancario dell'UE dovrebbe trarre vantaggio dall'UMC, che comprende misure per rivitalizzare il mercato europeo delle cartolarizzazioni.

07 L'UMC, andando a integrare l'unione bancaria e distribuendo i rischi tra gli operatori di mercato, dovrebbe contribuire a un sistema finanziario più stabile e munito di strumenti migliori per stimolare la crescita, creare occupazione e aumentare l'attrattiva dell'Europa per gli investimenti esteri. Infine, mercati finanziari più integrati, liquidi e spessi in Europa non incrementerebbero soltanto i flussi di investimento transfrontalieri, ma favorirebbero anche un ruolo internazionale più forte per l'euro.

08 Il piano d'azione del 2015 e la revisione intermedia del 2017 comprendevano una serie di misure legislative e non legislative, suddivise in sette aree di intervento che, fra l'altro, avrebbero dovuto avere l'effetto cumulato di trasformare frammentati provvedimenti di legislazione finanziaria in un quadro normativo coerente. Il quadro legislativo e le misure non legislative puntano a costituire un ecosistema di investimenti che stimoli l'accesso ai mercati dei capitali e la crescita economica. La regolamentazione tuttavia può favorire il funzionamento del mercato, ma non può di per sé imporlo.

09 L'UMC è un programma incompleto i cui lavori sono ancora in corso. Per la maggior parte, gli atti legislativi non sono stati ancora attuati fino a oggi oppure lo sono stati solo di recente. Per dare inizio ai lavori preparatori per un nuovo programma, la Commissione ha avviato un forum ad alto livello sull'Unione dei mercati dei capitali, formato da 28 esperti di alto livello del mercato dei capitali. La relazione finale del forum, pubblicata nel giugno 2020, contiene una serie di raccomandazioni strategiche². La Commissione ha pubblicato il nuovo piano d'azione³ nel settembre 2020.

² Relazione finale del forum ad alto livello sull'UMC, *A New Vision for Europe's Capital Markets Union*, 10 giugno 2020.

³ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni “*Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*”, COM(2020) 590 final del 29.6.2020.

Ruoli e responsabilità nell'UMC

10 In base al principio di sussidiarietà, alcuni dei più importanti ambiti di intervento dell'UMC (per esempio fiscalità, educazione finanziaria e diritto fallimentare) rientrano tra le responsabilità degli Stati membri. Il successo dell'iniziativa dell'UMC dipende pertanto non solo dalla Commissione, ma anche dalla volontà politica e dall'ambizione del Parlamento europeo, del Consiglio e degli Stati membri.

11 In seno alla Commissione, la pianificazione, l'attuazione complessiva e il coordinamento del progetto dell'UMC competono alla direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali (DG FISMA), sebbene siano coinvolti anche altri servizi della Commissione. La direzione generale per il Sostegno alle riforme strutturali (DG REFORM), istituita nel 2020 in sostituzione del servizio di assistenza per le riforme strutturali (*Structural Reform Support Service*, SRSS), fornisce assistenza tecnica tramite il programma di sostegno alle riforme strutturali (*Structural Reform Support Programme*, SRSP)⁴ per rafforzare, fra gli altri compiti, la capacità dei mercati dei capitali nazionali degli Stati membri. Non è prevista una dotazione finanziaria specifica per il funzionamento dell'UMC.

12 Gli altri organismi cruciali per il funzionamento dell'UMC sono le tre autorità europee di vigilanza (AEV):

- l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), ossia l'autorità UE di regolamentazione del mercato degli strumenti finanziari che propone misure di attuazione e specifica le norme tecniche;
- l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; e
- l'Autorità bancaria europea.

⁴ Regolamento (UE) 2017/825 e regolamento (UE) 2018/1671.

Estensione e approccio dell'audit

13 Data l'importanza dell'UMC, la Corte ne ha sottoposto ad audit la concezione, l'attuazione e l'efficacia. La relazione intende informare i portatori di interessi e rivolgere raccomandazioni alla Commissione al fine di sostenere l'ulteriore sviluppo dell'UMC.

14 Le azioni esaminate dalla Corte si riferiscono a quattro delle sette aree di intervento previste dal piano d'azione per l'UMC, ossia: i) finanziare l'innovazione, le start-up e le società non quotate, ii) semplificare l'accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati pubblici, iii) mobilitare la capacità bancaria per sostenere l'economia nel suo complesso, iv) facilitare gli investimenti transfrontalieri.

15 Il quesito generale di audit intendeva stabilire se le azioni della Commissione servano a creare un'UMC efficace. Per rispondere a tale quesito, la Corte ha verificato se la Commissione abbia:

- a) contribuito a diversificare il finanziamento delle imprese e, in particolare, delle PMI;
- b) favorito l'ispessimento e una migliore integrazione dei mercati dei capitali locali;
- c) adottato un'azione efficace per abbattere le principali barriere transfrontaliere;
- d) dotato l'UMC di un adeguato quadro di riferimento dell'efficacia dell'attuazione (anche detto quadro di performance).

16 Ai fini dell'audit, la Corte ha esaminato la documentazione disponibile presso la Commissione e ha tenuto colloqui con il personale competente della Commissione. È stato esaminato un campione di 10 progetti su un totale di 54 progetti concernenti l'UMC finanziati dal programma di sostegno alle riforme strutturali (SRSP) e dalla sua azione preparatoria nel periodo 2016-2019. Gli auditor hanno selezionato il campione sulla base del proprio giudizio professionale (cfr. [allegato I](#) per l'elenco dei progetti), concentrando l'attenzione sui progetti ubicati negli Stati membri che presentano mercati dei capitali meno sviluppati (cfr. [figura 1](#)). I progetti selezionati si trovavano in una fase di attuazione relativamente avanzata, per cui era più probabile che se ne potessero osservare i risultati.

17 Inoltre, per raccogliere informazioni, gli auditor hanno incontrato autorità e portatori di interessi di nove Stati membri selezionati: Bulgaria, Cecchia, Estonia, Italia,

Lituania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia e Romania. Sono stati anche svolti colloqui con personale dell'ESMA, della Banca europea per gli investimenti, del Fondo europeo per gli investimenti e con esperti e rappresentanti dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), della Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS), di alcune associazioni di imprenditori e investitori, nonché di borse valori.

18 La Corte ha condotto un'indagine presso le autorità responsabili della regolamentazione e vigilanza dei mercati dei capitali locali in tutti gli Stati membri (ministeri delle Finanze, autorità nazionali competenti (ANC) e banche centrali), le associazioni degli imprenditori europee e nazionali, le associazioni degli investitori, le associazioni bancarie, nonché le borse valori nell'UE.

19 Il lavoro di audit, che si è svolto tra il settembre 2019 e il febbraio 2020, è stato completato prima dell'insorgenza della pandemia di COVID-19; la presente relazione, pertanto, non tiene conto dei nuovi sviluppi strategici né di altri cambiamenti operati a fronte della pandemia.

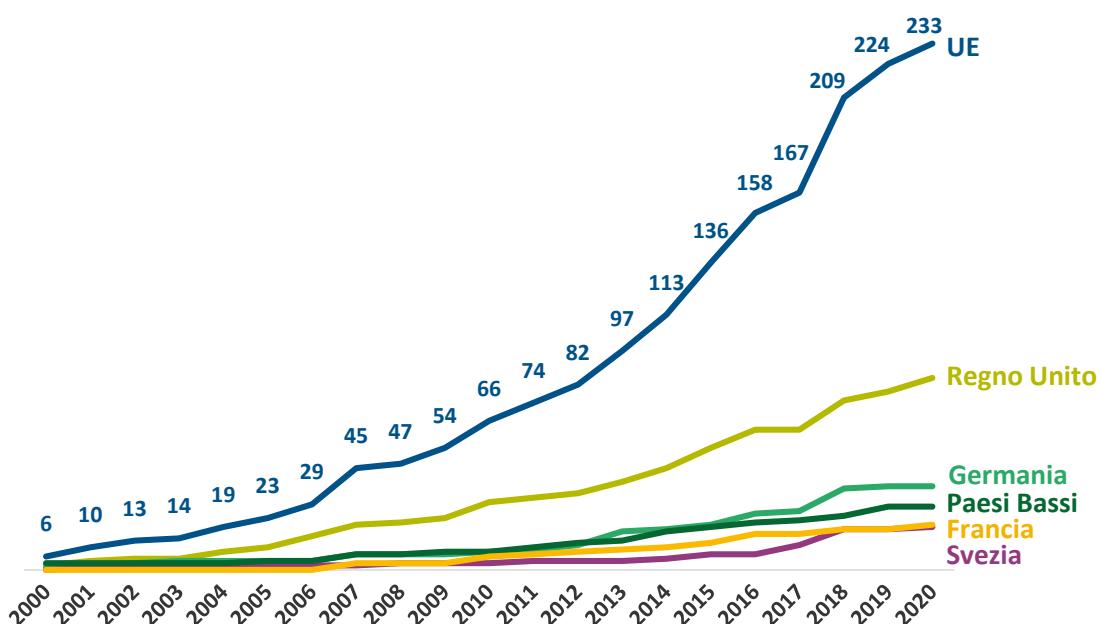
Osservazioni

Le misure della Commissione per diversificare le opzioni di finanziamento delle PMI non hanno finora un effetto catalizzatore

20 Nell'UE i prestiti bancari hanno sempre costituito la fonte di finanziamento predominante per le imprese, specie per le PMI. Fulcro dell'iniziativa dell'UMC era l'accesso per le PMI a nuove fonti di finanziamento, che andasse a integrare i finanziamenti bancari con finanziamenti raccolti sul mercato (venture capital e private equity).

21 Negli ultimi decenni, l'Europa ha generato un gran numero di start-up innovative, i cosiddetti "unicorni", ossia start-up ad elevata crescita con una valutazione superiore al miliardo di dollari (cfr. *figura 2*). Un numero crescente di imprese di questo tipo, una volta superata la prima fase di crescita, si sposta al di fuori dell'UE in ragione delle opportunità di sviluppo. La Commissione ha cercato di arginare questa tendenza sostenendo le attività di quotazione delle PMI attraverso varie misure nell'ambito dell'UMC.

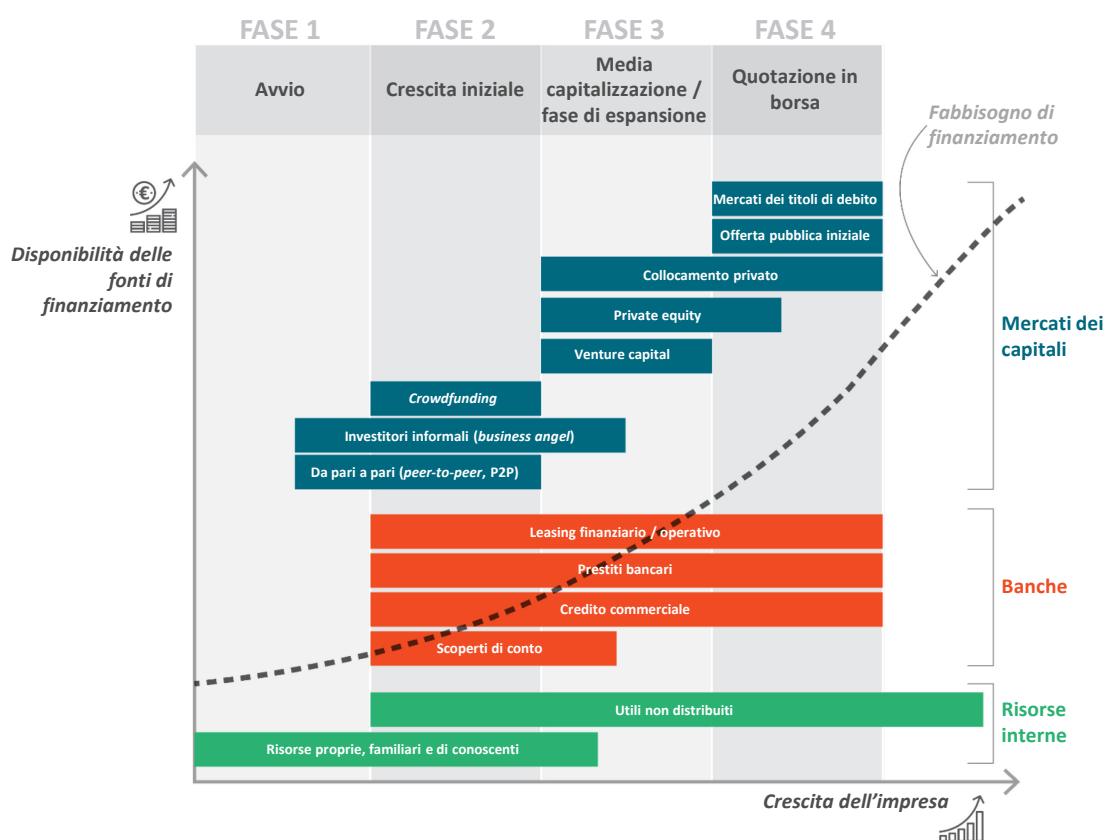
Figura 2 – Il vivaio di unicorni europei, 2000-2020



Fonte: dealroom.co.

22 La popolazione delle PMI è fortemente eterogenea per dimensioni, settore, età, attività e proprietà, nonché vi sono molte differenze da un paese all’altro. Circa l’11 % dei 25 milioni di imprese⁵ dell’UE è costituito da PMI a rapida crescita. Quella di agevolare l’accesso di queste ultime a molteplici fonti di finanziamento è, per la Commissione, una politica di lunga data, avviata nel 1998 con un piano d’azione della Commissione sul capitale di rischio⁶. Il problema del finanziamento delle PMI, che assume aspetti diversi a seconda della loro fase di crescita (cfr. *figura 3*), è stato poi al centro di varie strategie della Commissione, come il piano d’azione del 2011 per migliorare l’accesso delle PMI ai finanziamenti⁷. Il piano d’azione del 2015 per l’UMC è una continuazione delle suddette iniziative (cfr. *allegato II*).

Figura 3 – Fonti di finanziamento per fase di crescita di un’impresa



Fonte: Commissione europea.

⁵ Fonte dei dati: www.statista.com

⁶ SEC(1998) 552 *final*, 31 marzo 1998.

⁷ COM(2011) 870 *final*.

23 Nel piano d'azione del 2015 per l'UMC e nell'aggiornamento del 2017 la Commissione ha inteso migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti concentrandosi su due aree di intervento: i) finanziare l'innovazione, le start-up e le società non quotate e ii) semplificare l'accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati pubblici. Le modifiche normative proposte consistevano principalmente nelle revisioni delle norme precedenti (prospetto, mercati di crescita per le PMI, fondi europei per il venture capital (EuVECA)).

24 L'altra area di intervento della Commissione era iii) rafforzare la capacità bancaria per sostenere l'economia nel suo complesso, e riguardava, fra l'altro, le obbligazioni garantite e le cartolarizzazioni. Tale azione strategica non è direttamente collegata al finanziamento delle PMI, ma verte sulla possibilità per le banche di ridurre la leva finanziaria (ossia ridurre l'entità dei propri bilanci) senza diminuire i volumi del credito offerto al settore privato.

25 Per stabilire se le misure intraprese nell'ambito dell'UMC abbiano raggiunto l'obiettivo di diversificare i finanziamenti per le PMI, la Corte ha verificato se la Commissione abbia:

- a) accresciuto le opportunità per le imprese di finanziare l'espansione nelle fasi di crescita precedenti la quotazione in borsa (ricorrendo anche al venture capital e al private equity; cfr. *figura 3*);
- b) migliorato l'accesso delle PMI ai mercati pubblici (ossia nella fase di quotazione in borsa);
- c) ridotto gli ostacoli alla circolazione delle informazioni che impediscono alle PMI e ai potenziali investitori di individuare, rispettivamente, le fonti di finanziamento e le opportunità di investimento;
- d) consentito alle banche di liberare capacità di prestito a sostegno delle PMI.

Il sostegno al venture capital e al finanziamento con strumenti di capitale ha prodotto risultati parziali

26 Nel quadro del piano d'azione per l'UMC la Commissione ha varato un pacchetto di misure a sostegno del venture capital e del finanziamento con strumenti di capitale nell'UE. Tra queste si annoverano una riforma normativa, l'istituzione di fondi di fondi paneuropei e la promozione delle migliori pratiche in materia di incentivi fiscali (cfr. *tavella 1*).

Tabella 1 – Selezione di misure dell’UMC sottoposte ad audit che erano volte a sostenere il finanziamento con venture capital e altri strumenti di capitale

| Misure | Tipo | Azione completata a livello della Commissione? | Osservazioni della Corte dei conti europea |
|---|----------------------------|--|---|
| Istituzione di fondi di fondi di venture capital paneuropei | Iniezione di finanziamenti | Sì | Le operazioni di raccolta di fondi e di investimento progrediscono per tre fondi di fondi; la Commissione prevede che, grazie all’effetto leva, l’importo investito sia quintuplicato (questo risultato non è ancora stato raggiunto) |
| Modifiche dei regolamenti EuVECA ed EuSEF | Misura legislativa | Sì In vigore dal marzo 2018 | Si è registrato un incremento dei fondi di venture capital soltanto negli Stati membri che già dispongono, per queste forme di investimento, di mercati interessanti, integrati e adeguatamente sviluppati |
| Studio e promozione delle migliori pratiche di regimi di incentivazione fiscale per gli investimenti di venture capital e degli investitori informali (<i>business angel</i>) | Misura non legislativa | Sì | Presentazione dello studio in due seminari per promuoverne i risultati tra le amministrazioni fiscali degli Stati membri; nessun altro impatto a livello degli Stati membri |
| Proposta legislativa per una base imponibile consolidata comune per l’imposta sulle società (<i>Common Consolidated Corporate Tax Base, CCCTB</i>) | Misura legislativa | Sì | La CCCTB è stata proposta nel 2011 (era troppo ambiziosa perché gli Stati membri la accettassero); la proposta è stata avanzata nuovamente nel 2016 e finora non si è raggiunto alcun accordo |

Fonte: Corte dei conti europea.

27 Nell’UE, i mercati di venture capital e private equity sono ancora caratterizzati da considerevoli differenze tra gli Stati membri per quanto riguarda sia l’entità del fabbisogno di finanziamento delle PMI che la disponibilità di fonti di finanziamento, specie quando si tratta di investitori istituzionali. In effetti vi è una fortissima frammentazione dei mercati tra i centri e le zone periferiche dell’UE in termini di investimenti di venture capital e private equity (ossia di localizzazione delle società di portafoglio che ricevono i fondi); tali investimenti si concentrano essenzialmente in pochi Stati membri (Francia, Germania, Paesi Bassi, Danimarca e Svezia).

28 La modifica del regolamento EuVECA e del regolamento sui fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) è stata la prima misura legislativa, inserita nel piano d'azione per l'UMC, a promuovere imprese di venture capital orientate in senso transfrontaliero e a sostenere il potenziamento delle zone meno sviluppate nel mercato europeo del venture capital. Questa misura, tuttavia, è riuscita ad aumentare il numero di registrazioni dei fondi EuVECA soltanto negli Stati membri già dotati di mercati di venture capital ben sviluppati (quali Francia e Paesi Bassi).

29 L'analisi dei dati sui nuovi fondi EuVECA ed EuSEF registrati, svolta dalla Corte, nonché i colloqui tenuti con gli operatori di mercato e i portatori di interessi indicano che tuttora la maggioranza dei fondi di venture capital non usa i marchi EuVECA ed EuSEF, i quali non si sono dimostrati determinanti per l'espansione del mercato e il finanziamento delle PMI. Secondo i risultati dell'indagine svolta dalla Corte tra le autorità pubbliche dell'UE, il 22 % dei rispondenti non ritiene che le modifiche apportate nel 2017 al regolamento EuVECA abbiano incrementato il livello di investimenti nelle imprese di venture capital dell'UE, mentre il 45 % ritiene che sia ancora troppo presto per esprimere un giudizio.

30 L'istituzione dei fondi di fondi di venture capital paneuropei rappresenta una potenziale iniezione nel mercato di 410 milioni di euro tramite il bilancio dell'UE⁸. Questa misura rappresenta l'unica azione di finanziamento all'interno del piano d'azione per l'UMC. Al di fuori del piano d'azione, la Commissione è anche attiva nel finanziamento delle PMI con cospicui fondi erogati tramite programmi sottoposti a gestione centrale o concorrente. Benché la previsione di raccogliere 2,1 miliardi di euro da investitori privati o pubblici (ossia di quintuplicare, grazie all'effetto leva, l'importo versato al fondo) debba ancora concretizzarsi, le operazioni di raccolta fondi e di investimento con tre fondi di fondi stanno progredendo, con l'effetto che vengono attratti investimenti privati e crescono le dimensioni del mercato di venture capital nell'UE.

31 A sostegno dei mercati di private equity e venture capital, la Commissione ha pubblicato anche una relazione sui regimi di incentivazione fiscale per il venture capital e gli investimenti dei *business angel*, in cui sono esposte anche le migliori pratiche, e ha presentato questa relazione in due seminari. A questa azione non è stato dato ulteriore seguito negli Stati membri.

⁸ Relazione speciale n. 17/2019 della Corte dei conti europea, paragrafo 20.

32 La Commissione ha avanzato una proposta legislativa per ovviare alle disparità di trattamento fiscale per cui gli strumenti di debito risultano privilegiati rispetto agli strumenti di capitale. Nella maggior parte degli Stati membri, gli interessi sul debito e il rendimento degli strumenti di capitale sono soggetti a un trattamento differente, che ostacola lo sviluppo e l'integrazione dei mercati. Dal momento che, a differenza del rendimento degli strumenti di capitale, gli interessi sono deducibili dalla base imponibile per l'imposta sulle società, il finanziamento mediante ricorso al debito gode di un'agevolazione fiscale che influenza le decisioni finanziarie adottate da imprese e investitori. Di conseguenza, si stima che il costo del capitale in caso di finanziamento tramite fondi propri sia superiore del 45 % al costo del capitale in caso di finanziamento tramite ricorso al debito⁹.

33 La Commissione ha cercato di affrontare la questione nel quadro dell'UMC, proponendo di introdurre una riduzione d'imposta compensativa per le società riguardo all'emissione di strumenti di capitale, nell'ambito della proposta sulla base imponibile consolidata comune per l'imposta sulle società (CCCTB). La soluzione proposta, tuttavia, non è stata ancora attuata a causa del mancato accordo del Consiglio, che tuttora ha la competenza esclusiva in materia di fiscalità.

L'accesso delle PMI ai mercati pubblici deve essere migliorato

34 Rispetto alle imprese di maggiori dimensioni, le PMI hanno maggiori difficoltà a raccogliere finanziamenti con capitale di rischio sui mercati pubblici, in quanto temono di perdere la proprietà e non hanno la stessa capacità di adempiere gli obblighi di informativa e di sostenere i costi associati (che possono raggiungere il 15 % dell'importo raccolto). La Commissione ha stabilito l'obiettivo di rendere più agevole e meno costosa l'emissione di obbligazioni e azioni sui mercati pubblici, tutelando al contempo gli investitori. A tale scopo la Commissione ha varato un pacchetto di misure (cfr. [tabella 2](#)).

⁹ SWD(2015) 183 *final*.

Tabella 2 – Selezione di misure dell’UMC sottoposte ad audit che erano volte a potenziare l’accesso delle imprese ai mercati pubblici

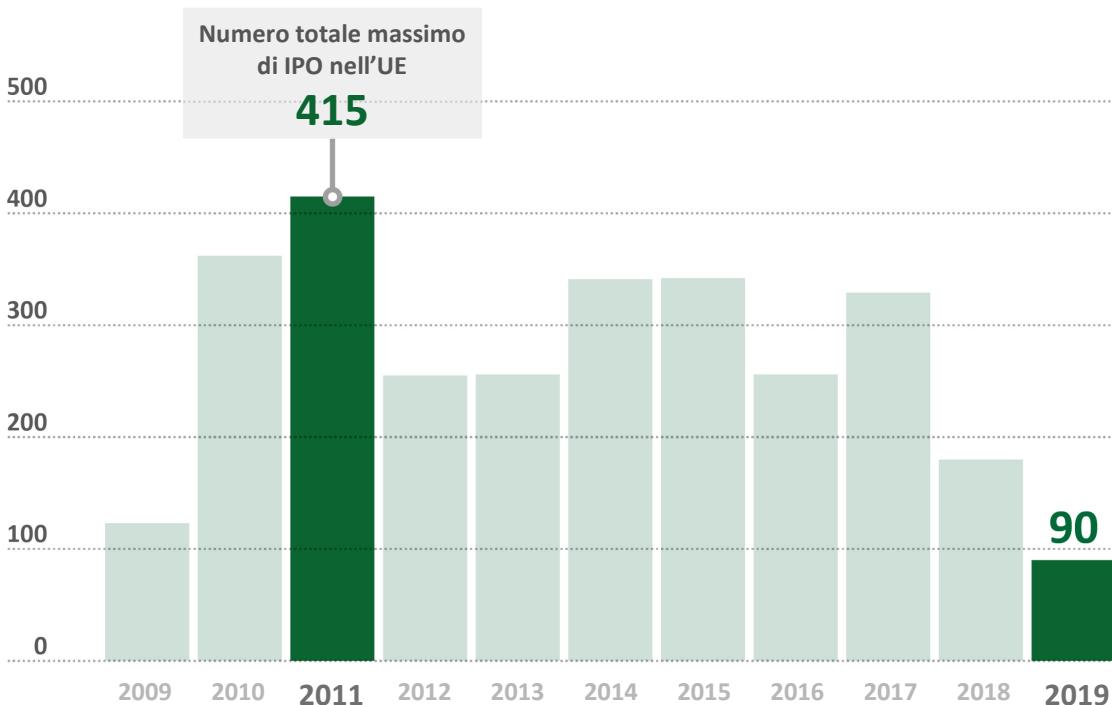
| Misure | Tipo | Azione completata a livello della Commissione? | Osservazioni della Corte dei conti europea |
|---|---------------------------------|--|--|
| Regolamento per modificare le norme relative alla pubblicazione del prospetto | Misura legislativa | Sì In vigore dal luglio 2019 | Proposta respinta in prima istanza dal comitato per il controllo normativo della Commissione a causa di motivi per cui si prevedeva un esito positivo della seconda revisione entro cinque anni; proposta accettata dopo una frettolosa ripresentazione; il prospetto è ancora considerato costoso e troppo complesso per le PMI; nessuna esenzione per l’emissione secondaria; dal luglio 2019 non si è osservato alcun aumento significativo delle ammissioni in borsa (IPO) |
| Nuovo regolamento a sostegno dei mercati di crescita per le PMI, introdotto dalla MiFID II | Misura legislativa | Sì In vigore dal gennaio 2020 | Il fatto che i responsabili delle politiche dell’UE fossero disposti a introdurre nei testi il concetto di proporzionalità a vantaggio delle PMI ha trasmesso un messaggio positivo all’ecosistema di queste ultime |
| Monitoraggio dei progressi compiuti a fronte dell’impegno dell’International Accounting Standards Board di migliorare la divulgazione, la fruibilità e l’accessibilità dei principi internazionali di informativa finanziaria | Misura non legislativa in corso | Sì | L’attività di monitoraggio sul mercato non ha dato risultati tangibili |

Fonte: Corte dei conti europea.

35 Le condizioni macroeconomiche, come la liquidità del mercato, la disponibilità degli investitori, il livello dei tassi di interesse, il tasso di crescita economica previsto, le aliquote fiscali e il tasso d’inflazione previsti, possono esercitare un impatto maggiore rispetto ai costi di pubblicazione di un prospetto e determinare la decisione di un’impresa di procedere o meno all’ammissione in borsa (*initial public offering*, IPO). Nel periodo successivo alla crisi finanziaria, il numero di IPO nell’UE ha subito oscillazioni, raggiungendo un totale di 90 IPO nel 2019, ma senza recuperare i livelli

precedenti al 2009 (cfr. *figura 4*). Nell'UE il numero massimo di IPO è stato osservato nel 2011, quando ne sono state registrate 415¹⁰.

Figura 4 – Numero totale di IPO in Europa, 2009-2019



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base di PwC, *IPO Watch Europe* 2009-2019.

36 Stando a quanto emerso dai colloqui e dalle indagini degli auditor della Corte, finora l'accesso delle PMI ai mercati pubblici non si è sensibilmente rafforzato né è divenuto meno costoso. I costi connessi alla pubblicazione del prospetto sono diminuiti soltanto lievemente e il processo rimane gravoso e lungo. Inoltre, i costi di pubblicazione del prospetto sono in gran parte riconducibili ai servizi di consulenza necessari, aspetto su cui le azioni della Commissione difficilmente incidono.

37 Peraltro, a causa delle modifiche apportate alla regolamentazione e alla scarsa armonizzazione tra le normative nazionali per le emissioni inferiori alla soglia oltre la quale vi è l'obbligo di un prospetto, permane il rischio di arbitraggio regolamentare. In effetti, le imprese che intendono raccogliere fino a 8 milioni di euro e sono stabilite in un paese in cui l'obbligo di prospetto interviene al di sopra di 1 milione di euro possono effettuare un'emissione transfrontaliera di strumenti di capitale online (*cosiddetto equity crowdfunding*) mediante una piattaforma stabilita in un altro paese che non prevede obblighi di prospetto per emissioni fino a 8 milioni di euro.

¹⁰ *IPO Watch Europe* 2011 e *IPO Watch Europe* 2019.

38 Si osserva altresì che, al momento di elaborare il piano d’azione 2015, la Commissione non ha considerato la possibilità di iniettare finanziamenti a sostegno dell’ammissione in borsa delle PMI, ad esempio sotto forma di un fondo pubblico-privato. Nel marzo 2020 ha però annunciato l’intenzione di istituire un fondo pubblico-privato destinato a investire nelle offerte pubbliche¹¹.

39 Un’altra misura prevista dal piano d’azione per l’UMC, il regolamento sui mercati di crescita per le PMI, comprendeva modifiche al regolamento relativo agli abusi di mercato e ulteriori modifiche alle norme sui prospetti, in modo da rendere più agevole per le PMI emettere titoli azionari e obbligazionari nei cosiddetti mercati di crescita per le PMI. Inoltre, la Commissione ha proposto misure supplementari per facilitare la registrazione di sistemi multilaterali di negoziazione come i mercati di crescita per le PMI e favorire la liquidità delle azioni di PMI quotate in borsa, al fine di rendere tali mercati più interessanti per gli investitori, gli emittenti e gli intermediari. La misura legislativa è stata adottata nel 2019 ed è entrata in vigore nel gennaio 2020. Il varo di questa misura costituisce un messaggio positivo per l’ecosistema delle PMI, poiché indica che i responsabili delle politiche dell’UE sono disposti a introdurre modifiche a vantaggio delle PMI.

Un impatto limitato per quanto riguarda la rimozione degli ostacoli allo scambio di informazioni

40 Gli ostacoli allo scambio di informazioni rappresentano uno dei principali problemi insiti nel mercato dei finanziamenti alle PMI, dal lato sia della domanda che dell’offerta. Dal lato della domanda, le PMI stentano a individuare le opzioni di finanziamento disponibili. Dal lato dell’offerta, gli investitori hanno difficoltà a valutare il merito di credito delle PMI. La Commissione ha cercato di affrontare entrambi questi problemi (cfr. *tabella 3*).

¹¹ Orientamenti politici per la prossima Commissione europea 2019-2024.

Tabella 3 – Selezione di misure dell’UMC sottoposte ad audit che erano volte a rimuovere gli ostacoli allo scambio di informazioni per il finanziamento delle PMI

| Misure | Tipo | Azione completata a livello della Commissione? | Osservazioni della Corte dei conti europea |
|---|------------------------|--|---|
| Incoraggiare la conclusione di un accordo tra le federazioni bancarie e le associazioni di PMI su principi generali relativi al riscontro fornito dalle banche che respingono le richieste di credito delle PMI | Misura non legislativa | Sì | L’applicazione dei principi generali è affidata alle federazioni bancarie L’accordo non è vincolante per le banche |
| Sostegno a un sistema di informazione paneuropeo per gli investitori | Misura non legislativa | Sì | La Commissione ha concluso che l’intervento dell’UE non recherebbe un valore aggiunto finché le autorità locali e nazionali non hanno prima trovato soluzioni |

Fonte: Corte dei conti europea.

41 Dal lato della domanda, la Commissione ha incoraggiato la conclusione di un accordo non vincolante tra le federazioni bancarie e le associazioni di PMI su principi generali per i riscontri forniti dalle banche sulle richieste di credito delle PMI respinte. La Corte osserva che quest’iniziativa dipende interamente dall’effettivo recepimento da parte del settore. I principi non sono ancora noti all’intero settore bancario e un riscontro di questo genere non avrebbe un impatto significativo sulle richieste di prestiti da parte delle PMI, poiché nel 2019 è stato respinto nella zona euro solo il 6 % di tali richieste.

42 Dal lato dell’offerta, i tentativi di sviluppare un sistema di informazione paneuropeo contenente informazioni sulle PMI si sono arenati, in quanto impraticabili per la mancanza di fondi e competenze. La Commissione ha concluso che un intervento dell’UE non recherebbe un valore aggiunto finché le autorità locali e nazionali non hanno prima trovato soluzioni.

43 La Corte rileva che sin dall’adozione della direttiva sulla trasparenza nel 2013 si è discusso dell’istituzione di una piattaforma digitale, estesa a tutta l’UE, per l’accesso alle informazioni finanziarie e non finanziarie pubbliche sulle imprese (il punto di accesso unico europeo). Benché il progetto potesse essere molto pertinente ai fini

dell'UMC per rimuovere gli ostacoli allo scambio di informazioni, la Commissione non lo ha inserito nel piano d'azione ma lo ha delegato all'ESMA. Nel 2017 l'ESMA ha ritenuto che il progetto non fosse più prioritario in ragione della carenza di fondi, della scarsa comparabilità dei dati sulle imprese forniti dagli Stati membri e dell'assenza di un mandato per convalidare i dati sulle imprese presentati dagli Stati membri.

Le azioni intraprese per generare nuovi prestiti bancari alle PMI non hanno prodotto effetti visibili

44 Con le misure dell'UMC comprese nell'area d'intervento per la mobilitazione della capacità bancaria, la Commissione mirava ad agevolare il finanziamento bancario a favore delle imprese e dell'economia nel suo complesso. La Corte ha valutato se le azioni della Commissione concernenti il quadro delle cartolarizzazioni, le obbligazioni garantite e i titoli garantiti europei si siano rivelate efficaci per potenziare la capacità bancaria a sostegno delle imprese dell'UE (cfr. [tabella 4](#)).

Tabella 4 – Selezione di misure dell'UMC sottoposte ad audit che erano volte a mobilitare la capacità bancaria

| Misura | Tipo | Azione completata a livello della Commissione? | Osservazioni della Corte dei conti europea |
|--|------------------------|--|---|
| Regolamento sulle cartolarizzazioni | Misura legislativa | Sì In vigore dal 2019 | Lungo iter legislativo (due anni); il processo per la potenziale inclusione della cartolarizzazione sintetica è in forte ritardo; i ritardi nell'elaborazione del diritto derivato e degli orientamenti hanno inciso negativamente sull'emissione di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate nel breve periodo |
| Direttiva sulle obbligazioni garantite | Misura legislativa | Sì Applicabile a decorrere dal 2022 | Qualsiasi valutazione sarebbe prematura |
| Titoli garantiti europei | Misura non legislativa | Sì | La relazione dell'Autorità bancaria europea sui titoli garantiti europei è stata pubblicata, ma non ha avuto alcun seguito |

Fonte: Corte dei conti europea.

45 Dal momento che di solito le PMI non hanno accesso diretto ai mercati dei capitali, un mercato delle cartolarizzazioni funzionante consente di trasformare i prestiti di natura illiquida in titoli negoziabili. Si può pertanto considerare tale mercato uno strumento di finanziamento indiretto per le PMI. La misura, compresa nel piano

d'azione per l'UMC, del nuovo quadro per una cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (STS) era un'iniziativa promossa tanto dall'autorità di regolamentazione quanto dal settore per creare essenzialmente uno standard di riferimento che segnalasse cartolarizzazioni di qualità più elevata.

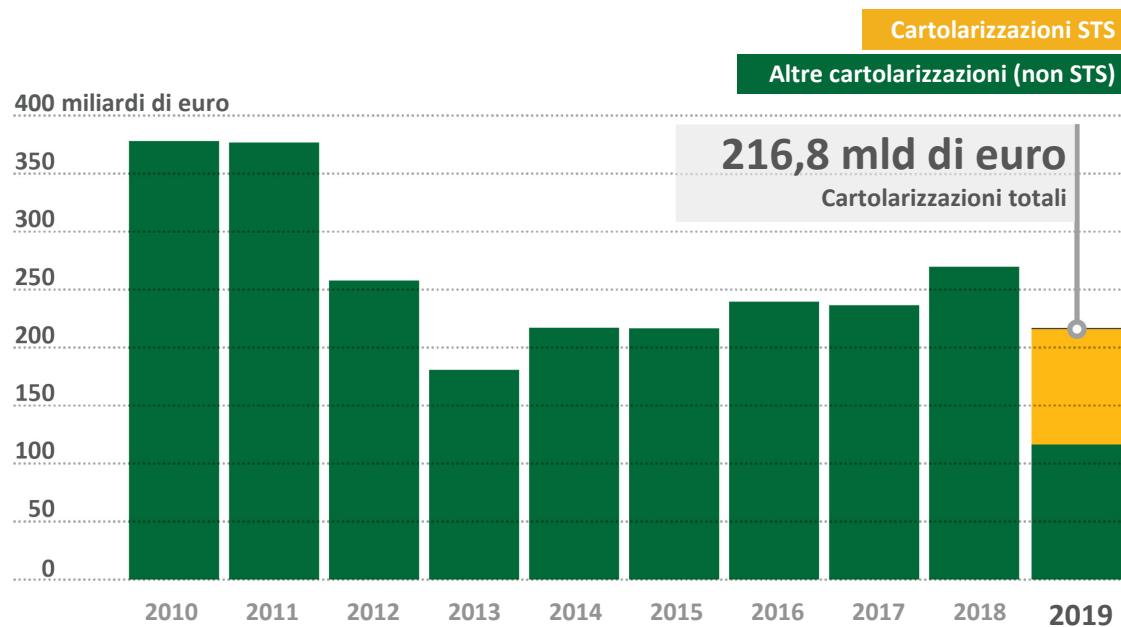
46 Benché la Commissione considerasse questa proposta tra le più facili da realizzare nell'ambito del piano d'azione per l'UMC, ci sono voluti più di due anni per l'iter legislativo. Sebbene il regolamento sulla cartolarizzazione STS sia in vigore dal gennaio 2019, il diritto derivato e gli orientamenti necessari per interpretarlo e assicurarne il rispetto hanno preso effetto solo nel settembre 2020.

47 La Corte rileva che, nella valutazione d'impatto del regolamento sulle cartolarizzazioni, la Commissione non ha fornito né dati né stime sulla quota del mercato europeo delle cartolarizzazioni che avrebbe soddisfatto i nuovi criteri di semplicità, trasparenza e standardizzazione. La mancanza di chiarezza giuridica, dovuta ai ritardi nell'adozione del diritto derivato e degli orientamenti, ha inciso negativamente sulle operazioni STS nel breve periodo¹² (la prima di queste operazioni è stata effettuata il 21 marzo 2019, quasi tre mesi dopo la data di applicazione), ma la situazione è gradualmente migliorata e alla fine dell'anno erano state concluse 143 cartolarizzazioni. A giugno del 2020 erano state inviate altre 165 notifiche, portando il totale a 308.

48 Nel 2019, il nuovo marchio STS ha interessato quasi la metà della quota di mercato dell'UE (46 %, con circa 100 miliardi di euro; cfr. [figura 5](#)), ma nel complesso il mercato delle cartolarizzazioni non ha mostrato segni di crescita. Le operazioni di cartolarizzazione rimangono largamente concentrate in classi di attività tradizionali, come mutui ipotecari e prestiti per l'acquisto di automobili.

¹² Aggiornamento normativo EUROFI, Relaunching securitisation in the EU, aprile 2020, pag. 21.

Figura 5 – Cartolarizzazioni emesse in Europa, 2010-2019 (in miliardi di euro)



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base dei dati dell'Associazione per i mercati finanziari in Europa e di stime di mercato.

49 Per quanto riguarda i risultati ottenuti, la Corte rileva che l'emissione di cartolarizzazioni relative alle PMI risente ancora della crisi finanziaria del 2007/2008 e rimane a livelli modesti (nel 2019, il 10,6 % delle emissioni totali, cfr. *figura 6*). Nel 2019 il volume totale di emissioni per operazioni relative alle PMI (23 miliardi di euro) è stato inferiore ai livelli del 2007/2008 e del periodo 2014-2015 precedente all'UMC; a giugno del 2020 la cartolarizzazione di prestiti alle PMI aveva costituito appena l'1 % delle operazioni STS. Inoltre le cartolarizzazioni relative alle PMI si concentrano in pochi Stati membri (Belgio, Italia e Spagna, stando ai volumi in essere a giugno 2020).

Figura 6 – Emissione di cartolarizzazioni relative alle PMI europee, 2000-2019 (volume in miliardi di euro e incidenza percentuale sulle cartolarizzazioni totali)



N.B. Nel primo trimestre del 2020 non sono state effettuate cartolarizzazioni relative alle PMI.

Fonte: Corte dei conti europea sulla base dei dati dell'Associazione per i mercati finanziari in Europa e dell'OCSE.

50 La Corte rileva che, nel dicembre 2019, il Consiglio ha chiesto alla Commissione di valutare l'opportunità di creare marchi UE, tra cui “cartolarizzazioni PMI”, “titoli garantiti europei per le PMI”, “fondi di investimento per le PMI” e fondi che concedono prestiti al fine di migliorare le condizioni di finanziamento per le PMI¹³. Inoltre la Commissione, insieme al gruppo BEI, ha introdotto società veicolo per la cartolarizzazione per favorire il finanziamento delle PMI, soprattutto nella regione dell'Europa centrale, orientale e sudorientale (ECOSO). Queste operazioni non hanno però indotto un incremento della partecipazione privata.

¹³ Conclusioni del Consiglio sull'approfondimento dell'UMC, 5 dicembre 2019.

Impegno insufficiente nello sviluppare i mercati dei capitali locali

51 Il buon funzionamento dei mercati locali favorisce gli investimenti e i finanziamenti del settore privato, portando da ultimo alla crescita economica e a una maggiore occupazione¹⁴. I mercati dei capitali dell'UE rimangono eterogenei e concentrati nell'Europa occidentale e settentrionale (cfr. *figura 1*).

52 Il piano d'azione per l'UMC è teso a sviluppare i mercati dei capitali locali potenziandone le capacità specifiche e agevolandone l'integrazione. Le misure strategiche adottate devono tuttavia rispettare rigorosamente il principio di sussidiarietà. Le autorità nazionali e regionali sono le prime responsabili dello sviluppo dei mercati locali.

53 La Commissione offre anche fonti di finanziamento (come venture capital o garanzie su prestiti) per sostenere le PMI con programmi gestiti a livello centrale dalla Commissione europea stessa (come il programma per la competitività delle imprese e delle PMI – COSME) oppure mediante i Fondi strutturali e d'investimento europei in regime di gestione concorrente (ossia fondi la cui gestione è condivisa tra l'UE e gli Stati membri). Queste azioni non rientrano nel piano d'azione per l'UMC. Il sostegno dell'UE abbraccia un'ampia gamma di strumenti finanziari (strumenti di capitale e di debito, garanzie su prestiti e venture capital, potenziamento delle capacità e strumenti di condivisione del rischio)¹⁵.

54 La Commissione può promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali locali anche tramite il semestre europeo, un ciclo annuale di coordinamento delle politiche economiche e di bilancio introdotto nel 2010 per migliorare la sostenibilità economica e sociale dell'UE. Ogni anno, la Commissione effettua un'analisi delle riforme di bilancio, macroeconomiche e strutturali pianificate da ciascun paese; trasmette poi agli Stati membri raccomandazioni specifiche per paese (RSP) per i 12-18 mesi successivi, che sono approvate e formalmente adottate dal Consiglio.

¹⁴ OCSE, "Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors", settembre 2015; "Report of the Vienna Initiative Working Group on Capital Markets".

¹⁵ Relazione speciale n. 17/2019 e relazione speciale 02/2020 della Corte dei conti europea.

55 Nell'ambito dell'SRSP, l'UE offre assistenza tecnica agli Stati membri per le riforme istituzionali, amministrative e di sostegno alla crescita, in cui rientra anche lo sviluppo dei rispettivi mercati dei capitali. L'SRSP è basato sulla domanda: in altri termini, sono gli Stati membri a scegliere se presentare o meno alla Commissione proposte di progetti in vista del loro finanziamento.

56 La Corte ha valutato se:

- a) la Commissione si sia dotata di una strategia organica per promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali locali;
- b) il semestre europeo sia stato utilizzato per favorire le riforme correlate all'UMC negli Stati membri;
- c) l'assistenza tecnica fornita nel quadro dell'SRSP abbia effettivamente contribuito allo sviluppo dei mercati dei capitali.

Manca una strategia organica per lo sviluppo dei mercati dei capitali locali

57 Nella revisione intermedia dell'UMC, svolta nel 2017, la Commissione ha previsto l'elaborazione di una strategia organica dell'UE per lo sviluppo dei mercati dei capitali locali e regionali in tutta l'Unione. Si trattava di una delle nove nuove azioni prioritarie previste dal programma per l'UMC. La Commissione non ha pubblicato una relazione strategica separata come aveva fatto nel marzo 2018, ad esempio, per la finanza sostenibile e le tecnologie finanziarie¹⁶. Si è invece limitata a esporre¹⁷, con un ritardo di nove mesi, le azioni che potrebbero essere adottate a livello nazionale e regionale per sviluppare i mercati dei capitali. Sono rimaste così deluse le aspettative suscite dalla revisione intermedia (cfr. [allegato III](#)). Non si trattava di una strategia che delineasse una prospettiva a lungo termine in merito a tutti i segmenti dei mercati dei capitali in maniera esaustiva e non prevedeva alcuna azione concreta che la Commissione avrebbe dovuto intraprendere.

¹⁶ *Financing a sustainable European Economy – Final report 2018.*

¹⁷ SWD(2019) 99 final.

58 La maggior parte delle autorità degli Stati membri che hanno risposto all'indagine della Corte ritiene che il piano d'azione per l'UMC abbia adottato, in larga misura, un approccio indifferenziato, senza promuovere specificamente lo sviluppo dei mercati locali (cfr. *tabella 5*).

Tabella 5 – Osservazioni degli Stati membri sull'approccio ai mercati dei capitali locali e regionali adottato nell'ambito dell'UMC

| Europa occidentale e settentrionale | Europa meridionale | Europa centrale e orientale |
|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> “Il piano d'azione per l'UMC mirava a promuovere la convergenza tra i mercati dei capitali dell'UE e ad agevolare il flusso transfrontaliero di capitali anziché promuovere specificamente lo sviluppo dei mercati locali. A nostro avviso, mira a incrementare globalmente la liquidità e lo spessore dei mercati”. “Non sembra che questo aspetto sia stato oggetto di un'attenzione particolare. Alcune proposte avrebbero addirittura messo a repentaglio, nei mercati dei capitali, segmenti nazionali o regionali consolidati ed efficienti”. | <ul style="list-style-type: none"> “Si tratta piuttosto di un approccio indifferenziato”. “Ci saremmo aspettati ulteriori misure per i mercati dei capitali locali”. | <ul style="list-style-type: none"> “Le azioni legislative per l'UMC non sono state proporzionate, né hanno tenuto conto delle dimensioni dei mercati dei capitali meno sviluppati”. “Si poteva prestare maggiore attenzione agli interessi dei mercati più piccoli e meno sviluppati”. “In realtà, a nostro parere, l'iniziativa dell'UMC tende alla centralizzazione e quindi è fortemente incentrata sui mercati più sviluppati”. “Le iniziative dell'UMC erano indirizzate soprattutto ai mercati più importanti e sviluppati, mentre i mercati più piccoli e meno sviluppati ne hanno tratto benefici minori. Neppure le piccole imprese (microimprese) hanno ottenuto i vantaggi previsti (onere normativo inferiore)”. “È necessario elaborare le misure in modo che vadano a vantaggio non solo dei centri finanziari già forti, ma anche dei mercati dei capitali delle economie più piccole dell'UE”. “Nelle soluzioni pratiche il principio delle esigenze locali non si è concretizzato”. |

N.B. Dieci risposte illustrate tra i 17 ministeri delle Finanze che hanno risposto all'indagine della Corte; risposte simili sono state fornite dalle ANC e dalle banche centrali.

Fonte: indagine della Corte dei conti europea.

Il potenziale del semestre europeo non è sfruttato appieno per promuovere le riforme dei mercati dei capitali

59 La Corte ha verificato se le relazioni per paese avessero identificato gravi rischi per quanto riguarda lo sviluppo dei mercati dei capitali e se la Commissione avesse trasmesso raccomandazioni specifiche per paese (RSP) agli Stati membri con mercati dei capitali poco sviluppati.

60 Nel campione estratto, la Corte ha rilevato che le relazioni per paese avevano individuato gravi rischi e hanno offerto una buona base per formulare raccomandazioni specifiche per paese finalizzate allo sviluppo dei mercati dei capitali e a un migliore accesso a fonti alternative di finanziamento per le imprese. In alcuni casi, tuttavia, le sfide presenti in ambiti quali l’evoluzione, la governance e la vigilanza del mercato avrebbero potuto essere meglio rispecchiate nelle relazioni per paese del 2018 o del 2019. Inoltre, nessuna relazione per paese del campione della Corte comprendeva indicatori specifici riguardanti i mercati dei capitali nazionali.

61 La Corte ha osservato che, durante il periodo 2016-2019 (ossia dopo l’adozione del piano d’azione per l’UMC), nove Stati membri sono stati invitati ad attuare riforme mirate ai mercati dei capitali e a un migliore accesso ai finanziamenti non bancari. L’*allegato IV* contiene l’elenco delle raccomandazioni esaminate dalla Corte.

62 Dall’analisi condotta sui mercati dei capitali meno sviluppati dell’UE emerge (cfr. *allegato V*) che, per almeno quattro anni consecutivi, la Commissione non ha raccomandato l’attuazione di riforme direttamente correlate a questo aspetto in dieci Stati membri, benché questi abbiano ancora un mercato dei capitali meno sviluppato rispetto alla media UE. In cinque di questi casi (Bulgaria, Croazia, Grecia, Lettonia e Slovacchia), la Commissione ha proposto raccomandazioni relative a sfide più vaste riguardanti il settore finanziario, come la vigilanza dei servizi finanziari o il sistema giudiziario, che possono incidere – benché in maniera per lo più indiretta – sul mercato dei capitali locali. Quindi, per cinque Stati membri con mercati dei capitali meno sviluppati non è stata formulata alcuna RSP che fosse direttamente o indirettamente connessa agli obiettivi dell’UMC¹⁸.

¹⁸ Cechia, Estonia, Ungheria, Polonia e Romania.

63 Anche se la Corte riconosce che il tema dei mercati dei capitali è solo una delle numerose sfide strategiche da affrontare nel processo del semestre europeo, i criteri e la ratio in base ai quali si è stabilita la priorità dei settori per cui proporre RSP non sono chiaramente documentati dalla Commissione¹⁹. Inoltre, la Corte non ha rinvenuto raccomandazioni specifiche volte a promuovere l'integrazione transfrontaliera dei mercati dei capitali locali per la definizione e l'attuazione delle riforme pertinenti.

64 In linea con la relazione speciale della Corte sul semestre europeo²⁰, si è inoltre notato che in una RSP le riforme riguardanti l'UMC erano frammiste ad altri settori d'intervento, talvolta del tutto estranei (ad esempio l'occupazione e l'inclusione sociale). Per di più, le RSP riguardanti i mercati dei capitali erano sprovviste di valori obiettivo rispetto ai quali misurare i progressi compiuti, sulla base di un preciso calendario per l'attuazione²¹.

65 Per quanto riguarda le RSP del 2016, 2017 e 2018 relative all'UMC, la Corte ha constatato che, come emerge dalla valutazione della Commissione, i progressi compiuti a fine 2019 erano parziali. Nessuno degli Stati membri interessati aveva attuato pienamente o sostanzialmente le riforme raccomandate, a indicazione del fatto che il termine di attuazione era troppo ravvicinato o che c'era un problema di titolarità nazionale a livello degli Stati membri per l'attuazione delle RSP.

L'assistenza tecnica è largamente apprezzata, ma i risultati si fanno ancora attendere

66 La Corte ha valutato se gli Stati membri con mercati meno sviluppati abbiano tratto vantaggio da progetti svolti nell'ambito dell'SRSP e se tali progetti abbiano prodotto valore aggiunto e risultati positivi negli Stati membri.

67 Nel piano d'azione per l'UMC, la Commissione si è impegnata a sviluppare una strategia per fornire assistenza tecnica agli Stati membri, allo scopo di promuovere la capacità dei mercati dei capitali entro il terzo trimestre del 2016, misura che andava a integrare la strategia complessiva dell'UE per i mercati dei capitali locali e regionali (cfr. paragrafo 57). Nel settembre 2016, tuttavia, in attesa dell'adozione del

¹⁹ Relazione speciale n. 16/2020 della Corte dei conti europea, paragrafi 49-50.

²⁰ Relazione speciale n. 16/2020 della Corte dei conti europea, riquadro 5.

²¹ Relazione speciale n. 16/2020 della Corte dei conti europea, paragrafi 51, 63 e raccomandazione 4.

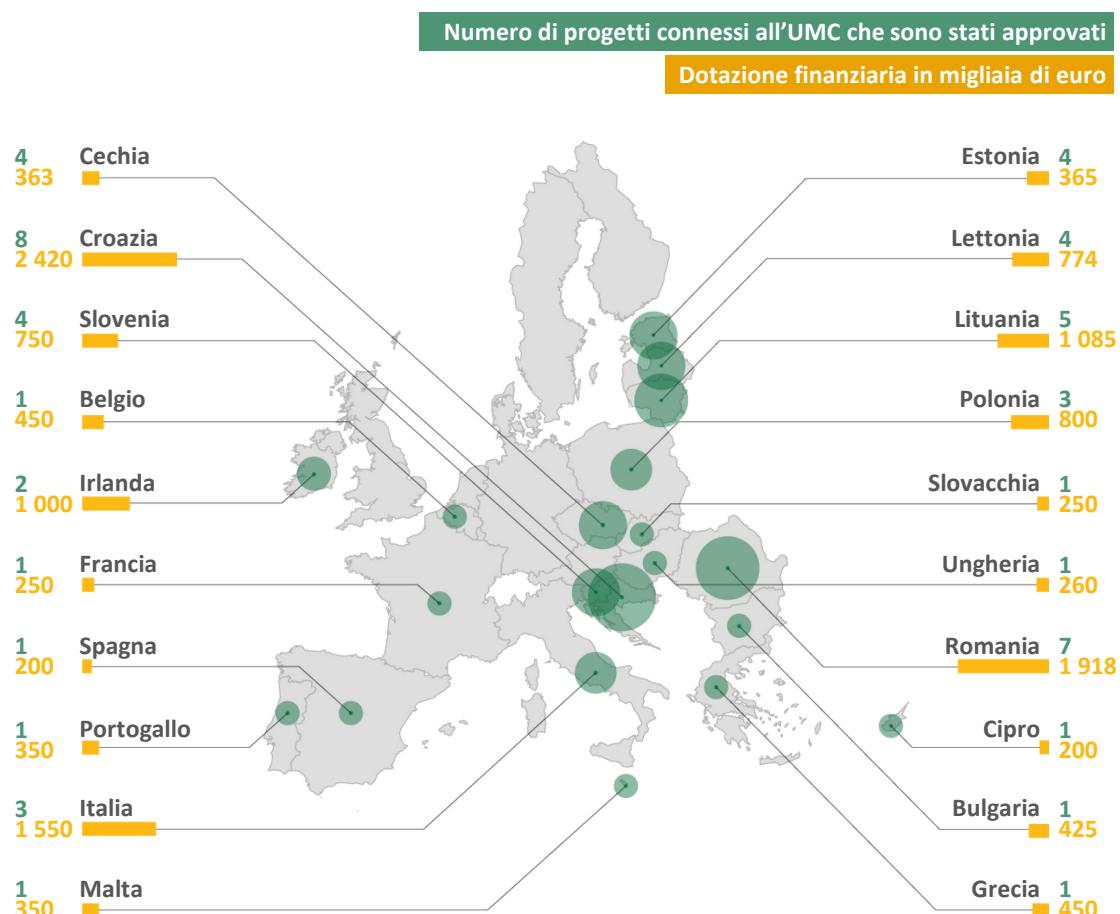
regolamento SRSP, la Commissione ha comunicato di aver sviluppato la capacità per fornire assistenza tecnica e che avrebbe collaborato con gli Stati membri per individuare i settori prioritari; non aveva però pubblicato alcun documento strategico.

68 Il sostegno dell'SRSP è basato sulla domanda e non comporta il cofinanziamento da parte degli Stati membri. Copre l'intero ciclo del processo, dalla preparazione alla progettazione e fino all'attuazione del progetto. Nel periodo 2016-2019, l'SRSP e la relativa azione preparatoria hanno finanziato 54 progetti connessi all'UMC per un valore totale di 14,31 milioni di euro in 20 Stati membri.

69 Per quanto riguarda le motivazioni addotte dalle autorità nazionali che hanno richiesto l'assistenza tecnica, tutte le dieci richieste del campione della Corte indicavano l'attuazione dell'UMC come priorità dell'Unione. In metà di questi casi (cinque richieste) le autorità hanno affermato che la richiesta era in linea con il proprio programma di riforme. Solo uno Stato membro del campione (Lituania) aveva ricevuto una RSP connessa all'UMC e la richiesta per il progetto ravvisava in tale RSP una circostanza attinente. Altri due Stati membri (Bulgaria e Italia) avevano ricevuto RSP di più ampio respiro (riguardanti l'insolvenza e la vigilanza), ma le loro richieste non erano collegate a queste RSP.

70 La *figura 7* indica il numero di progetti approvati e la relativa dotazione in ciascuno Stato membro. La figura mostra la presenza di notevoli differenze tra i paesi con mercati dei capitali meno sviluppati (ad esempio tra Croazia e Romania da un lato, e Bulgaria, Ungheria e Slovacchia dall'altro).

Figura 7 – Numero di progetti connessi all’UMC approvati e relativa dotazione per Stato membro, 2016-2019



Fonte: Corte dei conti europea, sulla base di dati SRSS.

71 L’SRSS è riuscito a sostenere più di un progetto connesso all’UMC in nove Stati membri. La Corte ha però constatato che sei Stati membri (Slovacchia, Bulgaria, Ungheria, Grecia, Cipro e Austria) con mercati dei capitali meno sviluppati avevano attuato uno o nessun progetto connesso all’UMC. Tre di essi avevano presentato un ridotto numero di richieste (una sola ciascuna da parte della Slovacchia e della Bulgaria) oppure non ne avevano presentata alcuna (Austria).

72 Benché la logica d’intervento dell’SRSR non fosse orientata formalmente alle esigenze specifiche dei mercati dei capitali dell’UE, gli obiettivi dell’UMC sono stati presi in considerazione in ogni singolo progetto. Inoltre, nei progetti selezionati emerge chiaramente un nesso con le esigenze nazionali individuate. I progetti inoltre affrontavano gran parte delle priorità delle azioni strategiche, identificate dall’iniziativa di Vienna nel 2018²². La Corte rileva che, all’interno del gruppo dei paesi ECOSO, è

²² Report of the Vienna Initiative Working Group on Capital Markets, pag. 67.

stata selezionata soltanto una (Cechia) delle sei richieste presentate riguardanti l’alfabetizzazione finanziaria, che costituisce un problema cruciale per i mercati dei capitali meno sviluppati (cfr. paragrafo 82). Gli altri sono stati respinti in parte per la scarsa maturità del progetto.

73 L’SRSS intendeva adottare, per la sequenza degli interventi, un approccio graduale articolato in tre fasi: dapprima un’analisi esaustiva dell’attuale stato di sviluppo dei mercati dei capitali, poi un’assistenza per migliorare l’accesso alle infrastrutture di mercato e, infine, sforzi di sostegno per ispessire e ampliare l’accesso ai mercati dei capitali. A tale scopo l’SRSS ha stabilito sette ampi settori e 26 tipi di progetti connessi all’UMC potenzialmente suscettibili di sostegno²³. Il documento in cui si delineava tale approccio è stato trasmesso agli Stati membri selezionati visitati in loco nel 2017 e nel 2018.

74 In sei dei 13 Stati membri con mercati dei capitali relativamente meno sviluppati (Lituania, Slovenia, Slovacchia, Ungheria, Grecia e Cipro), l’SRSS non ha seguito rigorosamente quest’approccio. Ciò non significa, tuttavia, che i progetti selezionati non fossero pertinenti o non promuovessero lo sviluppo dei mercati dei capitali. Sebbene per questi Stati membri non esistesse né un’analisi né una strategia riguardanti i mercati dei capitali, l’SRSS ha approvato progetti da loro presentati che erano rivolti a settori specifici dei rispettivi mercati dei capitali.

75 A marzo 2020, solo due richieste multinazionali erano state presentate dagli Stati membri, entrambe da Estonia, Lettonia e Lituania (cfr. *riquadro 1*). Queste sono state approvate nell’ambito dell’SRSP. Nonostante le ardue sfide poste dal coordinamento di tali progetti in tutti gli Stati membri interessati, l’impatto e i risultati potenziali nella regione possono essere significativi.

Riquadro 1

Obbligazioni garantite – riforme giuridiche e normative

Insieme alla BERS, l’SRSS (ora DG REFORM) sta sostenendo gli Stati baltici mediante l’introduzione di un quadro panbaltico di obbligazioni garantite, che contribuisca a creare nella regione mercati dei capitali ben funzionanti e più vasti, a schiudere alle banche opzioni di finanziamento a lungo termine e a incrementare il livello di prestito a favore delle economie. Si prevede che ciascuno Stato baltico si doti di una propria

²³ SRSS, Commissione europea: *Technical assistance in the area of Capital Markets Union*, 1^a versione, aprile 2017.

legislazione sulle obbligazioni garantite, nonché della relativa regolamentazione derivata, in modo da realizzare un'emissione panbaltica di obbligazioni garantite sulla base di questo quadro globale. In Estonia la legge sulle obbligazioni garantite è stata adottata dal parlamento nel febbraio 2019, ma sono necessari ulteriori emendamenti per integrarvi appieno la prospettiva panbaltica e allineare la legge al pacchetto legislativo dell'UE in materia di obbligazioni garantite. Il diagramma seguente illustra il funzionamento del quadro delle obbligazioni garantite:



Fonte: BERS.

76 Per quanto riguarda la realizzazione nei tempi previsti e il rispetto delle tappe intermedie, la Corte ha rilevato varie carenze nei progetti compresi nel campione. In quasi tutti questi progetti, le fasi di aggiudicazione e attuazione sono durate più a lungo di quanto inizialmente previsto e si sono registrati ritardi nella presentazione delle realizzazioni finali rispetto al programma iniziale contenuto nell'analisi SRSS. Cinque progetti hanno richiesto (o si prevede che richiedano) molto tempo (fra i 30 e i 40 mesi) in tutto per essere portati a termine a contare dalla presentazione delle richieste, soprattutto a causa dei suddetti ritardi.

77 Per quanto riguarda i risultati conseguiti, non è ancora possibile trarre conclusioni poiché, alla fine dell'audit, gran parte dei progetti era ancora in fase di attuazione. Analogamente, la maggior parte delle autorità degli Stati membri che hanno risposto all'indagine della Corte (57 %) non si è espressa sull'importanza dell'assistenza tecnica ricevuta, nella convinzione che occorra più tempo per giungere a una valutazione fondata. La Corte ha tuttavia rilevato risultati contrastanti all'interno del campione. Per metà degli otto progetti completati i) non tutte le raccomandazioni inizialmente formulate dal contraente sono state poi recepite nella relazione finale o prese in considerazione per l'attuazione da parte delle autorità nazionali e ii) l'attuazione complessiva delle raccomandazioni inserite negli studi è piuttosto modesta.

78 In forza del regolamento SRSP, l'SRSS monitora i risultati dell'assistenza tecnica che fornisce. A tal fine, l'SRSS invia due questionari alle autorità beneficiarie. Gli operatori di mercato non coinvolti nell'attuazione del progetto non sono stati invitati a partecipare, benché siano nella posizione per esprimere un parere indipendente, pratico e di più ampio respiro.

La Commissione ha intrapreso alcune iniziative nell'ambito del proprio mandato, ma non ha trattato a fondo il problema delle principali barriere transfrontaliere

79 Gli investimenti transfrontalieri sono ostacolati dalla frammentazione del mercato europeo lungo le frontiere nazionali. La scarsa integrazione dei mercati si rispecchia nella modesta proporzione di attività detenute da fondi di investimento collettivi (OICVM e FIA) registrati per la vendita in più di tre paesi. Le statistiche indicano che in Europa il mercato dei fondi di investimento collettivi è cresciuto, ma l'attività del mercato si concentra in alcuni paesi²⁴. A giugno del 2017, circa il 70 % di tutte le attività gestite era detenuto da fondi di investimento registrati per la vendita unicamente nel mercato nazionale²⁵.

²⁴ Cfr., per esempio, *EFAMA Quarterly Statistical Release*, marzo 2019, n. 76; *ESMA Annual Statistical Report 2020*; *ALFI, Global Fund Distribution 2019*.

²⁵ COM(2018) 92 *final*.

80 Nella relazione del 24 marzo 2017²⁶, la Commissione e gli Stati membri individuano tre tipi di barriere che ostacolano il flusso transfrontaliero di capitali in fasi differenti del ciclo di investimento. Dalla relazione è scaturita una tabella di marcia congiunta per le azioni, in cui sono prese in considerazione solo le barriere che gli Stati membri erano pronti ad affrontare. Nel quadro del piano d'azione per l'UMC, la Commissione ha istituito nel 2016 un gruppo di esperti, lo European Post Trade Forum (EPTF), per intraprendere un'ampia valutazione dei progressi compiuti nel settore della post-negoziazione dei titoli e nella rimozione degli ostacoli individuati dalla relazione Giovannini (inefficienze negli accordi transfrontalieri di compensazione e regolamento individuate nel 2001 e nel 2003)²⁷. Alcune delle barriere individuate dalla Commissione e dagli Stati membri sono state segnalate anche dall'EPTF nella sua successiva relazione del 15 maggio 2017²⁸. Come si evince da queste due relazioni, molte delle barriere che ostacolano i flussi transfrontalieri di capitali rimangono irrisolte da decenni.

81 Sulla base delle due relazioni, la Commissione ha proposto misure legislative e non legislative per ridurre le barriere che ostacolano i flussi di capitali transfrontalieri. La Corte ha sottoposto ad audit alcune misure comprese nell'UMC, riguardanti l'alfabetizzazione finanziaria degli investitori e in particolare delle PMI, il diritto fallimentare e le ritenute alla fonte (cfr. *figura 8*).

²⁶ COM(2017) 147 *final*.

²⁷ The Giovannini Group (novembre 2001), *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*.

²⁸ COM(2015) 468 *final*.

Figura 8 – Azione intrapresa per superare le barriere agli investimenti transfrontalieri

| Educazione finanziaria |  | Diritto fallimentare |  | Ritenuta alla fonte |  |
|--|---|--|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> Documento informale sull’alfabetizzazione finanziaria preparato da un sottogruppo di 18 Stati membri guidati dalla Croazia | | <ul style="list-style-type: none"> Direttiva sulla ristrutturazione preventiva e la seconda opportunità Proposta di regolamento sulla legge applicabile all’opponibilità ai terzi della cessione dei crediti Comunicazione sulla legge applicabile agli effetti patrimoniali delle operazioni su titoli | | <ul style="list-style-type: none"> Codice di condotta sulla ritenuta alla fonte Attività di monitoraggio e seminari con gli Stati membri | |

Fonte: Corte dei conti europea.

La Commissione avrebbe potuto adoperarsi maggiormente per promuovere l’alfabetizzazione finanziaria tra le PMI

82 Le indagini OCSE sull’alfabetizzazione finanziaria confermano che, all’interno dell’UE, i livelli di alfabetizzazione finanziaria misurati in termini di conoscenze, comportamenti e atteggiamenti al riguardo rimangono eterogenei. Emerge anche che sull’alfabetizzazione finanziaria incidono il genere, l’età, le competenze digitali e la resilienza finanziaria²⁹. Tale eterogeneità dei livelli di alfabetizzazione finanziaria risulta evidente anche tra le PMI. Il sondaggio SAFE della Banca centrale europea³⁰ rivela che la maggior parte dei dirigenti di piccole imprese si trova a disagio a discutere di finanziamenti con i fornitori di venture capital e strumenti di capitale anziché con le banche. Questa condizione è più pronunciata nell’Europa centrale ed orientale rispetto al resto dell’UE.

²⁹ OCSE/INFE (2020), *International Survey of Adult Financial Literacy*.

³⁰ Iniziativa di Vienna, *Report by the Working Group on Capital Markets Union*, 12 marzo 2018. <http://vienna-initiative.com/resources/themes/vienna/wp-content/uploads/2018/03/VI-CMU-Working-Group-Final-Report-March-2018.pdf>.

83 Sebbene il piano d’azione per l’UMC non contenesse alcun impegno specifico per affrontare il problema dell’alfabetizzazione finanziaria, la Commissione e gli Stati membri hanno ravvisato nei livelli insufficienti di alfabetizzazione finanziaria una barriera che scoraggia gli investitori dal mantenere o incrementare la propria esposizione transfrontaliera. Nella tabella di marcia congiunta, la Commissione e gli Stati membri si sono impegnati a “iniziare a scambiare le migliori prassi in materia di programmi di alfabetizzazione finanziaria, tenendo conto della dimensione transfrontaliera”.

84 Conformemente a tale impegno, un sottogruppo di 18 Stati membri presieduto dalla Croazia ha assunto il relativo compito e nel 2018 ha stilato un documento informale, approvato dal gruppo di esperti congiunto della Commissione e degli Stati membri, sulle barriere che ostacolano la libera circolazione di capitali. Il documento informale, tra l’altro, raccomanda agli Stati membri di misurare i livelli di alfabetizzazione finanziaria e di attuare programmi accessibili di educazione finanziaria fondati su elementi concreti. Il documento rileva inoltre che mancano iniziative per trattare la dimensione transfrontaliera delle PMI. Inoltre, la dimensione transfrontaliera dell’alfabetizzazione finanziaria delle PMI sarebbe difficile da affrontare in quanto resta ancora molto da fare a livello nazionale. Alcuni Stati membri hanno invitato l’UE a occuparsi di questa importante questione.

85 Nel settore dell’educazione finanziaria, la competenza primaria spetta agli Stati membri. Le raccomandazioni del documento informale non precisano il modo in cui l’UE dovrebbe esercitare la propria competenza a sostegno degli Stati membri per promuovere l’alfabetizzazione finanziaria, anche tra le PMI. La Commissione non ha ancora deciso come procedere. Nell’indagine svolta dalla Corte tra le autorità pubbliche, il 73 % degli intervistati ha espresso il parere che la Commissione, assieme agli Stati membri, avrebbe dovuto proporre e finanziare azioni concrete all’interno dell’iniziativa per l’UMC allo scopo di migliorare l’alfabetizzazione finanziaria tra imprenditori e investitori al dettaglio. Allo stesso tempo, tuttavia, si riscontrava uno scarso sostegno da parte degli Stati membri, e proprio per questo l’attività del gruppo di esperti sulle barriere alla libera circolazione dei capitali è stata temporaneamente sospesa nel 2018³¹.

³¹ Verbale del comitato per i servizi finanziari, 3 maggio 2018.

86 La Corte rileva che il documento informale del gruppo di esperti sull’alfabetizzazione finanziaria non ha preso sistematicamente in considerazione in che modo le piattaforme e i programmi di finanziamento dell’UE esistenti, tra cui la rete Enterprise Europe e il polo europeo di consulenza sugli investimenti, sono già utilizzati per promuovere l’alfabetizzazione finanziaria, né come si potrebbero sfruttare più efficacemente a tal fine. Ad esempio, la rete Enterprise Europe, varata dalla Commissione nel 2008, è concepita per aiutare le imprese a innovare e crescere su scala internazionale, tra l’altro fornendo consulenze su aspetti finanziari e finanziamenti. Analogamente, i servizi disponibili tramite il polo europeo di consulenza sugli investimenti comprendono la consulenza finanziaria volta a migliorare la capacità delle imprese di accedere a fonti di finanziamento adeguate³².

È improbabile che le azioni della Commissione conducano a una sostanziale convergenza delle procedure di insolvenza

87 Quadri in materia di insolvenza robusti ed efficienti favoriscono le operazioni transfrontaliere nei mercati dei capitali. Secondo il piano d’azione per l’UMC, l’inefficienza e le differenze che caratterizzano le normative sull’insolvenza ostacolano attualmente la valutazione del rischio di credito da parte degli investitori, in particolare in caso di investimenti transfrontalieri. La Commissione osserva che la convergenza delle procedure di insolvenza e di ristrutturazione migliorerebbe la certezza giuridica per gli investitori transfrontalieri, incoraggiando in tal modo una maggiore attività transfrontaliera.

88 Come annunciato nel piano d’azione per l’UMC e nella sua revisione intermedia, la Commissione ha proposto due iniziative legislative e una non legislativa in materia di insolvenza.

- La direttiva sulla ristrutturazione precoce e la seconda opportunità³³ fissa essenzialmente norme minime per le procedure che ristrutturano imprese sane prima che diventino insolventi e per le procedure che conducono all’esdebitazione.

³² <https://eiah.eib.org/about/index>.

³³ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l’esdebitazione e le interdizioni e misure volte ad aumentare l’efficienza delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull’insolvenza) (GU L 172 del 26.6.2019).

- La proposta di regolamento sulla legge applicabile all'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti³⁴ mira a introdurre norme uniformi sul conflitto di leggi che chiariscano quali leggi i cessionari debbano osservare per acquisire la titolarità del credito ceduto.
- La comunicazione³⁵ sulla legge applicabile agli effetti patrimoniali delle operazioni su titoli chiarisce che esistono modi diversi per stabilire il luogo in cui un conto titoli è “situato” o “tenuto” e che tutte le definizioni sono ugualmente valide al fine di determinare quali norme in materia di conflitto di leggi si applichino in caso di insolvenza o di altra controversia.

89 Benché i due atti legislativi siano ancora in attesa di approvazione da parte del Consiglio o di recepimento nel diritto nazionale, nessuna delle due iniziative è idonea a produrre una sostanziale convergenza delle procedure in materia di insolvenza, poiché esse trattano essenzialmente i problemi che gli operatori di mercato devono affrontare prima dell'avvio di una procedura di insolvenza, come la ristrutturazione di imprese sane e la chiarificazione dei diritti di titolarità. I due atti legislativi sostengono anche gli operatori di mercato nell'affrontare le conseguenze di un'insolvenza, come l'eccesso di debito e la difficoltà di avviare una nuova impresa commerciale. Benché la convergenza delle procedure di insolvenza non sia uno dei principali obiettivi dell'UMC, la Commissione ha dichiarato l'intenzione di promuovere tale convergenza nel piano d'azione per l'UMC³⁶.

90 Finora la Commissione si è astenuta dall'intraprendere ulteriori azioni di armonizzazione degli elementi essenziali delle procedure di insolvenza. Ciò dipende dal fatto che il diritto fallimentare sostanziale rimane di esclusiva competenza degli Stati membri, mentre il ruolo dell'UE è limitato a sviluppare la cooperazione giudiziaria in cause civili con implicazioni transfrontaliere. Secondo i colloqui tenuti con la Commissione, durante i negoziati con il Consiglio in merito alla proposta di direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza, e già nelle consultazioni preliminari con gli Stati membri prima del concretizzarsi della proposta, era ovvia la riluttanza degli Stati membri a trattare gli aspetti principali delle leggi in materia di insolvenza.

³⁴ COM(2018) 96 *final*.

³⁵ COM(2018) 89 *final*.

³⁶ COM(2015) 468 *final*, pag. 30.

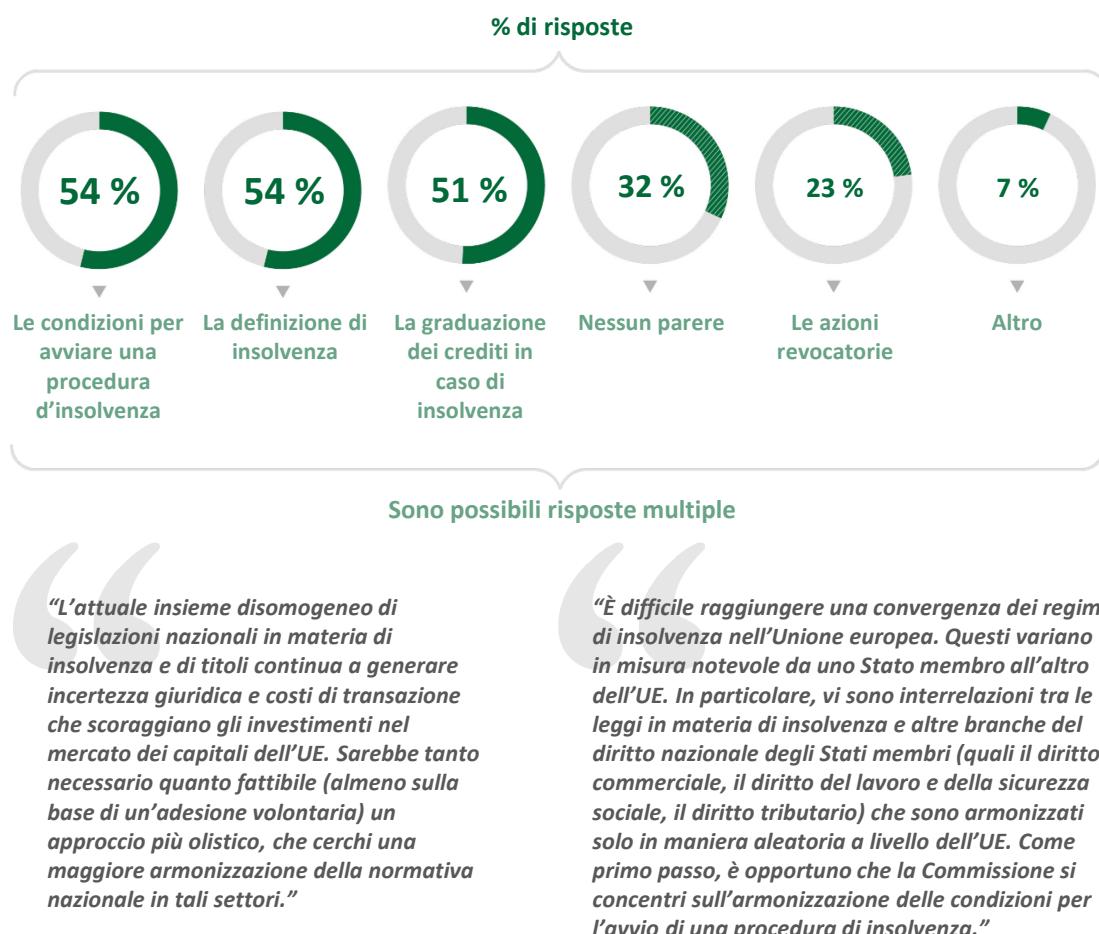
91 Tuttavia, secondo uno studio comparato sul diritto fallimentare sostanziale nell'UE³⁷, svolto per conto della Commissione nel 2016, vi sarebbero i margini per armonizzare taluni aspetti delle procedure di insolvenza. Da un lato lo studio ha indicato ampie differenze nei quadri nazionali in materia di insolvenza, che rendono difficile adottare un approccio comune con cui procedere all'armonizzazione. Dall'altro, lo studio ha sollevato temi il cui sviluppo, si ritiene, sarebbe opportuno affidare al legislatore dell'UE: tra questi, le qualifiche e la formazione dei curatori fallimentari, la graduazione dei crediti e l'ordine delle priorità, le azioni revocatorie e di aggiustamento e le questioni procedurali relative alle procedure formali di insolvenza.

92 I risultati dell'indagine condotta dalla Corte tra le autorità pubbliche segnalano che, a giudizio di oltre il 50 % dei rispondenti, la Commissione dovrebbe privilegiare l'individuazione di un terreno comune, in particolare sui seguenti temi: a) le condizioni per avviare una procedura d'insolvenza, b) la definizione di insolvenza, e c) la graduazione dei crediti in caso di insolvenza (cfr. *figura 9*). Secondo il 23 % delle risposte, la Commissione dovrebbe stabilire un terreno comune per le azioni revocatorie.

³⁷ Pubblicazione UE, *Study on a new approach to business failure and insolvency*, 2016.

Figura 9 – Domanda sull’armonizzazione del diritto fallimentare posta nell’indagine della Corte dei conti europea

Per stabilire un terreno comune per la convergenza dei regimi di insolvenza, la Commissione dovrebbe cercare di armonizzare i seguenti aspetti fondamentali:



Fonte: Corte dei conti europea.

La Commissione ha emanato un valido codice di condotta sulla ritenuta alla fonte, che però non è vincolante

93 La ritenuta alla fonte consiste in un’imposta diretta prelevata sul reddito passivo comprendente interessi, dividendi, *royalty* e plusvalenze. L’imposta è trattenuta dal paese di residenza o da quello di origine, o da entrambi, e l’investitore deve presentare una domanda per recuperare l’imposta oppure ottenere un rimborso. Nella relazione sulle barriere transfrontaliere (cfr. paragrafo 80), la Commissione e gli Stati membri hanno individuato nelle procedure discriminatorie e gravose per richiedere l’esenzione dalla ritenuta alla fonte un ostacolo agli investimenti transfrontalieri. Allo stesso modo l’EPTF ha segnalato che le inefficienti procedure di riscossione della ritenuta alla fonte

costituiscono una priorità d'azione per il miglioramento del contesto di post-negoziazione nell'UE³⁸.

94 Per affrontare tali questioni, l'11 dicembre 2017 la Commissione ha pubblicato un codice di condotta sulla ritenuta alla fonte, che raccomanda in particolare ai governi di adottare misure per introdurre procedure semplificate di rimborso fiscale, fra cui un sistema standardizzato e armonizzato di esenzione fiscale alla fonte, affinché i diritti e le esenzioni sanciti dai trattati siano posti in essere e applicati direttamente. Il codice tuttavia non è vincolante e, sotto alcuni aspetti, non è sufficientemente rigoroso: ad esempio, in merito alle scadenze entro le quali le autorità fiscali degli Stati membri devono evadere le richieste di rimborso.

95 La Commissione, pur avendo attivamente promosso procedure più semplici all'interno dell'UE per quanto concerne la ritenuta alla fonte, ha evitato finora di proporre azioni più incisive di un codice di condotta non vincolante, in quanto gli ostacoli giuridici e politici a iniziative diverse sarebbero notevoli. In particolare, anche alla luce dell'aspro dibattito a livello internazionale, la Commissione non ha proposto una direttiva basata sull'articolo 115 del TFUE, poiché un tale provvedimento richiederebbe:

- la dimostrazione, da parte della Commissione, che la propria inazione ha un'incidenza diretta sul corretto funzionamento del mercato interno;
- l'unanimità in seno al Consiglio e una procedura legislativa speciale.

96 È dal 1975 che la Commissione cerca di trovare una soluzione comune per la ritenuta alla fonte sui dividendi sulla base dell'articolo 115 del TFUE, ma invano. Una più recente comunicazione della Commissione, che proponeva una transizione progressiva verso il voto a maggioranza qualificata in campo fiscale³⁹, è stata respinta dalla maggioranza degli Stati membri.

97 La Commissione invece ha monitorato l'attuazione del codice di condotta tramite un questionario e seminari con gli Stati membri. In entrambi i casi sono stati individuati margini di miglioramento, fra l'altro, per i seguenti aspetti:

- la digitalizzazione della presentazione delle domande di rimborso, e

³⁸ Relazione EPTF, 15 maggio 2017.

³⁹ COM(2019) 8 final “Verso un processo decisionale più efficiente e democratico nella politica fiscale dell'UE” – 15 gennaio 2019.

- l'introduzione della possibilità di accettare prove alternative della residenza fiscale.

98 Inoltre, nel quadro del vertice delle amministrazioni fiscali dell'UE, tenutosi nel maggio 2020, le amministrazioni fiscali degli Stati membri hanno convenuto di affidare alla Commissione il compito di organizzare un apposito indirizzo di lavoro per studiare iniziative legislative e non legislative che affrontino le attuali sfide in materia di procedure relative alla ritenuta alla fonte, compresa la possibilità di un sistema di esenzione alla fonte.

99 Il 15 luglio 2020 la Commissione ha pubblicato un piano d'azione per una fiscalità equa e semplice⁴⁰. Dal momento che, nonostante il codice di condotta sulla ritenuta alla fonte, persistono ostacoli di tipo fiscale agli investimenti transfrontalieri, la Commissione ha annunciato l'intenzione di proporre un'iniziativa legislativa per introdurre un sistema comune e armonizzato a livello dell'UE per l'esenzione dalla ritenuta alla fonte, accompagnato da un meccanismo per lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le amministrazioni fiscali. Nel 2022 la Commissione intende presentare una valutazione di impatto, che potrebbe portare a una proposta della Commissione di direttiva del Consiglio volta a introdurre un sistema di esenzione alla fonte.

L'UMC non dispone di un adeguato quadro di riferimento dell'efficacia dell'attuazione

100 La Corte ha verificato se la Commissione abbia:

- a) fissato obiettivi specifici, misurabili, attuabili, realistici e temporalmente definiti, precisando adeguatamente la priorità delle misure;
- b) rivolto al pubblico chiare comunicazioni sull'UMC;
- c) introdotto un sistema di monitoraggio globale.

⁴⁰ COM(2020) 312 final.

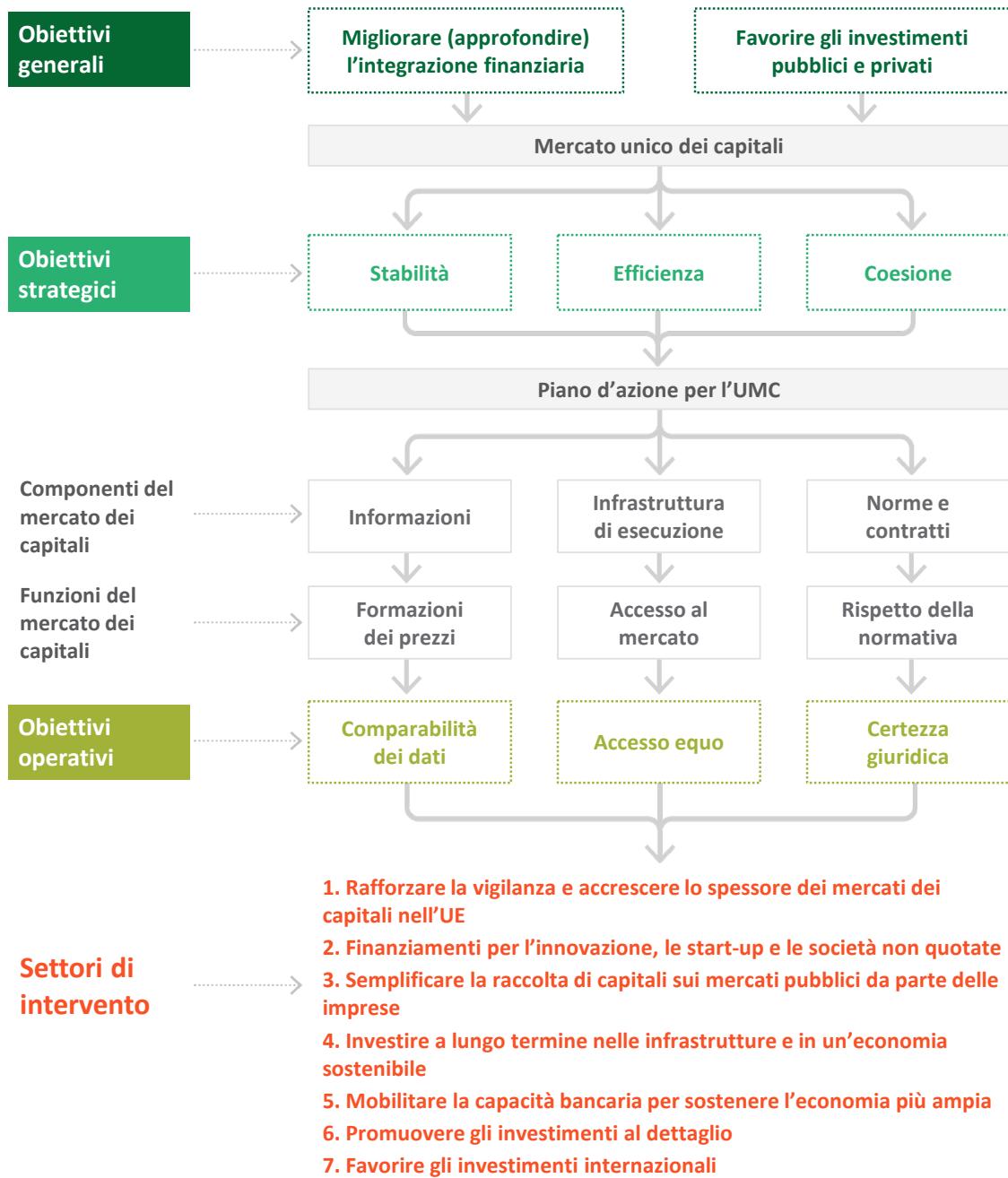
Gli obiettivi dell'UMC erano piuttosto vaghi e le priorità sono state definite in ritardo

101 Il piano d'azione per l'UMC e la revisione intermedia erano accompagnati da una dettagliata analisi economica. Per quanto riguarda il processo di consultazione relativo al libro verde sull'UMC, pubblicato nel 2015 dalla Commissione, nonché l'aggiornamento del 2017, la Commissione ha organizzato il processo in modo soddisfacente e la comunicazione dei risultati è stata adeguata, come ha confermato l'indagine della Corte. L'UMC ha suscitato l'interesse soprattutto del settore finanziario e di quattro grandi Stati membri, mentre è stata minore l'attenzione prestata da altre imprese/PMI e altri Stati membri con mercati dei capitali meno sviluppati.

102 Il piano d'azione per l'UMC si articola su tre livelli di obiettivi: due onnicomprensivi, tre strategici e tre operativi. Nell'ambito degli obiettivi operativi, il piano d'azione è suddiviso in sette aree di intervento, ripartite a loro volta in 25 obiettivi specifici attuati tramite 71 misure in tutto. Questa logica di intervento (ossia l'albero degli obiettivi: cfr. *figura 10*) è stata presentata in termini generali soltanto nella revisione intermedia. I collegamenti fra le quattro aree di intervento sottoposte ad audit, la molteplicità dei rispettivi obiettivi specifici, le misure sottostanti e gli impatti incrociati non sono stati spiegati in alcun documento della Commissione, benché il quadro per legiferare meglio lo richieda⁴¹.

⁴¹ Strumenti per legiferare meglio: strumento 16 su come stabilire gli obiettivi.

Figura 10 – La gerarchia degli obiettivi del piano d’azione per l’UMC



Fonte: Commissione europea.

103 Sarebbe stato importante stabilire fin dall’inizio le priorità tra le azioni del progetto e la loro sequenza, poiché sia il piano d’azione sia la revisione intermedia contenevano un gran numero di misure. Non tutte le misure avevano lo stesso peso: alcune avevano carattere preparatorio, amministrativo o di monitoraggio, mentre altre riguardavano proposte legislative o altre misure non legislative finalizzate a rivestire un carattere strategico. La Commissione non ha stabilito priorità esplicite tra le azioni del piano d’azione del 2015. Un ordine di priorità si ricavava invece solo implicitamente

tramite la tempistica delle varie azioni, che rifletteva la fattibilità e la necessità di un lavoro preparatorio.

104 Ciò dipendeva dal fatto che il piano d’azione era stato preparato con urgenza e quindi non era stata effettuata un’analisi preliminare per accertare se alcune delle misure potessero avere un effetto più incisivo di altre. Nove azioni prioritarie sono state introdotte solo nella revisione intermedia del 2017. Dalle indagini e dai colloqui tenuti dagli auditor della Corte è emerso che il progetto dell’UMC non era spiegato in maniera del tutto chiara e che la sua visibilità era limitata al pubblico specializzato. Inoltre, anche gli obiettivi specifici di ciascuna area di intervento erano vaghi e non misurabili.

105 Per corroborare gli obiettivi dell’UMC, in qualche caso la Commissione ha fatto ricorso a stime generali (cfr. *riquadro 2*).

Riquadro 2

Esempio di stima per le cartolarizzazioni utilizzata nell’UMC

Per quanto riguarda le **cartolarizzazioni**, nel 2015 la Commissione ha stimato che, per rilanciare le emissioni al livello medio pre-crisi, fosse necessario rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni dell’UE-28 per un valore compreso tra 100 e 150 miliardi di euro⁴². Da allora questa stima non è stata riveduta dalla Commissione e nell’aprile 2020 gli operatori di mercato l’hanno giudicata inadeguata rispetto alle attuali esigenze dell’UE-27 (per esempio, alla luce dell’impatto previsto di Basilea III e dell’obiettivo di finanza sostenibile fissato dall’UE). Più specificamente, hanno concluso che il valore obiettivo, per la sola UE-27, dovrebbe essere fissato a un livello considerevolmente più alto, ossia almeno a 235-240 miliardi di euro di nuove cartolarizzazioni all’anno⁴³.

106 Il piano d’azione per l’UMC non elencava necessariamente tutte le azioni in corso, oppure oggetto di riflessione da parte della Commissione, che corrispondevano agli obiettivi del progetto. Un esempio è costituito dal punto di accesso unico europeo (cfr. paragrafo *43*).

⁴² Libro verde – Costruire un’Unione dei mercati dei capitali e https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_15_5733.

⁴³ Ian Bell et al., *Relaunching securitisation in the EU in the Eurofi, aggiornamento normativo*, aprile 2020, pagg. 20, 22-24.

Le misure per l'UMC non potevano realisticamente rispondere alle elevate aspettative suscite dalla Commissione

107 Gli operatori di mercato hanno percepito il varo dell'UMC, e l'opera di comunicazione dedicata a questo progetto faro, come un impegno consistente della Commissione a indurre un notevole impatto positivo. La comunicazione relativa al progetto ha generato aspettative superiori a quanto si potesse realisticamente ottenere con le misure proposte dalla Commissione e rientranti nelle sue competenze.

108 Con il piano d'azione del 2015 la Commissione intendeva gettare le basi di un'UMC adeguatamente funzionante entro il 2019. Il ricorso delle imprese europee al finanziamento bancario e il carente sviluppo dei mercati dei capitali nell'UE dipendono da vari fattori strutturali, che un piano d'azione non può ridurre né rimuovere nell'arco di pochi anni. Nella relazione sullo stato di avanzamento del marzo 2019 la Commissione ha annunciato tuttavia di aver mantenuto la sua promessa nei tempi stabiliti.

109 Tuttavia, le analisi svolte da organismi pubblici (Fondo monetario internazionale, Banca centrale europea), associazioni private (Associazione per i mercati finanziari in Europa, Federazione bancaria europea), iniziative del settore (Market4Europe) e gruppi di riflessione (Bruegel, Centro per gli studi politici europei, Eurofi) mostrano che l'UMC è ancora lontana dall'essere completata e che resta ancora molto da fare. Questa indicazione è corroborata dagli indicatori di mercato ad alto livello, come gli indicatori di integrazione finanziaria della Banca centrale europea, il rapporto tra debito e prestiti bancari oppure la composizione delle attività finanziarie delle famiglie. In realtà, questi indicatori non hanno registrato notevoli variazioni rispetto al periodo precedente al varo del piano d'azione per l'UMC.

110 Le indagini della Corte chiedevano se il piano d'azione per l'UMC e il suo aggiornamento fossero troppo ambiziosi, non abbastanza esigenti oppure ben concepiti e conformi agli obiettivi; nelle risposte sono state espresse opinioni contrastanti in merito. Coloro che criticavano l'eccessiva ambizione dell'UMC sostenevano innanzitutto che la complessità ne aveva compromesso la fattibilità. In secondo luogo, affermavano che la Commissione aveva sottostimato il tempo necessario per far approvare dai colegislatori le misure previste dal piano d'azione per l'UMC e dalla revisione intermedia. Come hanno più volte ribadito i portatori di interessi intervistati, l'UMC dovrebbe puntare in alto sotto la guida della Commissione, ma allo stesso tempo il progetto dovrebbe essere sufficientemente realistico e realizzabile da consentire progressi.

111 Le leve e le azioni principali dipendono da altri attori, in particolare dai colegislatori e dagli Stati membri. Come rilevato in precedenza (per esempio nei paragrafi [85](#), [90](#) e [96](#)), il sostegno degli Stati membri è cruciale nei settori di competenza nazionale. Nel piano d’azione per l’Unione dei mercati di capitali e nella revisione intermedia la Commissione ha dichiarato di non essere in grado di costruire l’UMC da sola e che il successo del progetto dipende anche dalla volontà politica degli Stati membri e da come viene accolto nel settore.

112 In termini di misure legislative la Commissione si è concentrata su un programma legislativo alquanto limitato comprendente 13 iniziative (cfr. [Allegato VI](#)). In molti casi, però, la Commissione ha dovuto ridimensionare notevolmente le proprie ambizioni iniziali per raggiungere un accordo tra i colegislatori, come ad esempio nel caso del riesame delle autorità europee di vigilanza (AEV), oppure eliminare dall’UMC questioni politicamente controverse, come l’attività sicura europea.

113 In altri casi, anche quando la Commissione aveva presentato proposte legislative per misure dell’UMC con largo anticipo, il processo legislativo si è protratto oltre il previsto (cfr. paragrafo [46](#)). Analogamente, la proposta di direttiva della Commissione sulla CCCTB, importante per risolvere il problema delle disparità di trattamento tra strumenti di debito e strumenti di capitale, si è bloccata in sede di Consiglio (cfr. paragrafo [33](#)). Complessivamente, 12 misure giuridiche su 13 sono state adottate e sono ormai entrate in vigore, nella maggior parte dei casi quasi allo scadere dei termini previsti per l’UMC. Tra le misure entrate in vigore, solo cinque sono già state applicate interamente o parzialmente, mentre le altre sette devono essere applicate gradualmente e acquiseranno efficacia entro la metà del 2022 o anche più tardi (cfr. [Allegato VI](#)).

114 La maggior parte delle misure non legislative (studi di esperti, migliori pratiche, consultazioni) si è rivelata utile per acquisire e condividere conoscenze in merito a specifici segmenti del mercato; in qualche caso si sono tradotte in proposte legislative (riguardanti, ad esempio, il *crowdfunding* e le obbligazioni garantite). Tuttavia, avendo natura preparatoria e non vincolante, non hanno comportato un vero e proprio cambiamento. Un esempio è rappresentato dalla comunicazione della Commissione sulla legge applicabile agli effetti patrimoniali delle operazioni su titoli, che non ha migliorato in misura significativa la certezza giuridica rispetto allo status quo.

La Commissione non ha monitorato con regolarità i progressi complessivi verso il conseguimento degli obiettivi dell'UMC

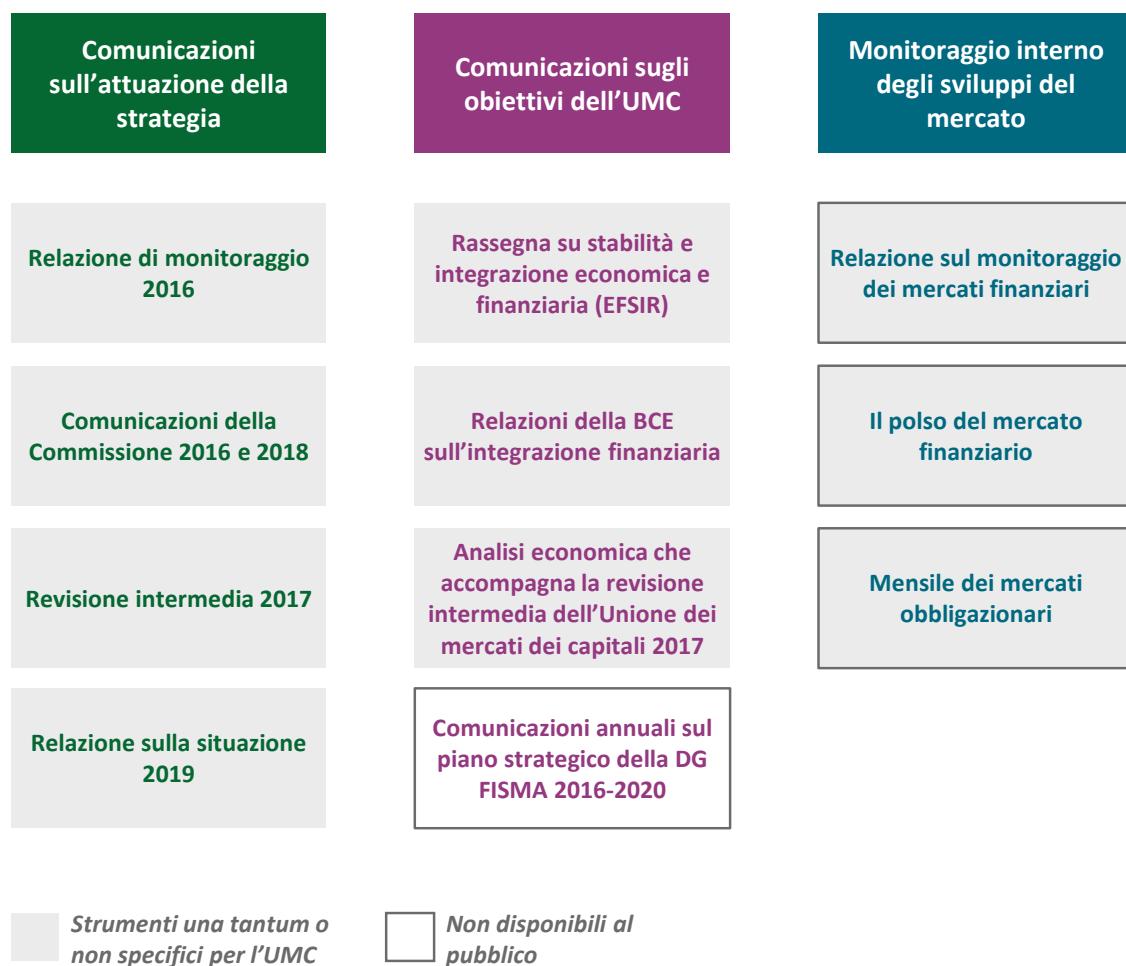
115 Il monitoraggio è necessario al fine di consentire ai responsabili e ai portatori di interessi di verificare se l'attuazione delle politiche proceda secondo i tempi previsti e di produrre informazioni utili per valutare se gli obiettivi siano stati raggiunti⁴⁴. Il monitoraggio può aver luogo a diversi livelli (a livello strategico oppure a livello delle singole misure delle politiche), in diversi momenti (all'inizio dell'attuazione, durante o dopo l'attuazione della strategia) e con frequenza variabile (annuale, trimestrale ecc.).

116 La Corte ha verificato se la Commissione avesse introdotto disposizioni adeguate per monitorare l'attuazione complessiva dell'UMC, compresi gli indicatori scelti per monitorare gli sviluppi dell'UMC nonché i dati impiegati per riferire in merito.

117 Finora la Commissione ha impiegato una serie di strumenti (cfr. *figura 11*) per esaminare le azioni dell'UMC e gli sviluppi dei mercati di capitali, nonché riferire in merito. Tuttavia nessuno degli strumenti era deputato specificamente al monitoraggio periodico dei progressi complessivi nelle sette aree di intervento dell'UMC.

⁴⁴ Commissione europea. Strumenti per legiferare meglio # 41 Modalità di monitoraggio e indicatori. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/better-regulation-toolbox-41_en_0.pdf.

Figura 11 – Le comunicazioni della Commissione sull’UMC



Fonte: Corte dei conti europea.

118 La Commissione ha cominciato a valutare gli sviluppi dei mercati dei capitali pertinenti alle sette aree di intervento dell’UMC⁴⁵ nell’edizione 2016 della rassegna su stabilità e integrazione economica e finanziaria (*Economic and Financial Stability and Integration Review*, EFSIR), una pubblicazione di carattere generale lanciata nel 2007, ma non ha aggiornato tale quadro in seguito. Inoltre, molti degli indicatori principali contenuti nell’EFSIR del 2016 erano sprovvisti di valori di partenza e valori obiettivo.

119 Il motivo principale per cui la Commissione non ha conservato il sistema di monitoraggio introdotto con l’EFSIR del 2016 è da ricercarsi nel fatto che l’UMC era ancora agli esordi, per cui molte misure strategiche erano ancora in corso di attuazione, e nel marcato sfasamento temporale con cui le modifiche delle strutture finanziarie diventano visibili nelle statistiche quantitative. Questi problemi, tuttavia,

⁴⁵ Nella revisione intermedia del 2017, la settima area di intervento, “rafforzare la vigilanza”, è stata separata dall’area “agevolare gli investimenti transfrontalieri”.

non avrebbero dovuto impedire alla Commissione di definire le modalità di monitoraggio e di svilupparle nel tempo.

120 Nel 2020, ossia cinque anni dopo l'inizio dell'UMC e su invito del Consiglio, la Commissione ha commissionato uno studio volto a sviluppare un quadro operativo dei principali indicatori di performance, per monitorare i progressi dell'UMC. Conformemente alla proposta, il contraente ha cercato di stabilire una logica di intervento fondata su elementi concreti. Con questo approccio, si è proposto di determinare come i cambiamenti negli effetti più immediati delle misure strategiche contenute nell'UMC (per esempio i costi della quotazione in borsa) incidano sui principali obiettivi dell'UMC stessa (per esempio, in relazione alla quota relativa di finanziamento mediante ricorso al debito e a strumenti di capitale quotati in borsa delle società non finanziarie rispetto ai prestiti bancari).

121 Nel progetto di relazione finale, il consulente ha suggerito più di 50 indicatori ripartiti in quattro aree⁴⁶ da includere eventualmente nel quadro operativo; ha raccomandato alla Commissione di riflettere ulteriormente su finalità, gruppi di utenti, struttura e manutenzione al momento di strutturare il quadro operativo degli indicatori chiave di performance. Nel frattempo, la Commissione si è attivata per sviluppare indicatori supplementari, ad esempio sull'integrazione dei mercati, poiché dal lavoro del contraente è emerso che molti dei più immediati indicatori di effetto, necessari per la logica di intervento, non sono disponibili oppure non sono idonei in quanto rientrano in uno dei tre casi di inaccettabilità⁴⁷.

122 Per effettuare comunicazioni sugli indicatori è necessario disporre di dati idonei. La Corte rileva che i dati necessari per monitorare i progressi delle singole misure strategiche dell'UMC talvolta non erano disponibili, oppure non avevano la qualità né la granularità sufficienti. Ciò potrebbe anche compromettere in futuro i tentativi di misurare i progressi nell'attuazione complessiva dell'UMC. In particolare la mancanza di informazioni attendibili sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi di

⁴⁶ Le quattro aree sono 1) finanziamento delle imprese sui mercati degli strumenti di capitale e di debito aperti al pubblico, 2) finanziamento dell'innovazione, delle start-up e delle imprese non quotate in borsa, 3) uso dei mercati dei capitali per rafforzare la capacità bancaria, 4) promuovere la partecipazione al dettaglio.

⁴⁷ Gli indicatori sono stati respinti se rientravano in uno dei tre casi di inaccettabilità: non replicabilità, mancanza di copertura geografica e mancanza di serie temporali e variazioni tra i paesi.

investimento costituisce notoriamente una carenza di dati riconosciuta dall'ESMA nel corso dell'audit della Corte.

123 Nella fase di elaborazione dell'UMC, la Commissione ha cercato di sfruttare al meglio la situazione, accumulando dati da svariate fonti, tra cui l'ESMA. Ad esempio, mentre l'ESMA registra informazioni sul numero dei fondi EuVECA ed EuSEF registrati, altri dati (come i fondi raccolti e gli investimenti effettuati) sono stati acquisiti presso fonti esterne alla Commissione, come Invest Europe. Inoltre, per le stime relative al mercato delle cartolarizzazioni diverse dalle operazioni STS, l'ESMA si basa ampiamente su fonti private (come BAML). Il fatto che si ricorra a dati da fonti private può generare problemi, in quanto la collazione dei dati è un'attività dispendiosa in termini di tempo e, spesso, di denaro ed è possibile che la Commissione non sia in grado di valutarne la qualità.

124 La Commissione si è attivata per inserire clausole relative ai dati nella legislazione relativa all'UMC, in modo da provvedere affinché fossero raccolte le informazioni necessarie a fini di monitoraggio e valutazione, laddove non disponibili e accessibili tramite altre fonti. Ad esempio, la nuova legislazione sull'UMC⁴⁸ impone all'ESMA di tenere, a decorrere dal 2022, un registro a livello dell'UE in cui sono riportati i dati sulla distribuzione transfrontaliera dei fondi OICVM, GEFIA e altri. La Commissione ha sottolineato che l'imposizione al settore di altri obblighi di comunicazione dovrà essere rigorosamente giustificata.

⁴⁸ Articolo 12, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/1156.

Conclusioni e raccomandazioni

125 Nell'UE vige un sistema finanziario basato prevalentemente sul credito, che dipende fortemente dai finanziamenti bancari. La Commissione ha cercato di avanzare verso un finanziamento maggiormente basato sul mercato e di integrare l'unione bancaria con l'Unione dei mercati dei capitali. Quest'ultima mirava principalmente a promuovere lo sviluppo e l'integrazione dei mercati dei capitali nell'UE e a incrementare i finanziamenti alternativi per le PMI. Nel complesso, la Corte è giunta alla conclusione che la Commissione ha compiuto i primi passi verso questo ambizioso obiettivo, ma che i risultati devono ancora concretizzarsi.

126 Molte delle misure che la Commissione è stata in grado di intraprendere nell'ambito del proprio mandato costituiscono piccoli passi avanti verso gli obiettivi prefissati, ma finora non hanno permesso di svolgere la funzione di catalizzatore del cambiamento nell'UE. Benché misure non vincolanti, come relazioni o migliori pratiche, abbiano contribuito all'acquisizione di conoscenze su specifici segmenti dei mercati dei capitali, molte di esse hanno esercitato un impatto modesto a causa della loro stessa natura. L'operato della Commissione è stato anche limitato dal fatto che molte delle azioni principali potevano essere adottate solo dagli Stati membri o con il loro pieno sostegno.

127 Il piano d'azione per l'UMC, adottato nel 2015, è stato definito in continuità con i piani precedenti, muovendo principalmente da idee già esistenti e comprendendo misure già in corso di elaborazione, oppure proponendo una taratura dei regolamenti esistenti (in materia di prospetto o di EuVECA) per compiere progressi in segmenti specifici dei mercati dei capitali. Molte delle misure strategiche adottate per conseguire l'obiettivo di diversificare le fonti di finanziamento per le PMI affrontavano questioni troppo circoscritte per avviare e catalizzare una trasformazione strutturale in Europa a favore di un maggiore finanziamento sul mercato (cfr. paragrafi [20-39](#)).

128 Nonostante gli sforzi compiuti dalla Commissione nell'ambito del piano d'azione per l'UMC, le iniziative da essa adottate per rimuovere gli ostacoli allo scambio di informazioni nel mercato del finanziamento per le PMI hanno esercitato un impatto molto modesto nel rispondere agli interessi degli operatori di mercato. La Commissione non ha inserito nel piano d'azione per l'UMC del 2015 un progetto pertinente, il punto di accesso unico europeo, che era già oggetto di discussione prima del piano d'azione stesso. Di conseguenza, permangono ostacoli allo scambio di informazioni dal lato della domanda e dell'offerta (cfr. paragrafi [40-43](#)).

129 Per quanto riguarda la sfida del finanziamento bancario, la Commissione ha adottato iniziative per migliorarne la capacità di offrire credito alle imprese dell'UE. L'iniziativa per la semplicità, la trasparenza e la standardizzazione, benché costituisca un passo nella giusta direzione, non ha ancora prodotto l'effetto previsto nel mercato europeo delle cartolarizzazioni né ha agevolato il finanziamento delle PMI. Le operazioni di cartolarizzazione rimangono perlopiù concentrate in classi di attività tradizionali (ossia mutui ipotecari, prestiti per l'acquisto di automobili) e in alcuni Stati membri (cfr. paragrafi [44-50](#)).

Raccomandazione 1– Proporre azioni adeguatamente mirate per agevolare ulteriormente l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali

La Commissione dovrebbe introdurre:

- a) misure per rendere più interessante per le imprese, e in particolare per le PMI, il finanziamento con strumenti di capitale e l'emissione pubblica;
- b) misure per ridurre l'impatto dell'asimmetria di informazioni tra i fornitori e gli utilizzatori di capitali, in particolare le PMI (per esempio istituendo il punto di accesso unico europeo);
- c) modifiche al quadro giuridico per rendere più interessante l'emissione di cartolarizzazioni relative alle PMI, tenendo in debita considerazione al contempo i rischi potenziali.

Termine di attuazione: 1° trimestre 2022

130 La Commissione ha dichiarato di ambire a promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali negli Stati membri e, in particolare, nei paesi che hanno un elevato potenziale di recupero. A tal fine, ha utilizzato processi di coordinamento UE più vasti (semestre europeo) e strumenti di finanziamento come l'SRSP, ma non nell'ambito di una strategia UE specifica, globale e chiara (cfr. paragrafi [51-58](#)).

131 Il semestre europeo individua perlopiù le sfide pertinenti all'UMC. Tuttavia, nonostante l'adozione del piano d'azione per l'UMC nel 2015 e la crescente rilevanza del tema dopo la Brexit, la Commissione non ha raccomandato a dieci Stati membri con mercati dei capitali meno sviluppati di attuare le riforme direttamente pertinenti (cfr. paragrafi [59-65](#)).

132 Benché la Commissione fornisca assistenza tecnica nell'ambito dell'SRSP, con modesti oneri finanziari e amministrativi per gli Stati membri, tale sostegno non si inserisce in una strategia specifica. Il modello di assistenza tecnica basato sulla domanda non è riuscito a fornire agli Stati membri un sostegno corrispondente alle loro esigenze. Per di più, nell'ambito dell'SRSP i progetti multinazionali sono ancora un'eccezione. Quasi tutti i progetti erano ancora in corso o si erano appena conclusi. Tuttavia, nel campione della Corte si riscontrano risultati contrastanti in termini di entità e progresso delle riforme. In molti casi poi il calendario iniziale dell'attuazione non è stato rispettato e l'analisi dell'SRSS non rispecchiava adeguatamente i rischi di attuazione (cfr. paragrafi **66-78**).

Raccomandazione 2 – Favorire l'ispessimento e una migliore integrazione dei mercati dei capitali locali

La Commissione dovrebbe:

- a) dotarsi di una strategia organica per soddisfare le esigenze dei mercati dei capitali locali;
- b) emanare RSP agli Stati membri che devono compiere progressi in materia di finanziamento basato sul mercato;
- c) migliorare l'attuale modello di assistenza tecnica basato sulla domanda al fine di raggiungere gli Stati membri con le necessità più acute, concentrando al contempo l'attenzione sui risultati.

Termine di attuazione: 4° trimestre 2022

133 Molte delle barriere che ostacolano i flussi transfrontalieri di capitali sono irrisolte da decenni. La Commissione ha rilevato che tali barriere dipendono spesso da leggi nazionali, come quelle in materia di insolvenza e di ritenuta alla fonte, o da una scarsa alfabetizzazione finanziaria. Di conseguenza, sulla base di una richiesta del Consiglio, ha elaborato una tabella di marcia insieme agli Stati membri per affrontare il problema: sono state trattate pertanto solo le barriere che gli Stati membri erano disposti ad affrontare (cfr. paragrafi **79-81**).

134 Nel 2018 il gruppo di esperti sul superamento delle barriere nazionali ai flussi di capitali aveva raccomandato agli Stati membri di misurare i tassi di alfabetizzazione finanziaria e di attuare programmi di educazione finanziaria conformemente ai principi dell'OCSE. La Commissione non ha ancora comunicato se e come intenda sostenere gli

sforzi degli Stati membri, ad esempio riesaminando i pertinenti programmi di finanziamento dell'UE per meglio promuovere l'alfabetizzazione finanziaria di consumatori, investitori e PMI in tutta Europa (cfr. paragrafi [82-86](#)).

135 Le azioni della Commissione in materia di insolvenza sono potenzialmente in grado di chiarire i diritti di titolarità, favorire la ristrutturazione precoce e offrire una seconda opportunità agli imprenditori. È tuttavia improbabile che tali azioni conducano alla convergenza delle procedure di insolvenza. Poiché il diritto fallimentare sostanziale rimane di esclusiva competenza degli Stati membri, la Commissione ha scarso margine di manovra per procedere senza il loro appoggio (cfr. paragrafi [87-92](#)).

136 Il codice di condotta sulla ritenuta alla fonte elaborato dalla Commissione propone migliori pratiche per affrontare il problema delle onerose procedure di esenzione e rimborso. Si basa tuttavia su impegni assunti su base volontaria dagli Stati membri e un ravvicinamento più vincolante delle pratiche nazionali sulla scorta delle raccomandazioni del codice richiede l'unanimità in seno al Consiglio. I precedenti tentativi di riformare su questa base le procedure di ritenuta alla fonte non hanno avuto esito positivo (cfr. paragrafi [93-99](#)).

Raccomandazione 3 – Affrontare il problema delle principali barriere transfrontaliere agli investimenti

La Commissione dovrebbe:

- a) valutare come promuovere meglio l'alfabetizzazione finanziaria, anche tra le PMI, e sostenere gli sforzi degli Stati membri in questo ambito;
- b) valutare le possibilità di convergenza o armonizzazione di elementi delle procedure nazionali d'insolvenza, quali i criteri per il loro avvio, la gerarchia applicata ai fini della graduazione dei crediti, l'ordine di priorità e le azioni revocatorie, nonché promuovere riforme in concomitanza;
- c) subordinatamente all'esito di una valutazione di impatto, proporre al Consiglio una direttiva su un sistema di esenzione dalla ritenuta alla fonte.

Termine di attuazione: 4° trimestre 2022

137 Gli obiettivi dell'UMC fissati dalla Commissione erano in molti casi vaghi. Le priorità sono state fissate soltanto verso la fine del processo. L'opera di comunicazione della Commissione in merito a questo progetto ha generato aspettative superiori a quanto essa potesse realisticamente ottenere con le proprie azioni. In alcuni casi i colegislatori hanno notevolmente ridimensionato le ambiziose proposte iniziali della Commissione, oppure le proposte si sono arenate in sede di Consiglio per mancanza di consenso (cfr. paragrafi [100-114](#)).

138 La Commissione si è limitata a monitorare i progressi compiuti nei provvedimenti legislativi, mentre non ha controllato su base periodica e in modo uniforme se stesse procedendo verso il raggiungimento dei principali obiettivi dell'UMC. Al momento, inoltre, non è in grado di valutare in che misura le sue azioni strategiche (misure sia legislative che non legislative) contribuiscano a tal fine. Inoltre, la collazione dei dati necessari per monitorare tale progresso è un'attività dispendiosa in termini di tempo e, spesso, di denaro ed è possibile che la Commissione non sia in grado di valutarne la qualità. Non sempre i dati sono immediatamente disponibili, di qualità adeguata e sufficientemente dettagliati. Queste carenze sono particolarmente gravi alla luce della pubblicazione del secondo piano d'azione sull'UMC nel settembre 2020 (cfr. paragrafi [115-119](#)).

139 Cinque anni dopo l'avvio dell'UMC, la Commissione ha adottato misure per elaborare un quadro operativo di indicatori. Un quadro di questo tipo può essere utilizzato per valutare il successo complessivo dell'UMC. Dovrebbe radicarsi in una logica di intervento fondata su elementi concreti e basarsi sulla selezione di indicatori idonei. Occorre rendere disponibili i dati necessari per compilare gli indicatori, tenendo presente la necessità di mantenere al minimo necessario gli oneri di comunicazione a carico del settore (cfr. paragrafi [120-124](#)).

Raccomandazione 4 – Sviluppare obiettivi specifici, misure cruciali e il monitoraggio dell’UMC

La Commissione dovrebbe:

- a) definire obiettivi specifici e affrontare le misure cruciali che servono per conseguire quanto prima gli obiettivi dell’UMC;
- b) monitorare periodicamente i progressi compiuti verso la realizzazione degli obiettivi dell’UMC e riferire in merito;
- c) far sì che gli indicatori siano idonei e fondati su dati attendibili, tempestivi e accessibili.

Termine di attuazione: 4° trimestre 2021

La presente relazione è stata adottata dalla Sezione IV, presieduta da Alex Brenninkmeijer, Membro della Corte dei conti europea, a Lussemburgo il 20 ottobre 2020.

Per la Corte dei conti europea

Klaus-Heiner Lehne
Presidente

Allegati

Allegato I – Panoramica dei progetti SRSP pertinenti all’UMC e sottoposti ad audit, 2017-2018

| Stato membro | ID SRSS | Progetto SRSP | Realizzazioni principali al marzo 2020 | Bilancio in euro |
|--------------|--------------|--|--|------------------|
| Bulgaria | SRSP2017/445 | Sviluppo di uno sportello unico per la divulgazione e la distribuzione di informazioni da parte degli operatori di mercato (“sportello unico”) | Modello per un sistema di sportello unico: specifiche tecniche e piano operativo (21 febbraio 2020) | 425 000 |
| Cechia | SRSP2017/360 | Analisi degli investitori informali cechi e promozione degli investitori informali | Studio che descrive lo status quo delle attività degli investitori informali nel paese (16 ottobre 2018) | 70 000 |
| Cechia | SRSP2017/446 | Elaborazione di una strategia nazionale per lo sviluppo del mercato dei capitali ceco | Relazione di commento sulla strategia nazionale per lo sviluppo del mercato dei capitali ceco 2019-2023 (approvata nel marzo 2019) | 62 000 |
| Estonia | SRSP2017/344 | Analisi del mercato dei capitali | Relazione analitica del mercato dei capitali estone (15 febbraio 2019) | 100 000 |
| Estonia | SRSP2017/39 | Riforma del quadro giuridico e normativo delle obbligazioni garantite e delle cartolarizzazioni | Disegno di legge sulle obbligazioni garantite corredata di nota esplicativa (adottato il 13 febbraio 2019) | 150 000 |
| Italia | SRSP2017/508 | Mercati dei capitali italiani e Unione dei mercati dei capitali – Accesso ai finanziamenti – Analisi | Esame del mercato dei capitali in Italia 2020 (31 gennaio 2020) | 550 000 |
| Lituania | SRSP2017/444 | Miglioramento del contesto degli investimenti per gli investitori istituzionali | Studio analitico (luglio 2018) e presentazione (settembre 2018) | 150 000 |
| Polonia | SRSP2017/42 | Elaborazione di una strategia per lo sviluppo del mercato dei capitali | Strategia per lo sviluppo dei mercati dei capitali in Polonia (adottata il 1° ottobre 2019) | 150 000 |
| Romania | SRSP2017/44 | Istituzione della Banca di promozione nazionale della Romania, la Banca romena per lo sviluppo – EximBank S.A. | Studio attuativo relativo alla Banca romena per lo sviluppo (18 luglio 2019) | 448 125 |

| Stato membro | ID SRSS | Progetto SRSP | Realizzazioni principali al marzo 2020 | Bilancio in euro |
|--------------|-------------|--|--|------------------|
| Lituania | SRSP2018/31 | Strumento di sostegno al capitale per le PMI | Progetto legislativo e piano di attuazione comprendente le modifiche operative (7 agosto 2019) | 65 000 |

N.B. In tutti i casi il beneficiario era il ministero delle Finanze nazionale o un ente analogo (Italia: ministero dell'Economia e delle finanze; Romania: ministero delle Finanze pubbliche).

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base dei dati dell'SRSS.

Allegato II – Il piano d’azione della Commissione per l’UMC del 2015 e le iniziative che lo hanno preceduto: selezione di azioni incentrate sull’accesso ai finanziamenti

| Piano d’azione sul capitale di rischio 1998 | Piano d’azione per migliorare l’accesso delle PMI ai finanziamenti 2011 | Piano d’azione per l’UMC 2015 |
|---|---|--|
| Prospetto – procedura unica di passaporto per le grandi imprese e le PMI | Modifica della direttiva sul prospetto per introdurre un regime proporzionale di informativa per le PMI | Regolamento UE sul prospetto (in vigore dal luglio 2019) |
| Esame dettagliato dei costi che le imprese devono sostenere per ottenere finanziamenti mediante ricorso al debito e strumenti di capitale in tutta Europa | Marchio “Mercati di crescita per le PMI” nella MiFID | Regolamento sui mercati di crescita per le PMI che modifica il regolamento sugli abusi di mercato |
| Fondi di venture capital: legislazione comunitaria riguardante specifici fondi chiusi | Prima proposta legislativa per un regolamento EuVECA/EuSEF (non adottata) | Modifica del regolamento EuVECA/EuSEF (adottata e in vigore dal 2018) |
| Tassazione dei fondi di venture capital – chiarimento del contesto fiscale | Esame degli ostacoli fiscali agli investimenti transfrontalieri in venture capital | Studio sugli incentivi fiscali al venture capital e agli investitori informali |
| Esame della fiscalità in materia di strumenti di debito/strumenti di capitale | Nessun intervento | Proposta legislativa sulla base imponibile consolidata comune per l’imposta sulle società per affrontare il problema delle differenze di trattamento tra strumenti di debito e strumenti di capitale |
| Nessun intervento | Punto unico di accesso alle informazioni regolamentate a livello UE | Studiare come sviluppare sistemi di informazione paneuropei |
| Nessun intervento | Finanziamento delle PMI con strumenti di capitale: strumenti finanziari di capitale proprio nell’ambito di COSME e Orizzonte 2020 – fondi di fondi; cartolarizzazione BEI/FEI del portafoglio di titoli di debito delle PMI | Programma dei fondi di fondi paneuropei di venture capital, Venture EU nell’ambito della BEI e/o del FEI |
| Nessun intervento | Rafforzare la rete Enterprise Europe per fornire informazioni migliori alle PMI | |

| Piano d'azione sul capitale di rischio 1998 | Piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti 2011 | Piano d'azione per l'UMC 2015 |
|---|--|---|
| Nessun intervento | Analisi del mercato dei prestiti per le PMI, compreso il meccanismo di trasparenza | Principi generali europei per il riscontro che le banche devono fornire alle PMI quando respingono le loro richieste di credito |

Fonte: Corte dei conti europea.

Allegato III – Azione dell’UMC per lo sviluppo dei mercati dei capitali locali

Riquadro 3: Elemento tangibile che la Commissione doveva produrre in materia di mercati dei capitali locali e regionali

Azione prioritaria n. 9 prevista dalla revisione intermedia: “Entro il secondo trimestre 2018 la Commissione proporrà una strategia organica dell’UE sulle possibili misure da adottare a livello unionale per sostenere lo sviluppo dei mercati dei capitali a livello locale e regionale nell’UE. A tal fine terrà conto della relazione del gruppo di lavoro sull’UMC dell’Iniziativa di Vienna e dell’esperienza acquisita nella sempre più intensa erogazione di supporto tecnico a richiesta nel quadro del proprio programma di sostegno alle riforme strutturali”.

A parte la pubblicazione tardiva (marzo 2019) rispetto al piano d’azione per l’UMC (settembre 2015), l’elemento prodotto dalla Commissione, tra l’altro,

- non costituisce di per sé una strategia, ossia un piano dettagliato a vasto raggio, bensì un elenco indicativo e non esaustivo di misure d’intervento disponibili⁴⁹;
- non individua le esigenze specifiche dei mercati dei capitali degli Stati membri sulla base di un’analisi preliminare dello status quo a livello nazionale⁵⁰;
- non copre in maniera esaustiva tutti i segmenti del mercato dei capitali, né i temi o le opzioni disponibili;
- non privilegia i settori di riforma con le più elevate potenzialità di miglioramento dei mercati dei capitali locali e non offre orientamenti sulla sequenza da adottare (fasi di attuazione);

⁴⁹ “Ispirare e motivare gli attori del mercato pubblico e privato a sviluppare e integrare ulteriormente i mercati dei capitali nei rispettivi Stati membri e regioni”.

⁵⁰ Fa solo un riferimento generale al rilievo dell’EFSIR 2018, secondo cui i paesi ECOSO rappresentano l’8 % del PIL dell’UE, ma solo il 3 % del mercato dei capitali dell’Unione europea.

- non analizza l'impatto potenziale delle misure né pone in rilievo il costo di bilancio potenzialmente elevato di particolari opzioni (cfr. per esempio l'uso dei conti di risparmio-investimento in Svezia⁵¹);
- non riporta le migliori pratiche attuate a un livello più globale (per esempio, in paesi dotati di mercati finanziari avanzati come gli Stati Uniti, il Canada, il Giappone, la Svizzera, l'Australia o Singapore), ma si sofferma soltanto su quelle adottate all'interno dell'UE;
- non contempla i principali fattori esogeni (per esempio la Brexit, la politica monetaria, il ciclo economico);
- non contiene disposizioni per il proprio riesame o la propria valutazione dopo un determinato periodo di tempo, che potrebbero individuare le lacune rimanenti e le modalità per creare le soluzioni richieste;
- non contiene una specifica dotazione finanziaria UE destinata all'UMC e allo sviluppo dei mercati dei capitali locali e regionali in aggiunta agli strumenti finanziari già esistenti finanziati dall'UE e all'SRSP, che tuttavia esulano dal controllo della DG FISMA, nonostante questa abbia il mandato più attinente all'UMC.

Fonte: Corte dei conti europea.

⁵¹ Un audit svolto nel 2018 dalla Corte dei conti svedese ha riscontrato che il costo in termini di mancato gettito fiscale di questi conti potrebbe ammontare a quasi 4 miliardi di euro (42 miliardi di corone svedesi).

Allegato IV – Panoramica delle RSP dirette formulate a tutti gli Stati membri, 2014-2019

| Prima dell'UMC | | Dopo l'adozione del piano d'azione per l'UMC (settembre 2015) | | | | |
|------------------|-----------------|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 2014 | 2015 | Stato membro | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| | | Belgio | x | x | | |
| | | Bulgaria | | | | |
| | | Cechia | | | | |
| | | Danimarca | | | | |
| | x | Germania | x | x | x | |
| | | Estonia | | | | |
| x | | Irlanda | | | x | |
| Programma | Programma | Grecia | Programma | Programma | Programma | |
| x | | Spagna | | | | |
| x | | Francia | | | | |
| | | Croazia | | | | |
| x | | Italia | | | x | x |
| Programma | Programma | Cipro | x | x | x | x |
| | | Lettonia | | | | |
| | | Lituania | x | | | |
| | | Lussemburgo | | | | |
| x | x | Ungheria | | | | |
| x | x | Malta | | | | |
| x | x | Paesi Bassi | | | | |
| | | Austria | | x | x | x |
| | | Polonia | | | | |
| x | x | Portogallo | x | x | x | |
| | | Romania | | | | |
| | x | Slovenia | x | x | x | x |
| | | Slovacchia | | | | |
| | | Finlandia | | | | |
| x | x | Svezia | | | | |
| x | | Regno Unito | | | | |
| 10 su 26 38 % | 7 su 26 27 % | Stati membri destinatari di una RSP riguardante l'UMC | 6 su 27 22 % | 6 su 27 22 % | 7 su 27 26 % | 4 su 28 14 % |
| 157 | 102 | Totali RSP | 89 | 78 | 73 | 97 |

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base della banca dati CESAR; briefing del Parlamento europeo sulla governance economica, *Country specific recommendations: An overview*, settembre 2019.

Allegato V – Panoramica delle RSP dirette e indirette indirizzate agli Stati membri meno sviluppati, 2016-2019

| Graduatoria | Stato membro | RSP dirette | RSP indirette | |
|-------------|--------------|--------------------------------------|--|--|
| 28 | Lituania | Accesso al credito (2016) | NESSUNA | |
| 27 | Romania | NESSUNA | | |
| 26 | Slovenia | Accesso ai finanziamenti (2016-2019) | NESSUNA | |
| 25 | Slovacchia | NESSUNA | Giustizia (2017) | |
| 24 | Bulgaria | NESSUNA | Vigilanza (2016, 2017, 2019), insolvenza (2016-2019) | |
| 23 | Lettonia | NESSUNA | Insolvenza (2016) | |
| 22 | Estonia | NESSUNA | | |
| 21 | Ungheria | NESSUNA | | |
| 20 | Croazia | NESSUNA | Insolvenza (2017) | |
| 19 | Grecia | NESSUNA | Insolvenza (2019) | |
| 18 | Polonia | NESSUNA | | |
| 17 | Cechia | NESSUNA | | |
| 16 | Cipro | Accesso ai finanziamenti (2016-2019) | Insolvenza (2016-2018), vigilanza (2019) | |
| 15 | Austria | Accesso ai finanziamenti (2017-2019) | NESSUNA | |

N.B. 1) La graduatoria si basa sullo spessore dei mercati dei capitali locali secondo Asimakopoulos e Wright, "A new sense of urgency: The future of Capital Markets Union", *New Financial*, novembre 2019; 2) per la definizione di "RSP dirette" si riprende la tassonomia interna della Commissione, principalmente "accesso ai finanziamenti" e "riduzione della distorsione a favore del debito". Per evitare di attribuire all'UMC un numero eccessivo di RSP, le raccomandazioni su aspetti mirati anche al settore bancario sono state classificate come "RSP indirette": per esempio quelle riguardanti i regimi di insolvenza, la vigilanza del settore finanziario e la vendita di crediti deteriorati; 3) a causa dei programmi di aggiustamento economico vigenti fino al 2018, la Grecia ha ricevuto RSP soltanto nel 2019.

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base della banca dati CESAR.

Allegato VI – Panoramica delle misure legislative dell’UMC al luglio 2020

| | Misura | Termine | Commissione | PE | Consiglio | Adozione | Applicazione a partire da |
|---|--|--|-------------------------------|--|--|---------------|---|
| 1 | Riesame EuVECA/ EuSEF | 3° trimestre 2016 | Luglio 2016 | | | Ottobre 2017 | Marzo 2018 |
| 2 | Regolamento sul prospetto (riesame) | 4° trimestre 2015 | Novembre 2015 | | | Giugno 2017 | Luglio 2019 |
| 3 | Regolamento sulle cartolarizzazioni STS | 3° trimestre 2015 | Settembre 2015 | | | Dicembre 2017 | Gennaio 2019 |
| 4 | Prodotto pensionistico individuale paneuropeo | 2° trimestre 2017 | Giugno 2017 | | | Giugno 2019 | 12 mesi dopo la pubblicazione degli atti delegati |
| 5 | Riesame delle autorità europee di vigilanza, comprese le norme antiriciclaggio | 3° trimestre 2017 | Adottata il 20 settembre 2017 | Mandato negoziale ottenuto nel dicembre 2018 | Mandato negoziale ottenuto nel febbraio 2019 | Dicembre 2019 | Gennaio 2020 e gennaio 2022 |
| 6 | Riesame delle imprese di investimento | 2° trimestre 2018 | Adottata il 20 dicembre 2017 | | | Novembre 2019 | Giugno 2021 |
| 7 | <i>Crowdfunding</i> | 4° trimestre 2017 (valutazione d’impatto) 1° trimestre 2018 | Adottata l’8 marzo 2018 | Mandato negoziale ottenuto nel novembre 2018 | Mandato negoziale ottenuto nel giugno 2019 | 4° trim. 2020 | 4° trimestre 2021 |
| 8 | Obbligazioni garantisce | 1° trimestre 2018 | Adottata il 12 marzo 2018 | Mandato negoziale ottenuto nel novembre 2018 | Mandato negoziale ottenuto nel novembre 2018 | Novembre 2019 | Luglio 2022 |

| | Misura | Termine | Commissione | PE | Consiglio | Adozione | Applicazione a partire da |
|----|--|---|------------------------------|--|--|---------------|---|
| 9 | Distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento | 1° trimestre 2018 (valutazione d'impatto) 2° trimestre 2018 | Adottata il 12 marzo 2018 | | | Giugno 2019 | Agosto 2021 |
| 10 | Norme per agevolare l'accesso delle PMI ai mercati di crescita | 2° trimestre 2018 (valutazione d'impatto) 3° trimestre 2018 | Adottata il 24 maggio 2018 | | | Novembre 2019 | Dicembre 2019 o gennaio 2021 |
| 11 | Regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (vigilanza) | 2° trimestre 2017 | Adottata il 13 giugno 2017 | Mandato negoziale ottenuto nel maggio 2018 | Mandato negoziale ottenuto nel dicembre 2018 | Maggio 2019 | Giugno 2019 – dicembre 2019 – giugno 2020 o giugno 2021 |
| 12 | Quadri di ristrutturazione preventiva, seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione (DG JUST) | 4° trimestre 2016 | Adottata il 22 novembre 2016 | | | Giugno 2019 | Luglio 2021, luglio 2024 e luglio 2026 |
| 13 | Legge applicabile all'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti (DG JUST) | 4° trimestre 2017 | Adottata il 12 marzo 2018 | Mandato negoziale ottenuto nel febbraio 2019 | Non ancora concordata | | |

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base dei dati della Commissione europea.

Acronimi e abbreviazioni

BAML: Bank of America Merrill Lynch

Cartolarizzazione STS: cartolarizzazione “semplice, trasparente e standardizzata”

CCCTB: base imponibile consolidata comune per l’imposta sulle società

Direttiva GEFIA: direttiva relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi

EFAMA: European Fund and Asset Management Association

ESAP: punto di accesso unico europeo

ESMA: Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati

EuSEF: fondo europeo per l’imprenditoria sociale

EuVECA: fondo europeo per il venture capital

FIA: fondo di investimento alternativo

IPO: offerta pubblica iniziale (ammissione in borsa)

OICVM: organismo d’investimento collettivo in valori mobiliari

PMI: piccole e medie imprese

RSP: raccomandazione specifica per paese

SRSP: Programma di sostegno alle riforme strutturali

SRSS: Servizio di sostegno per le riforme strutturali (ora DG REFORM)

UMC: Unione dei mercati dei capitali

Glossario

Base imponibile consolidata comune per l'imposta sulle società (CCTB): insieme unico di norme usate per calcolare gli utili imponibili delle imprese nell'UE.

Cartolarizzazione: pratica che consiste nel riunire vari tipi di attività finanziarie illiquidate come i mutui ipotecari, prestiti e contratti di locazione e nel rivenderli agli investitori sotto forma di titoli negoziabili liquidi, come le obbligazioni.

Differenze di trattamento tra strumenti di debito e strumenti di capitale: distorsione economica dovuta al fatto che i pagamenti di interessi sul debito sono fiscalmente deducibili nella maggior parte dei regimi d'imposta sul reddito delle società.

Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID): quadro giuridico dell'UE che disciplina i mercati finanziari e accresce la tutela degli investitori. Nel 2018 la MiFID II ha sostituito la direttiva originale.

Esenzione alla fonte: forma di esenzione fiscale applicata al momento in cui viene detratta l'imposta alla fonte.

Fondi di investimento alternativi (FIA): tutti i fondi di investimento che non rientrano nella direttiva UE sugli OICVM e rientrano invece nella direttiva relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva GEFIA). Ne fanno parte gli hedge fund, il venture capital, i fondi di private equity e i fondi immobiliari.

Fondo di fondi: un fondo comune di investimento che investe in altri fondi invece di effettuare investimenti diretti in titoli.

Fondo di venture capital: fondo di investimento che gestisce capitali di investitori professionali che intendono investire in PMI con notevoli potenzialità di crescita.

Gruppo di lavoro sull'UMC: piattaforma creata nell'ambito dell'Iniziativa di Vienna per favorire lo scambio di informazioni sulle tendenze finanziarie nell'Europa centrale, orientale e sudorientale e, quindi, sviluppare i mercati dei capitali locali, che comprende rappresentanti dei settori pubblico e privato dei paesi interessati e di istituzioni internazionali, con la Commissione in veste di coordinatrice.

Iniziativa di Vienna: forum istituito nel gennaio 2009 che riuniva tutti i principali portatori di interessi pubblici e privati del settore bancario dell'UE per aiutare le economie europee emergenti ad attraversare la crisi economica mondiale.

Mercato dei capitali dotato di spessore: un mercato in cui i titoli vengono negoziati in volumi ingenti con una differenza modesta tra il prezzo di acquisto e di vendita.

Mercato di crescita per le PMI: tipo di sistema multilaterale di negoziazione per titoli azionari emessi nei tre anni precedenti da imprese con una capitalizzazione di mercato media inferiore a 200 milioni.

Obbligazione garantita: tipo di obbligazione assistita da garanzia ed emessa da una banca o da un ente creditizio, solitamente coperta da mutui ipotecari o prestiti al settore pubblico.

Offerta pubblica iniziale (ammissione in borsa): la prima vendita al pubblico di azioni di una società.

Organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM): veicolo di investimento che mette in comune il capitale degli investitori e lo investe collettivamente mediante un portafoglio di strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni e altri titoli. Gli OICVM, ai quali si applica una direttiva UE, possono essere distribuiti pubblicamente agli investitori al dettaglio in tutta l'UE sulla base di una singola autorizzazione di un unico Stato membro.

Programma di sostegno alle riforme strutturali (SRSP): programma dell'UE che fornisce sostegno mirato alle riforme istituzionali, amministrative e tese a favorire la crescita degli Stati membri, senza la necessità di un cofinanziamento nazionale.

Punto di accesso unico europeo: portale Internet dell'UE, ancora in fase progettuale, per un accesso rapido e agevole alle informazioni di carattere obbligatorio sulle società quotate.

Regolamento sui fondi europei per il venture capital (EuVECA): regolamento che getta le basi per un passaporto a carattere volontario valido nell'intera UE per i fondi di venture capital ammissibili e le società che li gestiscono.

Regolamento sui fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF): regolamento che getta le basi per un passaporto a carattere volontario valido nell'intera UE per i regimi di investimento alternativo ammissibili mirati alle imprese sociali.

Semestre europeo: ciclo annuale che fornisce un quadro per il coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri e il monitoraggio dei progressi compiuti.

Sistema multilaterale di negoziazione: sistema di autodisciplina per la negoziazione di strumenti finanziari, che fornisce un'alternativa alle borse valori tradizionali e che, a differenza di queste ultime, può essere gestito non solo da un operatore di mercato abilitato, ma anche da una società di investimento.

Società unicorno: start-up detenuta privatamente, del valore superiore a 1 miliardo di USD. Queste imprese sono così denominate in ragione della loro rarità.

Spessore del mercato: indicatore del volume delle negoziazioni in un mercato.

RISPOSTE FINALI DELLA COMMISSIONE EUROPEA ALLA RELAZIONE SPECIALE DELLA CORTE DEI CONTI EUROPEA

"Unione dei mercati dei capitali: un avvio lento verso una meta ambiziosa"

SINTESI

I. Risposta congiunta della Commissione ai punti da I a III.

Gli sforzi per realizzare un autentico mercato unico dei capitali sono iniziati con il trattato di Roma oltre cinquant'anni fa e si sono intensificati con la libera circolazione dei capitali sancita nel trattato di Maastricht (1992) e il piano d'azione per i servizi finanziari (1999). L'obiettivo finale non è stato ancora raggiunto principalmente perché le diverse tradizioni e prassi giuridiche negli Stati membri dell'UE hanno impedito l'istituzione di un quadro giuridico UE completamente armonizzato che disciplini le attività finanziarie. L'unica soluzione per progredire è quella di seguire un percorso graduale in tutte le aree in cui continuano a sussistere barriere al libero movimento di capitali, tenendo conto nel contempo della visione globale e degli obiettivi generali. La creazione dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC) è pertanto un processo graduale basato sull'introduzione di molti cambiamenti dettagliati ma importanti.

IV. Risposta congiunta della Commissione ai punti da IV a VII.

La Commissione ha realizzato tutte le azioni annunciate nel piano d'azione per l'UMC (2015) e nella sua revisione intermedia (2017). Il Parlamento europeo e gli Stati membri hanno raggiunto un accordo su 12 delle 13 proposte legislative per l'UMC, sebbene non tutte abbiano mantenuto il livello di ambizione proposto dalla Commissione. La Commissione ritiene che l'efficacia delle misure adottate determinerà l'efficacia dell'UMC. Poiché quasi nessuna delle proposte legislative recentemente adottate è stata applicata sufficientemente a lungo, e alcune non sono ancora state applicate, è difficile valutarne l'efficacia nella realizzazione dei rispettivi obiettivi limitati, nonché il loro contributo agli obiettivi specifici dell'UMC. Catalizzare i progressi verso l'UMC richiede il sostegno del Parlamento europeo e degli Stati membri al massimo livello e dagli esperti tecnici della pubblica amministrazione. È altresì necessario che gli operatori di mercato sappiano far buon uso di tali misure. L'UE può offrire strumenti e mettere in campo condizioni di sostegno, ma spetta alle autorità nazionali attuarli concretamente e agli attori privati prendere l'iniziativa, cogliere le opportunità commerciali e innovare.

VIII. La Commissione concorda con la Corte dei conti europea sul fatto che gli obiettivi dell'UMC fossero ampi. Poiché la costruzione dell'UMC è un processo graduale basato sull'introduzione di numerose modifiche dettagliate e spesso tecniche, è stato ritenuto importante definire obiettivi sufficientemente generali e chiari per non perdere di vista la visione globale dell'UMC.

IX. Sebbene la Commissione accetti l'orientamento generale di tutte le raccomandazioni, alcune sono state accettate integralmente, mentre altre solo in parte. La Commissione ha respinto soltanto una sottoraccomandazione. Si vedano le risposte della Commissione alle raccomandazioni 1, 2, 3 e 4.

INTRODUZIONE

08. Il piano d'azione del 2015 mirava a superare la frammentazione dei mercati dei capitali su base nazionale. La Commissione è d'accordo con la Corte dei conti europea sul fatto che la frammentazione della normativa sia dovuta alle differenze tra le legislazioni nazionali.

09. La Commissione concorda con la Corte dei conti europea sulla necessità di continuare il lavoro sull'UMC. Ha esaminato attentamente la relazione del forum di alto livello sull'UMC e il feedback ricevuto al riguardo. Il lavoro prosegue con il piano d'azione del 2020 in cui sono previste misure, di cui la maggior parte di carattere legislativo, che trasformeranno ulteriormente il sistema finanziario dell'UE e contribuiranno a completare l'UCM.

12. La Commissione osserva che la Banca centrale europea ha svolto un ruolo molto importante e di sostegno nel progetto dell'UMC.

OSSERVAZIONI

20. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 20 a 25.

Il finanziamento delle PMI resta una preoccupazione importante. Le misure che interessano i finanziamenti delle PMI nell'ambito del piano d'azione del 2015 e della revisione intermedia del 2017 sono state concordate con i colegislatori e applicate. La Commissione è fiduciosa che gli effetti concreti si manifesteranno col tempo. Anche se per ora non vi sono ancora prove del fatto che le misure abbiano avuto un impatto significativo sui finanziamenti delle PMI, è significativo che l'indagine sull'accesso al credito abbia dimostrato come il deficit di finanziamento delle PMI sia svanito all'inizio del 2019 in 10 degli 11 Stati membri che hanno partecipato al sondaggio¹.

L'impatto economico della COVID-19 ha tuttavia invertito la tendenza positiva del calo dei deficit di finanziamento, sottolineando come le imprese di qualunque dimensione, e in particolare le PMI, necessitino di fonti di finanziamento stabili basate sul mercato. Il pacchetto di misure per la ripresa dei mercati dei capitali del luglio 2020 aveva già proposto modifiche mirate al regime del prospetto e alla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) tese ad agevolare il finanziamento sul mercato per le imprese². Nel quadro del pacchetto la Commissione ha inoltre proposto modifiche mirate alle norme sulle cartolarizzazioni per rafforzare la capacità delle banche di concedere prestiti alle PMI³. La Commissione ha proposto ulteriori misure a tale scopo nell'ambito del secondo piano d'azione per l'UMC⁴.

26. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 26 a 30.

Un migliore accesso ai finanziamenti sul mercato, in particolare agli strumenti di capitale, consentirà alle imprese di innovare, trarre vantaggio dalle nuove tecnologie ed evitare che, nella ricerca di capitali, start-up e scale-up innovative decidano di trasferirsi al di fuori dell'Unione o riducano le proprie ambizioni, danneggiando gravemente il potenziale di crescita e la produttività futuri dell'UE. Le precedenti misure nell'ambito dell'UMC non sono state rivoluzionarie da questo punto di vista. Ciò nonostante, i progressi sono stati significativi. L'intervento europeo nella fase preliminare delle offerte iniziali al pubblico (IPO), particolarmente nel settore del capitale di rischio, è riuscito ad attrarre investitori istituzionali nei fondi di venture capital, grazie all'effetto catalizzatore dell'intervento sostenuto dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI) e da altre iniziative UE. Sebbene il sostegno pubblico e governativo ai fondi di venture capital in Europa subito dopo la crisi del 2008-2009 fosse superiore al 35 %, la percentuale è scesa al 20 % nel 2019, mentre è aumentato il sostegno privato. Inoltre la dimensione media dei fondi di venture capital nell'UE è aumentata progressivamente negli

¹ Indagine sull'accesso al credito delle imprese nella zona euro,
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

² COM(2020) 281 final e COM(2020) 280 final.

³ COM(2020) 282 final.

⁴ COM(2020) 590.

anni successivamente alla crisi finanziaria⁵. La crisi dovuta alla COVID-19 ha gravemente modificato lo scenario economico dell'UE e vi è quindi l'esigenza di un'ambizione rinnovata per sostenere il finanziamento delle imprese più piccole e delle scale-up innovative.

34. Per affrontare l'urgenza dell'accesso ai finanziamenti sul mercato derivante dalle conseguenze della pandemia di COVID-19, la Commissione ha adottato alcune proposte legislative nell'ambito del "pacchetto di misure per la ripresa dei mercati dei capitali". Una di tali misure è l'introduzione di un "prospetto UE per la ripresa" di durata limitata⁶. Il nuovo prospetto sarà disponibile per le emissioni secondarie di azioni di società quotate su un mercato regolamentato o un mercato di crescita per le PMI.

36. Il regolamento sul prospetto ha introdotto un nuovo tipo di prospetto, il prospetto UE della crescita, che contiene obblighi informativi alleggeriti per le PMI e le imprese a media capitalizzazione⁷. Questi sono più leggeri rispetto a un prospetto completo e si prevede che ridurranno i costi e gli oneri per le PMI pur mantenendo la fiducia degli investitori per investire in piccole imprese. Poiché il regolamento sul prospetto è applicato soltanto da un anno, non vi sono ancora dati sufficienti per valutare se tale prospetto abbia raggiunto i suoi obiettivi. Ciò nonostante e sulla base delle misure già adottate, la Commissione cercherà di semplificare le norme sulla quotazione in borsa per i mercati aperti al pubblico.

37. La possibilità per gli Stati membri di definire soglie differenti dipende dalla diversa dimensione dei mercati dei capitali nell'Unione. Tuttavia, tale esenzione è disponibile solo per le offerte di titoli al pubblico che non richiedono il passaporto verso altri Stati membri e non si applica all'ammissione di titoli alla negoziazione su mercati regolamentati.

38. Per sostenere la ripresa dopo la crisi causata dalla COVID-19, e utilizzando il lavoro svolto nell'ambito della strategia per le PMI, la Commissione è attualmente impegnata nella creazione di un fondo IPO per le PMI per facilitare la raccolta di capitali e il finanziamento dello sviluppo delle piccole imprese e a forte crescita, in particolare nei settori di importanza strategica per l'UE.

39. In particolare, per quanto riguarda il prospetto, il regolamento sui mercati di crescita per le PMI ha introdotto il "prospetto di trasferimento" per facilitare il passaggio da un mercato di crescita per le PMI ad un mercato regolamentato: in determinate condizioni, gli emittenti i cui titoli sono stati ammessi alla negoziazione da almeno due anni su un mercato di crescita per le PMI, possono predisporre un prospetto semplificato per le emissioni secondarie onde essere ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato⁸.

40. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 40 a 43.

Per semplificare l'accesso ai finanziamenti sul mercato è cruciale un giusto equilibrio tra la messa a disposizione degli investitori di informazioni pertinenti su opportunità di investimento e la riduzione dell'onere di comunicazione di tali informazioni per le imprese. Per accrescere la visibilità delle imprese per gli investitori transfrontalieri la Commissione affronterà la carenza di informazioni accessibili e comparabili sulle imprese per gli investitori e punterà inoltre sulla semplificazione delle norme esistenti sulla quotazione in borsa onde ridurre i costi di adempimento per le PMI.

⁵ Fonte InvestEurope, 2020.

⁶ COM(2020) 281 final.

⁷ Regolamento (UE) 2017/1129.

⁸ Regolamento (UE) 2017/1129.

57. Risposta congiunta della Commissione ai punti 57 e 58.

Nel marzo 2019 la Commissione ha presentato le proprie opinioni sull'evoluzione dei mercati dei capitali locali nella comunicazione "Unione dei mercati dei capitali: progressi nella creazione del mercato unico dei capitali per un'Unione economica e monetaria forte" e nel documento di lavoro di accompagnamento⁹. Va detto però che tali documenti non stabiliscono un piano d'azione dettagliato. Esprimono una visione strategica, cioè l'importanza dei mercati dei capitali locali, che non era evidente all'epoca. Inoltre gli orientamenti sono stati ripartiti su tre livelli: nazionale, regionale ed europeo, con azioni da intraprendere a ciascun livello.

59. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 59 a 65.

Il semestre europeo è uno strumento importante per coordinare la politica economica degli Stati membri e, poiché la promozione degli investimenti rientra tra i suoi obiettivi, la Commissione presta molta attenzione al ruolo delle riforme strutturali per il miglioramento dei mercati dei capitali locali a sostegno di tale obiettivo. Poiché la Commissione può emettere solo un numero limitato di raccomandazioni specifiche per paese nei confronti di ciascuno Stato membro, i compromessi sono inevitabili e occorre operare scelte tra gli ambiti politici che possono essere oggetto di una raccomandazione rivolta a un determinato Stato membro. In tale contesto la Commissione sottolinea che per la scelta delle raccomandazioni è importante sia l'ordine di priorità a livello nazionale, sia la coerenza tra paesi nell'ambito di un dato settore politico.

60. La Commissione ritiene che le questioni più importanti siano state affrontate nelle relazioni per paese, tenendo conto del formato, delle condizioni e dell'esigenza di definire priorità in base alle quali le valutazioni dovevano essere prodotte.

La Commissione prende atto del fatto che vi sono attualmente alcuni indicatori statistici sui mercati dei capitali nazionali che potrebbero essere ulteriormente ampliati.

62. Il quadro del semestre europeo è utilizzato per individuare le necessità di riforme e di investimenti in ciascuno Stato membro. Le sue raccomandazioni si concentrano sulle carenze che necessitano di maggiore attenzione per sostenere la crescita e l'occupazione in specifici Stati membri. Il suo ruolo non è quindi quello di concentrarsi su ciascun settore in cui uno Stato membro mostra risultati inferiori rispetto alla media UE, quanto di accordare priorità a un numero limitato di raccomandazioni politiche che porteranno benefici a una data economia, alla luce delle priorità globali definite ogni anno nella strategia annuale di crescita sostenibile. Un tale approccio semplificato è stato accolto favorevolmente dagli Stati membri, in quanto la possibilità di concentrarsi su un numero limitato di priorità ben definite contribuisce a orientare meglio le azioni di governo e aumenta il senso di titolarità del processo da parte degli Stati membri.

63. All'inizio di ciascun ciclo del semestre, la strategia annuale di crescita sostenibile definisce chiaramente le priorità del ciclo di coordinamento delle politiche che sta per avere inizio. Inoltre la raccomandazione per la zona euro adottata ogni anno prima dell'adozione delle raccomandazioni specifiche per paese (RSP) definisce le raccomandazioni politiche prioritarie per gli Stati membri della zona euro, fornendo orientamenti per le loro RSP. Quanto alla definizione delle priorità per le riforme, le raccomandazioni proposte dalla Commissione riflettono la propria valutazione in ordine alle azioni prioritarie da intraprendere.

64. Il fatto che una RSP tratti varie questioni rispecchia il fatto che occorrono interventi strategici in vari ambiti per affrontare una specifica sfida socioeconomica. Non si considera praticabile la

⁹ COM(2019) 136 final e SWD(2019) 99 final.

raccomandazione di stabilire un calendario, in quanto la Commissione è consapevole che potrebbe essere necessario compiere le riforme in fasi diverse nel tempo. Si potrebbe invece disporre una valutazione qualitativa più dettagliata dell'impegno attuativo di uno Stato membro. Ciò già avviene quando la Commissione valuta l'attuazione e applica diverse categorie di valutazione, tra cui progressi limitati, alcuni progressi, ecc.

65. La Commissione sottolinea come non tutte le raccomandazioni possono essere pienamente o sostanzialmente attuate nell'ambito della loro durata (da 13 a 16 mesi). Inoltre occorre del tempo affinché che il risultato delle azioni di riforma intraprese si manifesti nell'economia reale.

La Commissione concorda sul fatto che il livello di attuazione delle RSP potrebbe essere maggiore. A tale scopo ha proposto lo strumento di sostegno tecnico, un regolamento autonomo che rappresenta la continuazione dell'attuale programma di sostegno alle riforme strutturali (SRSP), nell'ambito del prossimo quadro finanziario pluriennale.

La Commissione ha inoltre proposto un nuovo dispositivo per la ripresa e la resilienza che incentiva gli sforzi di riforma e investimento degli Stati membri in linea con le priorità individuate nelle raccomandazioni specifiche per paese e con gli obiettivi per la tutela ambientale e digitali, offrendo un sostegno finanziario sostanziale.

70. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 70 a 71 e figura 7.

La Commissione rileva che le divergenze nel numero di progetti approvati e realizzati per i paesi con mercati dei capitali meno sviluppati è il risultato dell'assistenza tecnica che può essere fornita solo sulla base della domanda degli Stati membri e di una selezione competitiva basata sulla qualità del progetto, sull'impatto atteso e sul budget disponibile¹⁰.

77. Risposta congiunta della Commissione ai punti 77 e 78.

La Commissione rileva che, nella valutazione dell'assistenza tecnica, va tenuto debito conto del fatto che la Commissione fornisce consulenza agli Stati membri e che quest'ultima è una condizione necessaria ma non sufficiente affinché gli Stati membri attuino una riforma, particolarmente nel caso di riforme strategiche e politiche. Di conseguenza una forte titolarità delle misure di sostegno e il programma di riforme degli Stati membri hanno un'importanza fondamentale durante l'intero processo di riforma.

Tale titolarità è dimostrata quando gli Stati membri adeguano le raccomandazioni tecniche allo specifico contesto amministrativo e politico.

È importante ricordare che i risultati dei progetti di assistenza tecnica devono essere intesi come i cambiamenti indotti, quali l'adozione di una strategia, di una nuova legge / di un nuovo atto o la modifica di quelli esistenti, l'adozione di (nuove) procedure e azioni volte a migliorare la realizzazione di riforme nelle strutture od organizzazioni beneficiarie.

In pratica, l'attuazione "completa" da parte degli Stati membri di progetti di assistenza tecnica focalizzati sull'attuazione di riforme può essere molto più agevole rispetto ai progetti incentrati sulla progettazione di riforme. Per tali progetti, anche i tempi di realizzazione potranno essere molto più lunghi e probabilmente procedere a tappe, come dimostrato da alcuni dei progetti nell'ambito del presente audit.

¹⁰ Regolamento (UE) 825/2017.

79. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 79 a 81.

La promozione dell'integrazione finanziaria è stata, e continuerà a essere, un obiettivo principale dell'UMC. La Commissione ha proposto sei misure legislative per stabilire nuove norme UE per i prodotti, i marchi e i passaporti. Cinque di queste¹¹ sono in fase di implementazione dopo essere state adottate dai colegislatori, mentre l'adozione della sesta è imminente¹². Inoltre le nuove norme sulla ristrutturazione¹³ comportano una maggiore sicurezza giuridica per gli investitori transfrontalieri e i buoni progressi registrati a livello di vigilanza finanziaria europea promuovono un'ulteriore convergenza in materia di vigilanza. Sebbene sia ancora troppo presto per valutare la loro efficacia e il loro contributo all'integrazione finanziaria nell'UE, la Commissione riconosce l'esigenza di ulteriori progressi.

Nel piano d'azione 2020 per l'UMC¹⁴, la Commissione mira a continuare ad affrontare gli ostacoli chiave all'integrazione dei mercati. Alcune di queste misure vanno al di là della legislazione finanziaria UE e tentano di rimuovere gli ostacoli legati a un quadro giuridico più ampio o determinati da preferenze o pratiche nazionali di lunga data. Ciò vale in particolare nel campo dell'imposizione fiscale e dell'insolvenza non bancaria. In questi campi la Commissione propone azioni mirate concentrandosi sugli ostacoli principali che causano la frammentazione del mercato e scoraggiano gli investimenti transfrontalieri.

86. I servizi di alfabetizzazione finanziaria della rete Enterprise Europe sostengono le PMI nella crescita internazionale e nell'innovazione rendendole consapevoli:

- delle tipologie di finanziamenti e dei finanziamenti UE adeguati, dei vantaggi e dei rischi, di come le PMI devono prepararsi e
- dei diritti finanziari (in particolare i ritardi nei pagamenti).

Il volume dei servizi di alfabetizzazione finanziaria che i membri della rete Enterprise Europe possono fornire è condizionato dall'obbligo contrattuale di fornire tutti i tipi di servizi della rete Enterprise Europe in modo equilibrato (consulenza sull'accesso ai finanziamenti e un'ampia gamma di altre questioni).

93. La Commissione osserva che l'onerosità delle procedure di rimborso della ritenuta alla fonte è una barriera per il libero movimento di capitali e rappresenta un ostacolo agli investimenti transfrontalieri.

La Commissione ribadisce il proprio impegno ad affrontare tale questione (si veda anche la risposta della Commissione al punto 95).

94. La Commissione desidera chiarire che il codice di condotta sulla ritenuta alla fonte è uno strumento non vincolante, che richiede un impegno volontario da parte degli Stati membri ad allineare le proprie pratiche alle raccomandazioni previste nel codice allo scopo di semplificare le procedure in materia di applicazione della ritenuta alla fonte. L'obiettivo principale è quello di rendere più efficienti le procedure di rimborso della ritenuta alla fonte (pagamenti e procedure digitalizzati e veloci, ecc.), sebbene il codice si occupi anche della possibilità di realizzare un sistema standardizzato e armonizzato di esenzione fiscale alla fonte.

¹¹ Regolamenti (UE) 2017/1991, 2017/2402, 2019/1238, 2019/1156, direttive (UE) 2019/1160 e 2019/2162.

¹² COM(2018) 113.

¹³ Direttiva (UE) 2019/1023.

¹⁴ COM(2020) 590.

95. La Commissione svolge da tempo un ruolo attivo nella promozione di procedure più semplici di applicazione della ritenuta alla fonte nell'UE. In questo senso, è anche utile evidenziare la raccomandazione sulle procedure di concessione dell'esenzione dalla ritenuta alla fonte pubblicate nel 2009¹⁵. Il lavoro svolto, ad esempio tramite il codice di condotta, è stato un modo per affrontare il problema ottenendo nel contempo ulteriori feedback e contributi sull'impatto di tale problema sul mercato interno. La Commissione si è inoltre recentemente impegnata a formulare un'iniziativa volta a introdurre un sistema comune e standardizzato a livello UE di esenzione alla fonte.

96. La presidente della Commissione europea ha chiarito che la Commissione è disposta ad esaminare l'applicazione del principio del voto a maggioranza qualificata in campo fiscale. Si veda anche la risposta della Commissione al punto 95.

98. La Commissione desidera chiarire quanto segue: il vertice delle amministrazioni fiscali dell'UE tenutosi nel maggio 2020 ha concluso che per evitare che gli ostacoli connessi a procedure fiscali intralcino gli investimenti transfrontalieri, la Commissione organizzerà un apposito indirizzo di lavoro per studiare iniziative legislative e non legislative su come affrontare le attuali sfide relative alle procedure di ritenuta alla fonte (compresa la possibilità di un sistema di esenzione alla fonte). Il lavoro che seguirà dovrà comunque poggiare sul lavoro precedente svolto a livello dell'UE e internazionale (codice di condotta, ecc.)

101. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 101 a 106.

La Commissione si impegna ad applicare l'agenda "Legiferare meglio" per consentire l'effettiva esecuzione della fase successiva dell'UMC. Poiché l'UMC riguarda la promozione di attività nuove o che sono in una fase iniziale, la qualità e la disponibilità dei dati tende a essere limitata e non permette né di prevedere come gli operatori finanziari si adegueranno né di stimare con sufficiente precisione come i mercati evolveranno. L'approccio strategico è stato pertanto quello di individuare i motivi per cui un'attività non è stata realizzata o è rimasta poco sviluppata, nel collegare tali motivi ai fallimenti e agli ostacoli del mercato e successivamente nel progettare misure politiche idonee ad affrontare tali fallimenti e ostacoli, mantenendo nel contempo altri obiettivi importanti come la stabilità finanziaria o l'integrità del mercato.

La Commissione riconosce che alcuni obiettivi politici sono stati formulati in termini piuttosto ampi e che quindi è difficile determinare con precisione in che misura alcuni siano stati realizzati. Essa ritiene che un obiettivo più specifico o addirittura quantificato non avrebbe fatto la differenza per la progettazione di politiche a favore dell'UMC, né che una sequenza o determinazione diversa della priorità delle misure avrebbe consentito progressi più significativi rispetto a quelli effettivamente realizzati. L'UMC è un progetto a lungo termine che richiede sforzi continui e determinati su molti fronti. È il motivo per cui la Commissione ha preferito segnalare le urgenze e le sfide strutturali piuttosto che porre l'accento sulle priorità.

107. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 107 a 114.

La creazione dell'Unione dei mercati dei capitali figura tra le priorità fondamentali della Commissione Juncker. A distanza di cinque anni la necessità di mercati dei capitali più integrati e più profondi è indiscussa. Nel proprio intervento di apertura al Parlamento europeo, la presidente della Commissione Ursula Von Der Leyen ha dichiarato: "È ora di portare a compimento l'Unione dei mercati dei capitali". La presidente della Commissione ha chiesto di accelerare il lavoro verso un'Unione dei mercati dei capitali per diversificare le fonti di finanziamento per le imprese e affrontare gli ostacoli al

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009H0784&from=IT>

flusso di capitali. Il secondo piano d'azione per l'UMC definisce misure chiave per adempiere a tale impegno.

115. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 115 a 124.

La Commissione ha riferito sui progressi delle proposte legislative e di altre misure nelle comunicazioni del 2016, 2017, 2018 e 2019. Tutte queste comunicazioni, fatta eccezione per quella del 2019, sono state accompagnate da un documento di lavoro contenente maggiori dettagli. Già nel 2016 la Commissione aveva istituito un quadro di monitoraggio che prevedeva l'applicazione di indicatori economici in grado di misurare i progressi verso il conseguimento degli obiettivi dell'UMC, ma tale quadro non è stato applicato e mantenuto negli anni successivi. Esso si è rivelato prematuro a causa del marcato sfasamento temporale con cui le modifiche delle strutture finanziarie diventano visibili nelle statistiche. Ad esempio, la maggior parte degli indicatori strutturali disponibili al momento della revisione intermedia riguardava il periodo in cui il piano d'azione iniziale era stato istituito; i dati oggi disponibili non sono ancora in grado di indicare se le iniziative dell'UMC adottate negli ultimi anni abbiano avuto un effetto. Di conseguenza la Commissione ha riportato solo gli indicatori statistici che forniscono informazioni in forma condensata sui progressi verso il conseguimento dell'UMC. Il monitoraggio del reale impatto delle misure nel quadro del piano d'azione per l'UMC si è rivelato prematuro poiché la maggior parte delle misure è stata adottata solo recentemente o è tuttora in fase di attuazione.

CONCLUSIONI E RACCOMANDAZIONI

128. Risposta congiunta della Commissione ai punti da 125 a 129.

In generale, i mercati europei dei capitali hanno continuato a evolversi da quando è stato messo in atto il primo piano d'azione per l'UMC. La Commissione ha presentato tutte le proposte legislative definite riguardanti le misure non legislative. Sebbene le misure adottate abbiano cominciato ad avere un impatto, ci vorrà del tempo prima che i benefici si concretizzino pienamente e gli effetti si facciano sentire in pratica. È sempre stato chiaro che l'UMC è un progetto a lungo termine che richiede sforzi continui e determinati da parte di tutti i portatori di interessi. Le misure annunciate nel secondo piano d'azione trasformeranno ulteriormente il sistema finanziario dell'UE e contribuiranno ad affrontare le sfide politiche ed economiche che ci attendono. La Commissione è concorde sul fatto che rimane limitato l'accesso ad alcune forme di finanziamento, ad esempio tramite strumenti di capitale aperti al pubblico. Le nuove misure formulate nel piano d'azione 2020 mirano a trovare un equilibrio tra il miglioramento delle informazioni a disposizione degli investitori e la maggiore proporzionalità degli obblighi di rendicontazione per le PMI. La Commissione condivide il punto di vista della Corte dei conti europea secondo cui le misure volte a sostenere la cartolarizzazione non abbiano ancora portato gli effetti attesi. La cartolarizzazione sarà rilevante nel quadro della ripresa, quando le banche saranno sotto pressione per estendere il credito, in particolare alle PMI, ed espandere i loro bilanci. A questo scopo la Commissione ha già proposto modifiche mirate al quadro delle cartolarizzazioni nel pacchetto di misure per la ripresa dei mercati dei capitali nel luglio 2020¹⁶.

Raccomandazione 1 – Proporre azioni adeguatamente mirate per agevolare ulteriormente l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali

La Commissione accoglie la raccomandazione 1, lettera a). Punterà alla semplificazione delle norme esistenti sulla quotazione in borsa onde ridurre i costi di adempimento per le PMI, rivedrà il quadro legislativo per i fondi di investimento europei a lungo termine e cercherà di prevedere un trattamento adeguato degli investimenti azionari a lungo termine nelle PMI per le banche. La Commissione

¹⁶ COM(2020) 282 final.

valuterà inoltre i meriti e la fattibilità dell'introduzione di un obbligo a carico delle banche di orientare le PMI la cui richiesta di credito è stata respinta verso fornitori di finanziamenti alternativi.

La Commissione accoglie la raccomandazione 1, lettera b). Oltre alla misura descritta nell'ambito della raccomandazione 1, lettera a), che intende migliorare l'equilibrio tra gli interessi di imprese e investitori, la Commissione proporrà di creare una piattaforma a livello dell'Unione (il punto di accesso unico europeo) che permette agli investitori di accedere facilmente a informazioni societarie di carattere finanziario e relative alla sostenibilità.

La Commissione accoglie la raccomandazione 1, lettera c). Per far crescere il mercato delle cartolarizzazioni nell'UE, la Commissione riesaminerà l'attuale quadro normativo delle cartolarizzazioni al fine di migliorare l'erogazione del credito da parte delle banche alle imprese UE e in particolare alle PMI. La Commissione sottolinea però che la revisione del quadro delle cartolarizzazioni europeo non renderà necessariamente più interessante la cartolarizzazione delle PMI a causa dei rischi connessi ai prestiti alle PMI e della probabile mancanza di interesse per tale cartolarizzazione da parte degli investitori.

130. Si veda la risposta della Commissione ai punti 57 e 58.

131. Si veda la risposta della Commissione ai punti da 59 a 65.

132. La Commissione rileva che l'assistenza tecnica basata sulla domanda non può essere garantita a tutti gli Stati membri in difficoltà.

Raccomandazione 2 – Favorire l'ispessimento e una migliore integrazione dei mercati dei capitali locali

La Commissione respinge la raccomandazione 2, lettera a). Ha già rivisto le migliori pratiche e ha delineato gli orientamenti che potrebbero essere seguiti dagli attori a vari livelli (SWD(2019) 99). Il prossimo passo per gli Stati membri consiste nel muoversi da questa base. Diversi Stati membri hanno lavorato su strategie nazionali per i mercati dei capitali. La Commissione seguirà attentamente e sosterrà i progressi nella costruzione di un ecosistema interconnesso di mercati dei capitali forti, trasparenti e accessibili nell'UE, anche mettendo a disposizione un'assistenza tecnica continua. La Commissione intende rafforzare il monitoraggio e il dialogo con gli Stati membri e continuare a impegnarsi per rispondere alle esigenze dei mercati locali.

La Commissione accoglie parzialmente la raccomandazione 2, lettera b). Le raccomandazioni specifiche per paese possono svolgere un ruolo determinante nel promuovere le riforme strutturali e quindi nell'incentivare misure politiche a livello degli Stati membri che favoriscano il finanziamento basato sul mercato. La necessità di effettuare progressi nel finanziamento sul mercato deve essere valutata a fronte di altre carenze strutturali con cui gli Stati membri si devono confrontare, dell'urgenza di affrontarle e dei mezzi disponibili per risolverle con successo. La Commissione non può quindi accettare lo scarso sviluppo dei mercati dei capitali quale criterio autonomo per emettere raccomandazioni specifiche per paese.

La Commissione accoglie parzialmente la raccomandazione 2, lettera c). La Commissione rileva che il miglioramento del modello di assistenza tecnica basato sulla domanda proseguirà mediante le attività di dialogo con gli Stati membri organizzate nell'ambito degli inviti annuali agli Stati membri di presentare richieste nel settore dello sviluppo del mercato dei capitali. La Commissione non può tuttavia garantire che gli Stati membri con le maggiori esigenze in una determinata area politica richiederanno assistenza tecnica in futuro e che tutti riceveranno l'assistenza tecnica della Commissione in quella specifica area politica.

Infatti, l'assistenza tecnica fornita dalla Commissione rimane uno strumento basato sulla domanda, come disposto dal regolamento sul programma di sostegno alle riforme strutturali (il futuro strumento di sostegno tecnico)¹⁷, ed è inoltre oggetto di una selezione competitiva basata sui criteri definiti nel regolamento, tra cui la valutazione della qualità di tutte le richieste ricevute, il relativo impatto atteso e il budget disponibile della Commissione.

133. La Commissione non ha ritenuto esaustivo l'elenco delle azioni proposte e ha invitato gli Stati membri nel gruppo di esperti a individuare altre barriere nei settori di pertinenza dell'UMC.

Si vedano anche le risposte della Commissione ai punti 79 e 81.

134. Si veda la risposta della Commissione al punto 86.

136. La Commissione desidera sottolineare come il codice di condotta abbia consentito di effettuare alcuni progressi verso un miglioramento dell'efficienza delle procedure di ritenuta alla fonte. Inoltre, come chiarito al punto 99, formulerà un'iniziativa volta a introdurre un sistema comune e standardizzato a livello UE di esenzione alla fonte.

Raccomandazione 3 – Affrontare il problema delle principali barriere transfrontaliere agli investimenti

La Commissione accoglie parzialmente la raccomandazione 3, lettera a). La Commissione accetta l'obiettivo della raccomandazione 3, lettera a) per la promozione dell'alfabetizzazione finanziaria. Il piano d'azione 2020 per l'UMC¹⁸ prevede due misure dedicate alla promozione dell'alfabetizzazione finanziaria. In primo luogo, al fine di sostenere gli Stati membri negli sforzi di promozione dell'alfabetizzazione finanziaria, la Commissione effettuerà una valutazione di fattibilità per lo sviluppo di un quadro UE dedicato di competenza finanziaria. In secondo luogo, la Commissione chiederà agli Stati membri di promuovere misure di apprendimento che sostengano l'educazione finanziaria per quanto riguarda gli investimenti responsabili in atti legislativi settoriali.

La Commissione accoglie la raccomandazione 3, lettera b). Per rendere più prevedibili gli esiti delle procedure di insolvenza, la Commissione adotterà un'iniziativa legislativa o non legislativa volta a promuovere la convergenza in determinate aree legate agli elementi essenziali delle procedure di insolvenza non bancaria. Tale iniziativa potrebbe occuparsi della definizione dei criteri di avvio delle procedure di insolvenza, della classificazione dei crediti e di ulteriori elementi chiave come le azioni revocatorie o il tracciamento dei beni.

La Commissione accoglie la raccomandazione 3, lettera c). Il piano d'azione per una fiscalità equa ed efficiente a sostegno della strategia di ripresa, pubblicato il 15 luglio 2020, fa riferimento a un'iniziativa legislativa relativa all'introduzione di un sistema di esenzione dalla ritenuta alla fonte.

137. Si veda la risposta della Commissione ai punti da 101 a 106.

138. In relazione ai punti 138 e 139, si veda la risposta della Commissione ai punti da 115 a 124.

Raccomandazione 4 – Sviluppare obiettivi specifici, misure cruciali e il monitoraggio dell'UMC

¹⁷ Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce uno strumento di sostegno tecnico [COM(2020) 409 final del 28.5.2020].

¹⁸ COM(2020) 590.

La Commissione accoglie la raccomandazione 4, lettera a). Il piano d'azione 2020 per l'UMC formulerà misure specifiche per raggiungere determinati obiettivi che sono alla base degli obiettivi dell'UMC. La Commissione è determinata ad affrontare le misure cruciali. Promuovere l'UMC richiede il superamento delle strutture in cui le differenze nazionali sono caratterizzate da preferenze, abitudini e tradizioni giuridiche radicate. Il piano d'azione evidenzia le urgenze e le sfide strutturali.

La Commissione accoglie la raccomandazione 4, lettera b). Ora che la strada verso il conseguimento dell'UMC è saldamente delineata e che è prevedibile la manifestazione nei dati dell'impatto del primo piano d'azione, la Commissione integrerà le sue relazioni periodiche sui progressi dell'azione legislativa con il monitoraggio dell'evoluzione del mercato dei capitali dell'UE in una serie di indicatori mirati.

La Commissione accoglie parzialmente la raccomandazione 4, lettera c). Lo studio indicato nell'analisi della Corte dei conti europea rappresenta un buon punto di partenza per individuare gli indicatori idonei e per i quali i dati sono affidabili, che hanno una copertura sufficiente nel tempo e a livello degli Stati membri e sono collegati agli obiettivi dell'UMC. Poiché lo studio rivela una mancanza di dati per alcune aree politiche e constata che il legame tra gli indicatori di input e di output sia spesso difficile da stabilire empiricamente, il monitoraggio da parte della Commissione dei progressi conseguiti verso gli obiettivi dell'UMC dovrà inevitabilmente essere basato sui migliori sforzi. Si tenterà di migliorare la base dei dati purché sia possibile senza aumentare in maniera sproporzionata gli oneri di rendicontazione a carico del settore finanziario. Tuttavia, se i dati devono essere messi a disposizione da parte di terzi, la Commissione non può garantirne l'affidabilità.

Équipe di audit

Le relazioni speciali della Corte dei conti europea illustrano le risultanze degli audit espletati su politiche e programmi dell'UE o su temi relativi alla gestione concernenti specifici settori di bilancio. La Corte seleziona e pianifica detti incarichi di audit in modo da massimizzarne l'impatto, tenendo conto dei rischi per la performance o la conformità, del livello delle entrate o delle spese, dei futuri sviluppi e dell'interesse pubblico e politico.

Il presente controllo di gestione è stato espletato dalla Sezione di audit IV della Corte (“Regolamentazione dei mercati ed economia competitiva”), presieduta da Alex Brenninkmeijer, Membro della Corte. L'audit è stato diretto da Rimantas Šadžius, Membro della Corte, coadiuvato da Mindaugas Pakštys, capo di Gabinetto, e Tomas Mackevičius, attaché di Gabinetto; Marion Colonerus, prima manager; Anna Ludwikowska, capoincarico; Athanasios Koustoulidis, Ezio Guglielmi, Nadiya Sultan e Karolina Beneš, auditor. Victoria Gilson e Richard Moore hanno fornito assistenza linguistica.



Rimantas Šadžius



Mindaugas Pakštys



Anna Ludwikowska



Ezio Guglielmi



Nadiya Sultan



Karolina Beneš



Victoria Gilson

Cronologia

| Evento | Data |
|---|------------|
| Adozione del piano di indagine (APM)/Inizio dell'audit | 16.7.2019 |
| Trasmissione ufficiale del progetto di relazione alla Commissione (o ad altra entità sottoposta ad audit) | 5.8.2020 |
| Adozione della relazione finale dopo la procedura in contraddittorio | 20.10.2020 |
| Ricezione, in tutte le lingue, delle risposte ufficiali della Commissione (o di altra entità sottoposta ad audit) | 9.11.2020 |

DIRITTI D'AUTORE

© Unione europea, 2020.

La politica di riutilizzo della Corte dei conti europea è stabilita dalla [decisione della Corte n. 6-2019](#) sulla politica di apertura dei dati e sul riutilizzo dei documenti.

Salvo indicazione contraria (ad esempio, in singoli avvisi sui diritti d'autore), il contenuto dei documenti della Corte di proprietà dell'UE è soggetto a licenza [Creative Commons Attribuzione 4.0 Internazionale \(CC BY 4.0\)](#). Ciò significa che ne è consentito il riutilizzo, a condizione che la fonte sia citata in maniera appropriata e che le modifiche siano indicate. Qualora il contenuto suddetto venga riutilizzato, il significato o il messaggio originari non devono essere distorti. La Corte dei conti europea non è responsabile delle eventuali conseguenze derivanti dal riutilizzo del proprio materiale.

È necessario chiedere un'ulteriore autorizzazione se un contenuto specifico permette di identificare privati cittadini, ad esempio nelle foto che ritraggono personale della Corte, o include lavori di terzi. Qualora venga concessa, questa autorizzazione annulla quella generale sopra menzionata e indica chiaramente ogni eventuale restrizione dell'uso.

Per utilizzare o riprodurre contenuti non di proprietà dell'UE, può essere necessario richiedere un'autorizzazione direttamente ai titolari dei diritti:

Figura 8: Icons © 2010-2020 Freepik Company S.L. Tutti i diritti riservati.

Il software o i documenti coperti da diritti di proprietà industriale, come brevetti, marchi, disegni e modelli, loghi e nomi registrati, sono esclusi dalla politica di riutilizzo della Corte e non possono esser concessi in licenza.

I siti Internet istituzionali dell'Unione europea, nell'ambito del dominio europa.eu, contengono link verso siti di terzi. Poiché esulano dal controllo della Corte, si consiglia di prender atto delle relative informative sulla privacy e sui diritti d'autore.

Uso del logo della Corte dei conti europea

Il logo della Corte dei conti europea non deve essere usato senza previo consenso della stessa.

| | | | | |
|------|------------------------|----------------|--------------------|-------------------|
| PDF | ISBN 978-92-847-5438-0 | ISSN 1977-5709 | doi:10.2865/844279 | QJ-AB-20-023-IT-N |
| HTML | ISBN 978-92-847-5413-7 | ISSN 1977-5709 | doi:10.2865/39021 | QJ-AB-20-023-IT-Q |

Nell'UE vige un sistema di finanziamento dell'economia reale basato prevalentemente sul credito, quindi fortemente dipendente dalle banche. Per far fronte a questa situazione, la Commissione ha varato nel 2015 un Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC) per promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali dell'UE e la loro integrazione, nonché assicurare fonti di finanziamento alternative per le imprese, comprese le PMI. Il piano d'azione prevedeva una serie di misure, molte delle quali comportavano la cooperazione tra operatori di mercato, Stati membri e istituzioni dell'UE. Nel complesso, la Corte ha constatato che la Commissione ha compiuto piccoli passi verso l'obiettivo di creare l'UMC, ma finora non è stata in grado di catalizzare progressi consistenti con le misure che ha potuto adottare nell'ambito del proprio mandato. La Corte raccomanda alla Commissione di proporre azioni adeguatamente mirate per agevolare ulteriormente l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali, di favorire l'ispessimento e una migliore integrazione dei mercati dei capitali locali, di ovviare alle principali barriere transfrontaliere agli investimenti, di definire obiettivi specifici e misure cruciali, nonché di sviluppare un sistema di monitoraggio della realizzazione dell'UMC.

Relazione speciale della Corte dei conti europea presentata in virtù dell'articolo 287, paragrafo 4, secondo comma, del TFUE.



CORTE
DEI CONTI
EUROPEA



Ufficio delle pubblicazioni
dell'Unione europea

CORTE DEI CONTI EUROPEA
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUXEMBOURG

Tel. +352 4398-1

Modulo di contatto: eca.europa.eu/it/Pages/ContactForm.aspx
Sito Internet: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors