

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO PRIMO	5
<i> Mercati Finanziari, Definizione, Evoluzione Dal 2000 Ad Oggi.....</i>	5
1. La nozione di mercati finanziari e le origini della disciplina del mercato mobiliare.....	5
1.2. Il quadro europeo in materia di regolamentazione finanziaria	13
1.3. Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi ispiratori	16
1.4. L’evoluzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo europei dopo la crisi finanziaria del 2007-2009.....	20
CAPITOLO SECONDO	23
<i> Le piattaforme di utilizzo, i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di integrazione: il cammino verso la realizzazione di una Capital Markets Union</i>	23
2.1. Le piattaforme di negoziazione: inquadramento generale	23
2.2. Le sedi di negoziazione nell’ambito della disciplina MiFID II e MiFIR	30
2.3. Sistemi multilaterali autorizzati dalla Consob (art. 62, co. 2, T.U.F).....	40
2.4. Sistemi multilaterali di negoziazione europei e i sistemi organizzati di integrazione	47
2.5. Criticità e prospettive future del Mercato Unico dei Capitali	58
CAPITOLO TERZO	68
<i> Integrazione dei mercati finanziari europei ed efficienza: alcune considerazioni e misurazione di efficacia dei mercati</i>	68
3.1. Integrazione dei mercati finanziari europei ed efficienza: considerazioni di carattere generale	68
3.2. La misurazione dell’efficienza dei mercati finanziari europei: i risultati di una indagine empirica	79
3.2.1. Introduzione allo studio.....	79
3.2.2. Valutazione dinamica delle prestazioni	82

3.2.3. Analisi dei dati.....	100
CONCLUSIONI.....	110

Bibliografia

INTRODUZIONE

Nell'economia globale, i mercati finanziari hanno strutture e prestazioni diverse. Il mercato statunitense ha una maggiore capitalizzazione, è più sviluppato dei mercati europei ed è dominato dal finanziamento di private equity. La performance del mercato statunitense è simile a quella del mercato dei capitali giapponese. Il mercato dei capitali cinese rappresenta il mercato più piccolo tra le principali potenze economiche. I mercati dei capitali in Europa sono significativamente segmentati, dominati dal meccanismo di credito e dal trading delle istituzioni finanziarie. Il mercato più simile al mercato statunitense in Europa è la Svizzera. Tenendo conto della capitalizzazione di mercato, come uno degli indicatori delle dimensioni del mercato dei capitali, il mercato dei capitali statunitense è il più grande. Il mercato dei capitali cinese è più volatile ma ha un trend in crescita, e questi sono solo alcuni esempi. L'idea di Capital Market Union (CMU) è emersa come programma politico-economico della CE nel 2014 con l'obiettivo di creare un ambiente economico stabile e contribuire a un più alto grado di integrazione dei paesi membri dell'Unione Europea. Il progetto European Capital Market, basato sui parametri di base del mercato dei capitali statunitense, rafforzerebbe la competitività degli attori del mercato rafforzando l'economia comune dell'UE, contribuendo al contributo della crescita economica, dei tassi di occupazione, migliorando il finanziamento delle imprese, contribuendo alla diversificazione dei fondi di investimento e facilitando

un'interconnessione più efficace tra i partner commerciali. Un presupposto importante, tuttavia, è l'apertura delle economie nazionali, il grado di sviluppo economico e la regolamentazione bancaria. Il mercato integrato dei capitali fornisce una riduzione dei rischi finanziari, offrendo così agli investitori migliori opportunità per diversificare i propri portafogli. È anche coinvolto nel finanziamento più efficiente di progetti di investimento, nel finanziamento del capitale aziendale e nell'assicurare una sufficiente liquidità di mercato. Il mercato dei capitali dell'UE rappresenta un passo di integrazione per la creazione di un'unione fiscale e politica. A seguito della crisi finanziaria e successivamente della crisi del debito, tuttavia, sono emersi problemi tra gli Stati membri dell'UE e l'Eurozona, causando squilibri significativi, differenze eccessive nei tassi di interesse sui titoli di Stato o deterioramento del merito di credito degli Stati nazionali con conseguente frammentazione dei mercati nazionali. Il presente lavoro di tesi è suddiviso in tre capitoli. Nel primo capitolo verrà introdotto il concetto di mercati finanziari, l'evoluzione del quadro normativo e la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare. Nel secondo capitolo si tratteranno le linee che condurranno alla realizzazione del Capital Market Union delineandone criticità e prospettive. Nel terzo capitolo verranno effettuate alcune considerazioni e misurazione di efficacia dei mercati finanziari derivante dall'integrazione.

CAPITOLO PRIMO

Mercati Finanziari, Definizione, Evoluzione Dal 2000 Ad Oggi

1. La nozione di mercati finanziari e le origini della disciplina del mercato mobiliare

L'indagine sull'evoluzione normativa e sulla regolamentazione dei mercati finanziari – dall'origine ai giorni nostri – presuppone una preliminare disamina in ordine alla nozione di mercato finanziario. Sul piano definitorio, in assenza di una specifica previsione legislativa¹ – nazionale ed europea – sono state prospettate due diverse ricostruzioni².

In via generale, secondo una ricostruzione alquanto diffusa³, il settore del mercato finanziario ricomprende, al proprio interno: i) il mercato finanziario in senso stretto, disciplinato – attualmente – dal d.lgs. 58 del 1998 (Testo Unico in Materia di Intermediazione finanziaria); ii) il mercato bancario, disciplinato dal d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia); iii) il mercato assicurativo, disciplinato, a sua volta, dal d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (Codice delle assicurazioni private)⁴. In questa concezione, i mercati finanziari si sostanziano in mercati privati che – in ragione dell'esigenza

¹ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XI ed., Giappichelli, Torino, p. 2 ss.

² V. LOPILATO, *Manuale di diritto amministrativo*, III ed., Giappichelli, Torino, 2021, p. 1791 ss.

³ *Ibidem*

⁴ Sul punto, anche G. DI GASPARE, *Introduzione allo studio dei mercati mobiliari*, in *Amministrazione in cammino*, il quale rileva come il mercato finanziario venga «tradizionalmente distinto in tre settori: mercato creditizio, mercato assicurativo e mercato mobiliare, tripartizione che si basa sia sulla diversità dei prodotti scambiati sia sul diverso ruolo svolto dagli intermediari».

di assicurare l'interesse pubblico alla loro stabilità e alla tutela dei soggetti che vi operano – si caratterizzano per la presenza di specifiche Autorità indipendenti, alle quali vengono attribuite funzioni di regolazione, di vigilanza e sanzionatorie.

Inteso in senso stretto, invece, il mercato finanziario è quello che regola, tra l'altro, i servizi e le attività di investimento aventi ad oggetto prodotti finanziari distribuiti tra i mercati⁵: nello specifico, il mercato mobiliare ricomprende soltanto quello specifico segmento del mercato finanziario in cui sono trattati i cosiddetti valori mobiliare, vale a dire quegli strumenti finanziari caratterizzati da una peculiare attitudine alla circolazione in quanto dotati di un elevato grado di trasferibilità⁶. In questa prospettiva, vengono esclusi dalla nozione di mercati finanziari tutti quei prodotti che «*creati ex novo, non hanno raggiunto ancora una tipicità economica tale da permettergli l'inserimento nel mercato mobiliare con conseguente tipicità giuridica*»⁷. In particolare, tali mercati individuano quei luoghi destinati allo scambio di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati ecc.), dove viene favorito l'incontro tra domanda e offerta, grazie soprattutto alla concentrazione spazio-temporale delle negoziazioni⁸.

Sempre sul piano definitorio, è interessante altresì sottolineare sin d'ora che i termini «*prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari hanno*

⁵ Ibidem

⁶ Ibidem

⁷ Ibidem

⁸ Ibidem

un preciso significato giuridico, che differisce da ciò che comunemente si intende nella letteratura economica e finanziaria, ove vengono usati promiscuamente per indicare qualsiasi strumento diretto al trasferimento della moneta nello spazio (assegni bancari, carte di credito, ecc.) o nel tempo (depositi bancari, azioni, mutui, obbligazioni, ecc.), oppure volto al trasferimento del rischio (assicurazioni, swap, ecc.)»⁹.

È noto, tra l'altro, che tali mercati finanziari – a seguito del processo di informatizzazione – non sono più considerati dei luoghi “ideali” (come erano, ad esempio, le vecchie Borse Valori, in cui gli operatori si incontravano personalmente), ma sono stati man mano sostituiti da piattaforme telematiche di negoziazione (c.d. sedi di negoziazione) e da circuiti informativi elettronici specializzati per tipologie di strumenti finanziari e/o di soggetti-emittenti, a cui hanno accesso gli operatori qualificati¹⁰.

Del resto, le moderne tecnologie di comunicazione hanno annullato le distanze geografiche tra operatori e luogo di scambio, spersonalizzando, per molti versi, le relative negoziazioni. Oggi, in particolare, è sufficiente avere sul *tablet* o sullo *smartphone* una delle tante *app* di *trading online* per essere immediatamente collegati con tutte le piattaforme di negoziazione del mondo.

⁹ In questi termini, L.M. QUATTROCCHIO, I prodotti del mercato mobiliare, in *Diritto Economia e Impresa*, fasc. 6, 2016.

¹⁰ Cfr. G. DI GASPARE, Introduzione allo studio dei mercati mobiliari, in *Amministrazione in cammino*, cit.

Per meglio comprendere tale realtà, è opportuno precisare che ai mercati finanziari sono tradizionalmente assegnate le seguenti funzioni.

In primo luogo, spetta il compito di facilitare il trasferimento del risparmio dalle unità in *surplus* (ad esempio, le famiglie) a quelle in *deficit* (come le imprese e gli Stati), tramite l'emissione di nuovi titoli. Si tratta, ovviamente, del cosiddetto "mercato primario", il cui obiettivo è quello dell'efficienza allocativa.

In secondo luogo, il mercato finanziario consente di aggregare domanda e offerta in modo tale da: a) favorire la formazione dei prezzi (c.d. *pricing*); b) incrementare la liquidità dei titoli negoziati; c) consentire la riduzione dei costi di transazione. In tali casi, si parla di efficienza nella fase informativa (che deve essere data in modo chiaro, semplice e trasparente), nella fase valutativa (ancorata il più possibile a criteri oggettivi) e nella fase operativa (perché bisogna garantire rapidità e certezza degli scambi). La terza funzione del mercato mobiliare è legata al trasferimento delle quote che determinano il controllo delle imprese: esso, infatti, identifica il luogo dove vengono effettuate le famose "scalate" che vengono intraprese per assumere posizioni di potere nella più grandi società partecipate del mondo.

Infine, all'interno di questo panorama – in cui è possibile trovare un'infinità di operatori economici – la pluralità dei prodotti finanziari disponibili consente di ridurre il rischio di concentrazione del portafoglio

(tramite la diversificazione degli investimenti) e di ottenere una maggiore copertura dei rischi (tramite la negoziazione dei titoli derivati).

In sintesi, dunque, i mercati finanziari consentono di ripartire e trasferire le risorse e il rischio finanziario tra gli agenti economici, nonché - se azionari - il controllo delle società, attraverso la compravendita di strumenti finanziari, la negoziazione di contratti finanziari (tipicamente derivati) e l'utilizzo di tecniche di gestione complesse, assicurandone la liquidabilità e la valorizzazione basata su un processo dinamico di formazione del prezzo tramite le proposte (ordini di compravendita) che via via affluiscono nel mercato stesso (processo c.d. di *price discovery*).

Per quanto riguarda, invece, i soggetti coinvolti, troviamo, da una parte, quelli disposti ad investire denaro in strumenti finanziari (investitori individuali o istituzionali, fondi pensione, gestori di portafoglio, assicurazioni, tesorerie di imprese multinazionali ecc.); dall'altra, quelli che necessitano di denaro e in cambio emettono strumenti finanziari (tipicamente le imprese di dimensioni medio-grandi, ma anche le banche e gli Stati); infine, vi sono quei soggetti che intendono disinvestire, liquidando gli strumenti finanziari già acquistati¹¹.

Insieme agli intermediari finanziari, i mercati costituiscono la componente principale dei sistemi finanziari e, per questo, sono regolamentati e vigilati da apposite Autorità (in particolare la Consob)

¹¹ Cfr. <https://www.consob.it/web/investor-education/i-mercati-degli-strumenti-finanziari>

che hanno il compito di garantirne l'integrità, la trasparenza e l'efficienza¹².

Fatta questa breve premessa in merito alla nozione, alla funzione e ai protagonisti dei mercati finanziari, è possibile procedere ad una più puntuale ricostruzione delle origini di tali mercati.

Come è noto, in via generale, l'attività produttiva dell'umanità si è storicamente sviluppata in tre fasi: la rivoluzione agricola (10.000 a.C.), la rivoluzione industriale (1800 d.C.) e la rivoluzione tecnologica (1970-2000).

Il mercato monetario, antenato del moderno mercato finanziario, fa la sua entrata in scena nella seconda fase, ossia quella della rivoluzione industriale.

Il mercato finanziario, come detto, è il luogo in cui vengono scambiate le attività finanziarie in generale e viene tradizionalmente distinto in tre settori (creditizio, assicurativo e mobiliare), in base al tipo di prodotti scambiati e al ruolo svolto dagli intermediari. Gli operatori del mercato creditizio sono le banche (note, per l'appunto, anche come "istituti di credito"), la cui funzione consiste - da una parte - nella raccolta del risparmio, che si obbligano a restituire corrispondendo i relativi interessi, e - dall'altra - nell'erogazione del credito (come mutui, prestiti, ecc.). Nel mercato assicurativo, invece, l'investitore paga un premio per ottenere,

¹² In tal senso, V. LOPILATO, Manuale di diritto amministrativo, cit., p. 1791 ss.

come corrispettivo, la copertura dal rischio del verificarsi di certi eventi futuri e incerti. Il mercato mobiliare, infine, riguarda quella branca del mercato finanziario dove vengono scambiati i valori mobiliari, ossia quegli strumenti finanziari così denominati per la loro attitudine a circolare facilmente, poiché dotati di un elevato grado di trasferibilità.

I titoli trattati su questo mercato (per esempio: azioni e obbligazioni) sono generalmente emessi dalle imprese e fanno sorgere un'obbligazione tra emittente e investitore. La prestazione dovuta dall'intermediario mobiliare non è rappresentata dalla restituzione di una somma (come per quello creditizio), o dalla garanzia prestata in caso di verifica dell'evento, futuro e incerto, dedotta nella polizza (come per l'assicurazione), ma si concreta nella corretta esecuzione del mandato ricevuto dal cliente. Nell'ambito del mercato mobiliare, peraltro, è opportuno distinguere tra mercato primario e secondario. Il mercato primario è quello sul quale vengono negoziati, per essere in seguito distribuiti sul mercato secondario, titoli non ancora destinati ad essere distribuiti presso il mercato dei risparmiatori¹³.

Nel primo caso, quindi, ad assumere il ruolo di venditore è solitamente lo stesso emittente oppure un altro detentore; potrebbe essere un intermediario (c.d. *underwriter*) che acquista "all'ingrosso" i titoli in sede di emissione (c.d. *underwriting*), al fine di collocarli in un secondo

¹³ F. ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, cit., p. 2 ss.

momento presso la clientela *retail*, direttamente oppure tramite altri operatori (c.d. *selling*)¹⁴.

In altre parole, la funzione tipica del mercato primario è quella di fornire i mezzi finanziari alle imprese che hanno bisogno di incrementare il proprio capitale, cosa che fa anche lo Stato tramite il mercato primario dei Titoli di Stato.

Il mercato secondario, invece, è quello dedicato alla negoziazione dei titoli già in circolazione. La sua funzione, quindi, non è quella di integrare una fonte di approvvigionamento alternativa per le imprese, bensì di garantire un grado di liquidabilità adeguato a coloro che acquistano (o hanno già acquistato) prodotti finanziari e hanno quindi bisogno di un sistema rapido e sicuro per l'incontro tra domanda e offerta. Le suddette peculiarità giustificano dunque la diversa regolamentazione dei tre settori, oltre che il diverso atteggiarsi della Autorità di vigilanza preposte.

In definitiva, alla luce di quanto sin qui esposto, appare evidente come il legislatore – nazionale e, come si vedrà, europeo – non abbia regolato, in modo omogeneo, i tre comparti del mercato finanziario, i quali anzi mantengono forti specificità normative: non vi è, dunque, «*una disciplina unitaria che investa, globalmente, banche, intermediari finanziari, assicurativi,*

¹⁴ Cfr. <https://www.consob.it/web/investor-education/i-mercati-degli-strumenti-finanziari>

mercati, emittenti, e che possa riflettere la nozione economica di “mercato finanziario”»¹⁵.

1.2. Il quadro europeo in materia di regolamentazione finanziaria

Venendo all'esame specifico del quadro europeo in materia di regolazione finanziaria, occorre premettere che, a livello sovranazionale, l'obiettivo principale è quello di favorire lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, in cui: i) venga assicurata la trasparenza del mercato; ii) venga rafforzata la tutela degli investitori, attraverso la previsione di obblighi più stringenti idonei a garantire ai clienti che *«i prodotti finanziari loro offerti siano adeguati alle loro esigenze e che i beni verso i quali indirizzano l'investimento siano adeguatamente protetti»¹⁶*; iii) sia assicurato il cd. “passaporto unico”, garantendo gli investimenti transfrontalieri in modo semplice e a condizioni uguali in tutti gli Stati membri.

Invero, la base giuridica delle Direttive e dei Regolamenti in materia di servizi finanziari è costituita, principalmente, dagli articoli: i) 49 (libertà di stabilimento); ii) 56 (libera prestazione dei servizi); iii) 63 (libera circolazione dei capitali); iv) 114 (ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che

¹⁵ F. ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, cit.

¹⁶ M. CALLEGARI, Il recepimento della direttiva MiFID II e l'adeguamento al regolamento MiFIR. La disciplina di attuazione, in *Diritto Economia e Impresa*, fasc. 4, 2016.

hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno) del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea.

Ciò posto, nell'ambito dell'Unione Europea, si è formato e delineato un quadro normativo e regolamentare unionale, al fine di raggiungere un sempre più crescente rafforzamento degli obiettivi di integrazione, competitività ed efficienza dei mercati finanziari, soprattutto al fine di proteggere e tutelare degli investitori e la concorrenza nei mercati.

In questo contesto, un ruolo centrale è stato assunto soprattutto dalla Direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari – nota anche con l'acronimo MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) – trasfusa nella più recente Direttiva 2014/65/UE (nota come MiFID II) e in parte sostituita dal Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, noto come MiFIR (*Markets in Financial Instruments Regulation*).

In particolare, il legislatore europeo – con gli interventi da ultimo citati – ha cercato di ridefinire il quadro normativo del 2004 disegnando un sistema sostanzialmente “chiuso”, idoneo cioè ad assicurare una specifica disciplina per tutte le possibili tipologie di negoziazione organizzata (di natura multilaterale) su strumenti finanziari¹⁷.

Emblematico, in tal senso, appare il Considerando n. 6 del MiFIR, ove si afferma chiaramente come sia «*importante garantire che la negoziazione di*

¹⁷ Così D.I. PACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *Nuovo diritto delle Società*, fasc. 1, 2016.

strumenti finanziari avvenga per quanto possibile in sedi organizzate e che tutte queste sedi siano regolamentate in modo adeguato», precisando altresì che «qualsiasi sistema di negoziazione di strumenti finanziari, quali ad esempio le entità attualmente note come reti di broker crossing, dovrebbe essere adeguatamente regolamentato [e] autorizzato nell'ambito di una delle tipologie di sedi multilaterali di negoziazione o quale internalizzatore sistematico»¹⁸.

In particolare, attraverso il MiFIR e la MiFID II, il legislatore europeo sembrerebbe aver compiuto un ulteriore passo in avanti, introducendo, da un lato, i cosiddetti «sistemi organizzati di negoziazione»; dall'altro, prevedendo una serie di disposizioni volte a vincolare gli operatori che intendano organizzare scambi di strumenti finanziari su base multilaterale mediante forme di negoziazione espressamente disciplinate¹⁹. Da ultimo, come si vedrà meglio nel corso della trattazione, il quadro generale contenuto nella Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e nel Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR) è stato poi integrato da numerosi Regolamenti delegati e da una Direttiva delegata, nonché da una serie di (nuovi) Orientamenti dell'ESMA (*European Securities and Markets Authority*)²⁰.

¹⁸ Cfr. Considerando n. 6 del Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio.

¹⁹ In tal senso, D.I. PACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, cit. Per un approfondimento, si veda G. FERRARINI, P. SAGUATO, *Reforming and derivatives trading in the EU: from EMIR to MiFIR*, in *Journal of Corporate Studies*, ottobre 2013, p. 345 ss.

²⁰ In questi termini, L.M. QUATTROCCHIO, *CMiFID II e MiFIR. Il quadro europeo di riferimento*, in *Diritto Economia e Impresa*, fasc. 4, 2018.

1.3. Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi ispiratori

Come già evidenziato, la disciplina nazionale in materia di mercati finanziari è contenuta, essenzialmente, nel Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. 58 del 1998), più volte modificato nel corso degli anni, soprattutto in attuazione dei numerosi interventi normativi europei succedutesi nel tempo.

Procedendo con una ricostruzione a ritroso, giova peraltro considerare che il Testo Unico in esame rappresenta – più che un vero e proprio momento conclusivo di un *iter* riformatore – un vero e proprio «ponte» di transizione: da un lato, infatti, tale intervento ha «*terminato (o meglio, ha consolidato) il processo di aggiornamento radicale della disciplina dei servizi di investimento e dei mercati; dall'altro, ha volutamente rappresentato il trampolino da cui ha preso slancio la riforma del diritto societario realizzata poi nel 2003*»²¹.

In ogni caso, il punto di partenza di questo percorso viene tradizionalmente rinvenuto nel cosiddetto decreto *Eurosim* (d.lgs. 415 del 1996) il quale – nonostante la sua vigenza alquanto limitata – ha segnato,

²¹ G. PRESTI, Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l’hanno ispirata, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti del convegno Roma, 6 novembre 2018, p. 25 ss. Per un approfondimento, si veda G. FERRARINI, La riforma dei mercati finanziari e il Testo Unico, in G. FERRARINI e P. MARCHETTI (a cura di), La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza, Milano, 1998, p. 25 ss.

dal punto di vista concettuale, un passaggio fondamentale nell'evoluzione della disciplina in materia di mercati finanziari²².

In particolare, con il Decreto Eurosim – anche sotto la spinta innovatrice del diritto europeo – si ebbe un significativo «*rinnovamento istituzionale del nostro sistema economico*»²³, soprattutto in termini di rafforzamento della competitività all'interno del sistema finanziario.

Anzitutto, in attuazione dei principi europei di libertà di prestazione dei servizi e di stabilimento, si ebbe la pressoché definitiva caduta dei vincoli protezionistici: alle imprese di investimento comunitarie viene infatti consentito, sulla base della licenza originaria, di svolgere attività e di impiantare succursali negli altri Paesi dell'Unione, pur rimanendo, di base, soggette alla vigilanza della propria autorità nazionale. Al tempo stesso, vennero meno i limiti residui per le banche che furono ammesse direttamente anche nel *sancta sanctorum* delle negoziazioni in borsa (o meglio, nei mercati regolamentati) in linea con il modello – oramai largamente predominante – della banca universale²⁴. Si ebbe poi un «timido ammodernamento della borsa avviato dalla legge 1/1991»,

²² Sul punto, sempre G. PRESTI, Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l'hanno ispirata, cit., p. 25 ss., il quale evidenzia come, a ben vedere, «prima ancora del decreto, però, bisogna ricordare la legge sulle SIM del 1991: quella che, citando Giuliano Amato, ha segnato la fine del Far West nel sistema finanziario italiano. Questa legge, approvata dopo una lunga gestazione (il progetto venne depositato, come anche quello della ISD, nel 1988), si collocava in un momento di profondo rinnovamento delle regole del diritto dell'economia in Italia».

²³ Ibidem

²⁴ Sul punto, M. DRAGHI, La riforma dei mercati degli intermediari, dattiloscritto in IRS, Osservatorio sul mercato azionario. Da SIM a EuroSIM: nuovi assetti per mercati e intermediari, Quademo, n. 14. Milano. 1996

favorito dai processi di privatizzazione e di liberalizzazione avviati negli anni Novanta: alla vecchia Borsa valori, si sostituirono i vari mercati regolamentati, mentre la disciplina – di matrice pubblicistica – della quotazione venne sostanzialmente “rimpiazzata” da una regolamentazione di tipo contrattuale (in quanto fondata sul rapporto tra emittente e società di gestione del mercato).

Più in generale, il Decreto *Eurosim* predispose una disciplina in materia di separazione patrimoniale più equilibrata ed articolata, a tutela soprattutto dei risparmiatori, introducendo, tra l’altro, l’obbligo di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse²⁵.

Senonché, la delega al Governo contenuta nella legge comunitaria del 1994 prevedeva non solo l’attuazione delle Direttive ISD e CAD, ma anche l’emanazione di un Testo Unico delle disposizioni attuative della delega, al fine di meglio rispondere «*alle nuove esigenze scaturenti dalla rimozione dei limiti legislativi alla piena esplicazione della concorrenza e alla libera circolazione dei servizi finanziari*»²⁶.

Si apriva così la strada per l’adozione del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria, finalizzato ad operare un vero e proprio riordino complessivo della materia, con l’intento di garantire un

²⁵ G. PRESTI, Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l’hanno ispirata, cit., p. 25 ss.,

²⁶ Cfr. CONSOB, Lavori preparatori per il testo unico della finanza. Diritto societario, Quaderni di finanza n. 29, Roma, 1998, p. 9 ss.

rafforzamento della tutela degli investitori – anche di minoranza – e dell'integrità dei mercati finanziari²⁷. Ed invero, la caratteristica principale del TUF è proprio la regolazione unitaria e coordinata *«dei tre aspetti fondamentali: gli emittenti, cioè chi cerca dai soggetti economici in surplus (tipicamente i risparmiatori) risorse economiche da impiegare nell'attività imprenditoriale; gli intermediari, vale a dire chi presta un servizio per l'allocazione delle risorse delle unità in surplus indirizzandone o quanto meno eseguendone gli investimenti (sia sotto forma di servizi di investimento personalizzati sia sotto forma di gestione collettiva del risparmio); i mercati, cioè le sedi ove non solo si incrociano domanda e offerta di finanza ma nelle quali gli investitori hanno anche la possibilità di chiudere anticipatamente l'investimento cedendone ad altri soggetti la titolarità»*²⁸.

Tra i principi ispiratori della normativa vi è anzitutto l'espressa previsione per cui il Ministero, la Banca d'Italia e la Consob dovevano esercitare i loro poteri in armonia con le disposizioni comunitarie, a dimostrazione dello stretto legame che lega la disciplina nazionale a quella europea. In secondo luogo, giova richiamare il principio di collaborazione tra le varie Autorità di vigilanza previste nella regolamentazione del Testo Unico.

La terza linea direttrice, invece, si concentra nell'obiettivo di semplificazione e di delegificazione della materia: è noto, infatti, che

²⁷ G. PRESTI, Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l'hanno ispirata, cit., p. 25 ss.,

²⁸ G. PRESTI, Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l'hanno ispirata, cit., p. 25 ss.,

attraverso l'adozione del Testo Unico in esame, si sia «*virtuosamente ridotto il numero delle leggi in materia (con il TUF sono scomparsi 34 provvedimenti normativi, talvolta fra loro scoordinati); dall'altro, si è ridotta l'estensione della legge come fonte di regolazione*»²⁹.

1.4. L'evoluzione degli assetti di vigilanza e del quadro normativo europei dopo la crisi finanziaria del 2007-2009

Come è noto, lo scoppio della crisi finanziaria globale – nel 2008 – ha determinato la necessità di una pronta e significativa rivisitazione della disciplina dei mercati finanziari³⁰.

In Europa, si è assistito ad un analogo processo innovatore, sebbene molti progetti di riforma abbiano richiesto delle tempistiche eccessivamente lunghe: invero, a seguito delle critiche mosse alla precedente regolamentazione – ritenuta inadeguata per non aver consentito di prevenire i fallimenti di mercato e/o per non averli affrontati adeguatamente – «*da più parti è stata invocata l'adozione di nuove norme ed*

²⁹ Ibidem

³⁰ Sul punto, L.B. SMAGHI, La crisi finanziaria: sfide e risposte, in https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html, ove si legge che, a seguito della crisi dei mercati statunitensi, «l'onda d'urto si è propagata attraverso il sistema finanziario mondiale, soprattutto per l'importanza di Lehman Brothers come controparte nel mercato dei derivati di credito. Dagli Stati Uniti la crisi si è diffusa a paesi che fino ad allora ne avevano scongiurato gli effetti peggiori. Perdite su esposizioni nei confronti di Lehman Brothers sono state iscritte nei bilanci delle banche di tutto il mondo. Mentre l'avversione al rischio e la diffidenza tra gli operatori finanziari causavano il prosciugamento dei mercati di raccolta, la fiducia dei depositanti veniva gravemente lesa dai timori circa la solvibilità delle istituzioni finanziarie».

è stata esercitata una forte pressione sui legislatori, affinché approvassero in tempi brevi riforme di ampio respiro in grado di assicurare i mercati e l'opinione pubblica»³¹.

Posto dunque che i Governi di tutto il mondo hanno cercato di intervenire con prontezza per evitare la paralisi dei rispettivi sistemi finanziari, a livello europeo, a seguito di un vertice d'emergenza convocato a Parigi nell'ottobre del 2008, il primo passaggio è stato quello di attuare delle misure di sostegno coordinate per attenuare le pressioni sui sistemi bancari³², per poi procedere ad un più incisivo intervento regolatorio. In particolare, il legislatore europeo sembrerebbe essersi mosso verso la revisione di quasi tutte le direttive in materia di mercati finanziari, allo scopo di adottare una nuova struttura del sistema dei controlli destinata essenzialmente a mutare l'originario quadro istituzionale di riferimento.

Sotto tale aspetto, le principali aree di intervento che hanno interessato il mercato mobiliare sono le seguenti: i) la revisione della MiFID, soprattutto in relazione alle regole di trasparenza dei mercati e di tutela degli investitori; ii) la modifica dell'assetto della Direttiva sui prospetti informativi, soprattutto in punto di regime delle esenzioni; iii) la sottoposizione a controlli da parte delle agenzie di *rating*, soprattutto attraverso l'emanazione della Direttiva 2011/61/UE; iv) l'introduzione di

³¹ L. DI NELLA, Lineamenti della nuova disciplina dei mercati finanziari (MIDIF II e MIFIR), in *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil* | Belo Horizonte, vol. 15, p. 119-156, jan./mar. 2018, p. 119 ss.

³² L.B. SMAGHI, *La crisi finanziaria: sfide e risposte*, cit.

controparti centrali per la negoziazione dei derivati non negoziati in mercati regolamentati³³.

In merito alle modifiche di natura istituzionale, giova poi richiamare l'approvazione, da parte del Consiglio dei Ministri dell'Ue, di un progetto di riforma delle Autorità europee che riflette in larga misura le proposte del Gruppo di de Larosière, le quali hanno ipotizzato la suddivisione della struttura della vigilanza europea su due livelli: il primo attiene alla vigilanza macro-prudenziale, il secondo alla vigilanza micro-prudenziale.³⁴

³³ L. DI NELLA, Lineamenti della nuova disciplina dei mercati finanziari (MIDIF II e MIFIR), cit., p. 119 ss.

³⁴ Ibidem. Per un approfondimento, si veda anche V. TROIANO, R. MOTRONI, (a cura di). La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance mercati, Padova: Cedam, 2016.

CAPITOLO SECONDO

Le piattaforme di utilizzo, i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di integrazione: il cammino verso la realizzazione di una Capital Markets Union

2.1. Le piattaforme di negoziazione: inquadramento generale

La crisi pandemica che è scaturita dalla diffusione del virus della Nuova Sars-Cov2 ha dimostrato come proprio il mercato dei capitali, la sua efficienza insieme ad adeguate decisioni di politica monetaria possono, in parte, neutralizzare gli effetti di eventi che conducono al dissesto economico interi sistemi economici. Negli scenari di instabilità economica che globalmente stiamo fronteggiando, avviene molto spesso che i mercati dei capitali riescono ad assicurare che i capitali si muovano dai soggetti in surplus a quelli in debito. Nonostante alcune *trading venues* abbiano registrato, dopo lo scoppio della crisi, la caduta dei prezzi più elevata di tutta la loro storia recente, nessuna piattaforma di negoziazione ha dovuto sospendere o interrompere la propria attività. Al riguardo, non sono state ascoltate le voci di chi, all'indomani dello scoppio della pandemia, invocava la necessità di sospendere l'operatività dei mercati. Tuttavia, alcune recenti indagini mostrano che, con il progredire della crisi, è di molto aumentato il volume degli scambi che si svolgono sulle *dark pools*: si tratta di un dato degno di nota, e che induce a qualche riflessione sugli assetti e sulla disciplina delle *trading venues*.

Invero, anche alla luce del fatto che, con ogni probabilità, gli effetti della crisi dureranno a lungo, e si prolungheranno anche dopo l'emergenza sanitaria, la disciplina del mercato dei capitali deve anch'essa — come già quella propria di altri settori — confrontarsi con scenari nuovi. Vi è, dunque, da chiedersi se molte delle regole fondanti la *capital markets regulation* in Europa non debbano essere riconsiderate o, quantomeno, semplificate. Si tratta, infatti, di discipline concepite in contesti di mercato molto diversi da quelli che oggi si presentano. È pur vero che, per la maggior parte, si tratta di norme adottate, o aggiornate, dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 e, dunque, in qualche modo già consapevoli degli effetti devastanti che una crisi di sistema può avere sui mercati. La contingenza attuale, però, è diversa da quella del 2007-2008: essa non ha origini finanziarie, ma affonda le sue radici nella crisi dell'economia reale e del mercato del lavoro. Origina dalla pandemia che ha determinato praticamente un blocco totale delle attività produttive per un determinato periodo, una contrazione generalizzata di domanda e di offerta dovuta alle forti limitazioni di natura sanitaria imposte dai governi nazionali. Attualmente tale fenomeno è poi riuscito ad aggravarsi a causa dei fenomeni inflattivi dovuti ad una instabilità di natura internazionale che caratterizza l'Europa ed il mondo intero, a causa dell'aggressione Russa in territorio Ucraino. Il percorso è, in qualche misura, inverso: se nel 2007-2008 la crisi partì dalle banche e dal sistema finanziario, per poi diventare crisi dei debiti sovrani e, infine, dell'economia reale, nell'attuale contesto emergenziale la crisi ha colpito

da subito le famiglie e le imprese, e da lì rischia di investire le istituzioni finanziarie e, infine, gli Stati, costretti ad aumentare drammaticamente il debito pubblico per rispondere alle istanze dei propri cittadini. Più in generale, l'interrogativo riguarda i fondamenti della legislazione europea sul mercato dei capitali (servizi di investimento; prospetto informativo; organismi di investimento collettivo del risparmio; sedi di negoziazione; abusi di mercato) e rappresenta lo stimolo a comprendere se essi siano ancora validi, se confrontati con l'attuale contesto o se, al contrario, quantomeno alcuni di quegli assunti non vadano ridiscussi e aggiornati. Le numerose iniziative che vanno succedendosi in molti Paesi nel contesto della crisi sembrano offrire una prima risposta affermativa, sebbene la riflessione sia destinata necessariamente a proseguire e farsi, via via, più strutturata. In queste note si intendono formulare alcune prime considerazioni sui recenti sviluppi che riguardano la vigilanza e la regolamentazione dei mercati dei capitali europei. Lo scopo è duplice: da un lato, offrire un quadro ricostruttivo e ricognitivo dell'impatto della legislazione di emergenza relativa al mercato dei capitali nel contesto della pandemia e, dall'altro, porre in luce ulteriori possibili ambiti di intervento sulla normativa europea e nazionale.

Una piattaforma di trading è un sistema software utilizzato per la negoziazione di titoli. Consente agli investitori di aprire, chiudere e gestire le posizioni di mercato online attraverso un intermediario

finanziario, come un broker online. Le piattaforme di trading online sono spesso offerte dai broker gratuitamente o con uno sconto in cambio del mantenimento di un conto finanziato e/o dell'esecuzione di un determinato numero di operazioni al mese. Le migliori piattaforme di trading offrono un mix di funzionalità solide e commissioni ridotte. In sostanza, e come accennato anche nel corso del presente lavoro, le piattaforme di trading consentono agli investitori e ai trader di effettuare operazioni e di monitorare i propri conti.

Spesso le piattaforme di trading includono altre funzioni che aiutano gli investitori a prendere le loro decisioni di investimento. Queste funzioni possono includere quotazioni in tempo reale, grafici interattivi e una serie di strumenti grafici, flussi di notizie in streaming e ricerche di alto livello. Le piattaforme possono anche essere personalizzate per mercati specifici, come azioni, valute, opzioni o futures. Esistono due tipi di piattaforme di trading: le piattaforme commerciali e le piattaforme proprietarie. Le piattaforme commerciali sono progettate per i day trader e gli investitori al dettaglio. Sono caratterizzate da facilità d'uso e da un assortimento di funzioni utili, come quotazioni in tempo reale, feed di notizie internazionali, grafici interattivi in tempo reale, contenuti didattici e strumenti di ricerca. Le piattaforme proprietarie, invece, sono piattaforme personalizzate sviluppate da grandi broker e altre istituzioni finanziarie per le proprie attività di trading. Occorre dire che nell'ultimo decennio i mercati finanziari sono stati interessati da un intenso processo

di internazionalizzazione, favorito dalla rimozione degli ostacoli alla prestazione in forma transfrontaliera dei servizi finanziari e dalla rapida applicazione delle nuove tecnologie alle transazioni finanziarie. In questa prospettiva, il fenomeno dell'integrazione dei mercati finanziari europei diventava giocoforza un tassello di un più ampio mosaico rappresentato dall'interconnessione dei mercati finanziari internazionali. Questa tendenza - se dotata di una certa stabilità - comporterà l'emersione a livello globale di aree finanziarie integrate in cui avrà luogo inevitabilmente una convergenza regolatoria. Queste aree finanziarie si porranno necessariamente tra loro in competizione per attrarre liquidità di conseguenza, se le piazze finanziarie europee non riusciranno a creare, tramite accordi o fusioni, una piattaforma di trading comune ma si coaguleranno attorno a poli trasversali in competizione tra loro. Come vedremo nel corso del presente capitolo, infatti il modello di convergenza normativa e regolatoria che si verrebbe a configurare a livello comunitario non sarebbe, infatti, sufficiente a conseguire l'obiettivo dell'effettiva integrazione dei mercati comunitari, proprio a causa di queste alleanze trasversali e transeuropee.

Nel contesto delle numerose iniziative volte ad agevolare l'afflusso di maggiori capitali alle imprese anche il ruolo dei mercati secondari per le piccole e medie imprese assume una rilevanza cruciale. Gli SME Growth Markets sono stati introdotti dalla MiFID II sotto forma di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) proprio al fine di agevolare l'accesso

al mercato dei capitali da parte delle PMI. Nelle intenzioni del legislatore europeo, il perseguimento di tale obiettivo si realizza mediante la definizione di requisiti strutturali (minimi) del mercato, e l'iscrizione dell'MTF in un apposito registro, funzionale ad «aumentarne la visibilità e il profilo». Malgrado le linee programmatiche tracciate dal legislatore europeo, e di là dai riflessi che queste hanno indubbiamente prodotto a livello legislativo, non pochi sono gli interrogativi relativi all'efficacia di tale sistema a creare un vero incentivo per l'accesso delle PMI al mercato, rispetto alla formula neutra dell'MTF. La pandemia ha contribuito a rafforzare tali interrogativi, senza tuttavia porre in dubbio la bontà dell'idea di fondo: creare appositi circuiti per la negoziazione degli strumenti emessi dalle PMI. Per ottenere lo status di MTF di crescita, è sufficiente che soltanto una percentuale delle società ammesse alla negoziazione si qualifichi alla stregua di PMI (almeno il 50 per cento, secondo il disposto dell'art. 69, comma 2, lett. a), TUF). La presenza tra gli emittenti di una frazione anche significativa di imprese non PMI, pur contribuendo ad assicurare liquidità sul mercato, pone il rischio di uno scolorimento dei tratti caratterizzanti tali *trading venues*, con conseguente perdita delle relative specificità rispetto alle altre *trading venues*. D'altro canto, i requisiti minimi che deve possedere un MTF per potersi qualificare come SME Growth Market tendono ad avvicinare la disciplina degli MTF di crescita a quella dei mercati regolamentati, più di quanto non valga per gli MTF che non si qualificano in tal senso. Ne deriva un quadro normativo nel

suo complesso chiaroscurale: da un lato, infatti, un MTF che non si qualifichi come MTF di crescita, potrebbe comunque decidere di orientarsi prevalentemente verso le PMI, senza tuttavia necessariamente allinearsi agli *standards* imposti agli MTF di crescita; dall'altro, un MTF di crescita potrebbe risultare non sufficientemente attrattivo nei riguardi delle PMI, tenuto conto del regime applicabile, a tratti forse troppo rigoroso.

2.2. Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFID II e MiFIR

Il rapido sviluppo del sistema di intermediazione, conseguenza all'interno anche di significative modifiche negli assetti strutturali del mercato creditizio italiano e dei principali Paesi Europei, ha inevitabilmente richiamato l'attenzione del legislatore sugli aspetti relativi all'assetto e alla *governance* di questi mercati, tralasciando, a livello nazionale ma anche comunitario, di introdurre un rafforzamento degli strumenti a favore di una loro maggiore trasparenza e stabilità³⁵. Una situazione puntualmente confermata da quanto accaduto negli ultimi anni soprattutto in Italia: alcuni scandali finanziari hanno evidenziato criticità nella regolamentazione riferita alla trasparenza e alla tutela del contraente debole anche per la scarsa efficacia degli strumenti di controllo a disposizione delle autorità di vigilanza. Sembrerebbe dunque che il rafforzamento della stabilità del mercato non possa prescindere dalla costruzione di una altrettanto adeguata regolamentazione³⁶. Il rapporto Lamfalussy³⁷ prevedeva anche l'istituzione di due nuovi organismi, l'ESC e il CESR per rispondere alle esigenze dell'approccio previsto dalla relazione, articolato su quattro

³⁵ CALLEGARO F., La compliance bancaria. Obblighi normativi, linee guida e modelli organizzativi, Tangram Edizioni Scientifiche, 2014, p. 149 e ss.

³⁶ DELLA ROSA E., RAZZANTE R., Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea II, Mifid e compliance, Franco Angeli, Milano, 2010

³⁷ RAPPORTO LAMFALUSSY

livelli e destinato alla regolamentazione dei servizi finanziari³⁸. I due comitati consultivi, infatti, avevano la funzione di sostenere e di prestare consulenza alla Commissione riguardo la disciplina dei mercati, conformemente al quadro elaborato dal FSAP e allo scopo di realizzare un mercato unico dei servizi finanziari. Questi due comitati di ispezione e di regolamentazione sono stati creati per contribuire al miglioramento della regolamentazione e della vigilanza dei mercati dei valori mobiliari. In qualità di organi consultivi e di guardiani dell'evoluzione di tali mercati, i comitati elaboravano ed applicavano le misure necessarie per attuare i principi quadro definiti dalle direttive e dai regolamenti, ciascuno svolgendo un ruolo particolare e ben definito³⁹.

In quest'ottica è stato stilato successivamente un progetto di ristrutturazione e superamento della ISD-93, dal momento che quest'ultima non soddisfaceva più le esigenze, in continuo divenire, richieste dalla politica comunitaria. Pur avendo rappresentato un passo importante nel quadro normativo comunitario, non era più sufficiente, in quanto obsoleta rispetto alle radicali trasformazioni intervenute dopo l'introduzione dell'euro e all'accelerazione del processo di trasformazione del mercato dei capitali europeo degli ultimi dieci anni. Infatti, il mercato europeo si presenta oggi più complesso ed il confine tra mercato ed intermediari è più labile; sono nati sistemi alternativi di

³⁸ TAROLLI R., Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

³⁹ SARTORIF, Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.

esecuzione delle transazioni che si affiancano sia ai servizi di investimento tradizionali (negoziazione o raccolta ordini) sia ai mercati regolamentati⁴⁰; la moneta unica ha contribuito alla creazione di una zona valutaria più ampia, liquida e stabile, creando così le condizioni di mercato favorevoli per l'operatività degli emittenti, degli asset manager e per una maggiore competizione tra intermediari.

Le ragioni che hanno portato alla decisione di sostituire la Direttiva ISD, così come indicato sia dalla Commissione Europea nelle motivazioni portate a supporto della proposta di adozione della MIFID, sia considerando nelle iniziali del testo definitivo della MIFID stessa, sono legate all'evoluzione del mercato finanziario europeo, che ha visto aumentare il numero degli investitori attivi che operano nei mercati finanziari e la complessità della gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta accanto a quelli tradizionali⁴¹. Tra le direttive rientranti nel FSAP quella che sicuramente riveste maggiore importanza e che è destinata ad avere i maggiori impatti sull'operatività dei mercati finanziari è la nuova direttiva sui mercati degli strumenti finanziari. La MiFID (acronimo inglese che sta per Markets in Financial Instruments Directive) è la direttiva 2004/39/CEE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004. In principio la Commissione era orientata per una revisione parziale della ISD-93, ma poi si è optato per una sua

⁴⁰ NATOLI R. , Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto “di risparmio”, in *Contratti*, 2010, 72

⁴¹ TAROLLI R. , Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

riscrittura, abrogando la precedente⁴². L'aspettativa che la funzione di compliance possa significativamente ridurre i rischi legali e di reputazione è grandemente rafforzata dalla contemporanea attuazione della direttiva MiFID. La MiFID e soprattutto la prima versione della Mifid, Markets in Financial Services Directive, direttiva di II livello (2006/73/CE) è entrata in vigore contemporaneamente con la normativa "Basilea II". Nonostante gli obiettivi delle due discipline siano diversi, «le aree di sovrapposizione sono forti nell'applicazione concreta e sono destinate a crescere insieme con la trasformazione in atto del modello di intermediazione finanziaria, che vede ridursi la funzione di investitori delle banche ed accrescersi quella di produttori e distributori di strumenti finanziari»⁴³. Il perimetro di riferimento della compliance nelle due discipline (Basilea, MiFID) è ben diverso⁴⁴. Nella disciplina MiFID I ed in questo caso anche MiFID II, esso è limitato alle norme rilevanti per lo svolgimento dei servizi e delle attività d'investimento, nella disciplina prudenziale, invece, il perimetro di riferimento è più ampio; limitandosi alle principali norme di etero regolamentazione, esso comprende, oltre alle regole relative alla prestazione dei servizi d'investimento, anche le norme sullo svolgimento delle operazioni e dei servizi bancari e di pagamento, la disciplina di vigilanza prudenziale, l'azione di

⁴² DELLA ROSA E., RAZZANTE R., Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea II, Mifid e compliance, Franco Angeli, Milano, 2010

⁴³ CAROSIO G., La funzione di compliance tra Basilea II e Mifid, III Incontro Compliance Dexia Crediop-AICOM, Roma 21 settembre 2007

⁴⁴ CALLEGARO F., La compliance bancaria. Obblighi normativi, linee guida e modelli organizzativi, Tangram Edizioni Scientifiche, 2014, p. 149 e ss.

prevenzione e contrasto del riciclaggio e dell'usura. Nonostante questa differenza, entrambe le discipline richiedono che l'attuazione delle norme sulla funzione di compliance sia informata al principio di proporzionalità, secondo cui la complessità delle soluzioni organizzative deve riflettere dimensioni e tipo di attività dell'intermediario. Inoltre, nell'ambito della disciplina dei requisiti di organizzazione delle imprese di investimento, tale direttiva prevede che gli stati membri impongano alle imprese medesime di istituire e mantenere una funzione di "controllo della conformità" (art.6, comma 2) che abbia le seguenti responsabilità: controllare e valutare regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia delle misure e delle procedure messe in atto e delle misure adottate per rimediare ad eventuali carenze; fornire consulenza e assistenza ai soggetti rilevanti incaricati dei servizi di investimento e delle attività di investimento. La funzione di "controllo della conformità" deve avere, precisa la Direttiva, le seguenti caratteristiche (art. 6, comma 3): deve disporre dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie ed avere adeguato accesso alle informazioni pertinenti; deve esserne nominato un responsabile; deve esserne garantita l'obiettività⁴⁵. L'obiettività della funzione di compliance è garantita essenzialmente attraverso: il divieto per coloro che fanno parte di tale funzione di partecipare alla prestazione dei servizi di investimento o all'esercizio di

⁴⁵ DELLA ROSA E., RAZZANTE R., Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea II, Mifid e compliance, Franco Angeli, Milano, 2010

attività sottoposte al controllo della compliance; la definizione di adeguate linee di riporto funzionale e gerarchico il metodo di determinazione della remunerazione dei soggetti inseriti in tale funzione⁴⁶. Tra i compiti fondamentali della funzione di controllo della conformità, le imprese finanziarie devono adottare politiche e procedure idonee a garantire che le stesse (imprese finanziarie) adempiano agli obblighi previsti dalla MiFID (art. 6, comma 1), fornendo consulenza ed assistenza ai soggetti rilevanti incaricati dei servizi di investimento e delle attività di investimento, cioè devono «controllare e valutare regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia delle misure e delle procedure messe in atto per l'osservanza degli obblighi discendenti dalla MiFID e rimediare ad eventuali carenze negli obblighi suddetti»⁴⁷. Per quanto attiene il Regolamento MiFIR, fatte salve le eccezioni dettate dall'art. 55, questo è entrato in vigore nel 2017. In generale fino all'entrata in vigore delle Direttive Mifid in Italia e in molti Paesi europei gli investitori che intendevano comprare o vendere un'azione si rivolgevano al proprio intermediario, quasi sempre uno sportello bancario, e da lì partiva un ordine che finiva invariabilmente in una delle borse del continente, gli unici luoghi deputati per scambiare titoli quotati⁴⁸.

⁴⁶ CALLEGARO F., *La compliance bancaria. Obblighi normativi, linee guida e modelli organizzativi*, Tangram Edizioni Scientifiche, 2014, p. 149 e ss.

⁴⁷ ICOM, III Incontro Dexia Crediop, Intervento di Giovanni Carosio Vice Direttore della Banca d'Italia, 21 settembre 2003^[1]_[5EP]

⁴⁸ SCIARRONE ALIBRANDI A, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti"*: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie, in *Dir. banca mer. fin.*, 2009, 383 ss.

Quel tragitto era guidato da una regola che spingeva tutti gli intermediari a "concentrare" in un mercato regolamentato le compravendite sulle azioni. Una supremazia che ha promosso lo sviluppo e l'efficienza degli scambi in una condizione di elevata liquidità. Ma ha anche creato monopoli redditizi⁴⁹. Anche laddove la regola della concentrazione non era più in vigore – in Gran Bretagna è stata abolita dal 1986- gli exchange hanno continuato a esercitare in questi anni una forza di attrazione fatale sulle negoziazioni azionarie⁵⁰. Con l'entrata in vigore della regolamentazione comunitaria MIFIR i mercati regolamentati non sono più l'unica piattaforma possibile per eseguire uno scambio azionario che, in tutti i Paesi europei, può essere effettuato anche per tramite di un sistema multilaterale di negoziazione o regolato direttamente dall'investitore con l'intermediario che utilizza i titoli provenienti dal proprio portafoglio. La novità è l'effetto diretto delle direttive MiFID sui mercati degli strumenti finanziari continentali, approvata nel 2004 ed entrata in vigore con l'inizio di novembre in tutti i Paesi dell'Unione⁵¹. La prima legge comunitaria sui servizi d'investimento, per la verità, non imponeva tassativamente di concentrare in Borsa gli scambi azionari sui titoli quotati ma consentiva ai singoli Paesi di rendere obbligatorio quel percorso. Un'opzione che

⁴⁹ LUONGO F., Mifid: nuove tutele per il risparmiatore in crisi, *Comsumerismo*, 2014 ,II, 896 e ss.

⁵⁰ BUSSOLI C., Mifid nuovi canali di negoziazione e nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria in Europa, Bari, Cacucci,, 2008, p. 112 e ss

⁵¹ LUONGO F., Mifid: nuove tutele per il risparmiatore in crisi, *Comsumerismo*, 2014 ,II, 896 e ss.

molti, direttamente o indirettamente, hanno utilizzato. Dieci anni più tardi l'Europa della finanza mostrava una diversa fotografia. I mercati finanziari erano diventati più grandi e integrati. Soprattutto era molto cresciuta l'influenza degli intermediari finanziari internazionali. Nell'adeguare il quadro normativo alla nuova realtà, il legislatore europeo non soltanto ha deciso di giungere ad un'armonizzazione massima delle norme in luogo di quella minima prevista in precedenza (e che aveva creato non pochi scalini regolamentari nel continente)⁵². Ma soprattutto, in nome di una maggiore concorrenza tra mercati e intermediari, ha abolito la regola della concentrazione. Con essa è stata avviata una rivoluzione nel modo di organizzare le compravendite dei prodotti finanziari dalle conseguenze ancora non del tutto percepibili. La legislazione che stiamo esaminando riorganizza completamente i servizi di investimento nel cui ambito è stata inclusa anche la consulenza in materia finanziaria. Benché molte regole riguardino tutti gli strumenti finanziari, le direttive MiFID si rivolgono soprattutto agli scambi azionari⁵³. E, almeno per il momento, l'obiettivo dell'armonizzazione massima non riguarderà il mercato delle obbligazioni. La fine del monopolio delle Borse è stata accompagnata da robusti incentivi per promuovere una maggiore competizione tra le possibili piattaforme di negoziazione e dall'introduzione di norme di comportamento più rigide

⁵² COLACINO G, Le forme negoziali nel nuovo diritto dei contratti: le c.d. forme di protezione, in *Studium iuris*, 2010, 253 ss.

⁵³ GOODHART C., "The organisational structure of banking supervision", in "Financial Stability and central banks" a cura di Healey J. e Sinclair P., Routledge, 2001.

che gli intermediari dovranno rispettare nei confronti dei loro clienti. È stata soprattutto rafforzata la regola della *best execution*. Sono stati introdotti da entrambe le Direttive Mifid, poi, standard di informazione *pre* e *post*- negoziazione, per rendere possibile la connessione di tutte le potenziali piattaforme di negoziazione. Così da aiutare gli investitori e i loro intermediari a trovare il "prezzo giusto"⁵⁴. La normativa analizzata non ha suscitato nel corso degli anni soltanto speranze, ma anche preoccupazioni. Il pericolo che in questi mesi è stato da più parti lamentato è che questi sforzi non siano sufficienti e che il risultato non sarà quello auspicato dal legislatore. La fine della concentrazione- questo è il rischio -potrebbe portare con sé una frammentazione degli scambi e una minore qualità dei prezzi delle azioni⁵⁵. Anche nel futuro i mercati regolamentati continueranno a rappresentare il principale luogo dove gli investitori potranno comprare o vendere azioni. Un "luogo" sempre meno fisico, sempre più telematico e integrato in un network globale di altre strutture simili. La previsione trova conforto nel rafforzamento delle principali piazze finanziarie a cui si è assistito proprio alla vigilia del big bang normativo e nelle alleanze borsistiche internazionali⁵⁶. La

⁵⁴ LUONGO F., Mifid: nuove tutele per il risparmiatore in crisi, *Comsumerismo*, 2014, II, 896 e ss.

⁵⁵ LUONGO F., Mifid: nuove tutele per il risparmiatore in crisi, *Comsumerismo*, 2014, II, 896 e ss.

⁵⁶ In questi ultimi tempi si è assistito ad un crescendo delle iniziative di mercato. Nel dicembre dello scorso anno la Borsa di New York ha acquisito Euronext, il circuito borsistico che riunisce su base cooperativa i listini di Parigi, Bruxelles, Amsterdam e Lisbona, dando vita ad un mercato transatlantico nel quale sono quotate oltre 4 mila azioni con una capitalizzazione complessiva di 26 mila miliardi di dollari. Dopo qualche mese è stata la volta di Milano che, dopo aver tentato la strada di un circuito paneuropeo e poi quella di un accordo più circoscritto con Deutsche Borse,

stessa Mifid II ha innovato in modo profondo tali meccanismi dando importanza alla fase della consulenza in ambito finanziario. Consulenza per l'investimento che deve essere fornito in modo indipendente. Le imprese di investimento saranno pertanto chiamate a specificare ai clienti se: la consulenza è prestata su base indipendente o meno; la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari; l'impresa fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati⁵⁷.

alla fine ha fatto rotta su Londra. Nel settembre del 2007 la Borsa inglese si è fusa con quella italiana moltiplicando l'offerta di prodotti quotati. Altri protagonisti sono in movimento. Nel febbraio dell'anno scorso, sette tra i più grandi intermediari al mondo- CITIGROUP, GOLDMAN SACHS, MERRILL LINCH, MORGAN ST ANLRY, CREDIT SUISSE, DEUTSCHE BANK E

UBS- hanno annunciato il progetto di creare Torquoise, un sistema multilaterale di negoziazione che si propone di intercettare le necessità di negoziazione dei grandi investitori istituzionali mondiali oltrechè, naturalmente, sottrarre affari alle Borse.

⁵⁷ PACE D , Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione, in Banca borsa tit. cred., 2010, II, 118 ss

2.3. Sistemi multilaterali autorizzati dalla Consob (art. 62, co. 2, T.U.F)

L'esistenza dei sistemi multilaterali può trasmettere un grande potere di benefici per le economie rispetto ai sistemi bilaterali. Un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) è un sistema di negoziazione che facilita lo scambio di strumenti finanziari tra più parti. I sistemi multilaterali di negoziazione consentono ai sottoscrittori di determinati contratti di natura finanziaria di raccogliere e trasferire una varietà di titoli, in particolare strumenti che potrebbero non avere un mercato ufficiale. Spesso si tratta di sistemi elettronici controllati da operatori di mercato autorizzati o da grandi banche d'investimento. Gli operatori di solito inviano gli ordini per via elettronica e un motore software di matching abbina gli acquirenti ai venditori. Gli scopi perseguiti dalla legislazione comunitaria sono stati quelli di arrivare ad un mercato unico europeo dei servizi finanziari, il rafforzamento del sistema di tutela per gli investitori, l'innalzamento del livello di competenze tra le imprese di investimento nonché tra i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici. Tra i principi quadro della direttiva si rinviene in primo luogo quello del mutuo riconoscimento, per il quale l'autorizzazione a prestare i servizi di investimento è rilasciata dallo Stato membro di origine, cosicché con la stessa l'impresa di investimento può operare in regime di libertà di stabilimento o di libertà di prestazione dei servizi in tutta la Comunità, senza dover richiedere un'ulteriore autorizzazione al paese ospitante. A quest'ultimo tuttavia è affidata la responsabilità di controllare l'osservanza degli obblighi da

parte delle imprese rispetto a qualsiasi operazione effettuata tramite una succursale nel territorio in cui queste sono situate⁵⁸. Altro principio è quello della competizione tra le diverse trading venues, il quale prende atto dell'esistenza di differenti metodi di negoziazione prevedendo un regime organico di disciplina dell'esecuzione delle operazioni attraverso tali sistemi⁵⁹. Le imprese di investimento possono dunque assumere il ruolo di internalizzatori sistematici o gestire esse stesse i sistemi multilaterali di negoziazione⁶⁰. Ulteriore principio cardine è quello della trasparenza, collegato al riconoscimento della frammentazione degli scambi che impone di garantire la comparabilità dei prezzi e di conseguenza l'effettiva libertà di scelta degli investitori. Gli stati membri sono pertanto chiamati ad abolire gli ostacoli che possono impedire il consolidamento a livello europeo delle informazioni sulle operazioni e della relativa pubblicazione. Quali attuazioni del principio di protezione degli investitori vanno annoverati, tra l'altro, l'obbligo della best execution degli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente e le regole di condotta per lo svolgimento dei servizi finanziari, modulate sulle specificità delle varie tipologie di clienti e dei diversi servizi. È poi sancito il principio dell'abolizione delle restrizioni tecniche e giuridiche

⁵⁸ GALLICCHIO M., BONANTE G., Mifid II e mifir, recenti sviluppi, *Diritto Bancario Approfondimenti*, 2014, II, 1 in www.dirittobancario.it

⁵⁹ TAROLLI R., Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

⁶⁰ SANGIOVANNI V., L'art. 23. T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss

all'accesso ai mercati regolamentati⁶¹. A livello transnazionale l'adesione all'euro ha iniziato un lungo percorso di armonizzazione della regolamentazione dei mercati finanziari all'interno dell'Unione, ormai in atto da più di venti anni. Occorre poi sottolineare che l'attuale congiuntura economica richiama al mercato finanziario e ai regolatori di esercitare una sorta di *risk sharing*, sostenuto nella sua operatività da un chiaro e solido quadro regolamentare in grado di recepire e tutelare i mutamenti sia nel sistema di intermediazione, sia nelle scelte dei risparmiatori. Esso si pone quindi l'obiettivo di incentivare la propria crescita ed evoluzione assicurando, allo stesso tempo, maggiore trasparenza e tutela agli operatori meno informati⁶². Un primo passo verso la stabilizzazione del mercato è stato compiuto in Italia con la contrastata, e già ricordata, legge sulla tutela del risparmio⁶³. Essa, tuttavia, era solamente l'inizio di un più ampio e complesso processo di revisione della regolamentazione del sistema finanziario nazionale, da fondare su gestioni più trasparenti e sulla riorganizzazione degli strumenti di *governance* e di controllo. In quest'ottica, quindi, sarebbe auspicabile individuare un nuovo assetto per le autorità di vigilanza e regolamentazione che eviti conflitti e sovrapposizioni nelle competenze

⁶¹ LUONGO F., Mifid: nuove tutele per il risparmiatore in crisi, *Comsumerismo*, 2014, II, 896 e ss

⁶² TAROLLI R., Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

⁶³ Aa.Vv., *Pandemic Crisis and Financial Stability*, C. Gortsos - W.G. Ringe eds., May 22, 2020, European Banking Institute Working Paper Series, reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3607930>

e sia, invece, più mirato a recepire l'effettiva segmentazione e differenziazione cui si assiste nel mercato del credito e della finanza. In altre parole, il legislatore sembra tendere a rinviare, legge dopo legge, una scelta chiara nel definire l'assetto regolamentare del nostro mercato finanziario e, anche se la cooperazione tra Autorità esce rafforzata dagli ultimi provvedimenti, restano ancora aree di sovrapposizione, specie nell'esercizio dei controlli, con tutti i rischi che ne conseguono per interventi rapidi ed efficaci e con i possibili pregiudizi per il mercato e per i risparmiatori. In particolare, la regolamentazione dovrebbe definire un regime organico per l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati dagli investitori, col fine di garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni nonché l'integrità dei mercati. Occorre poi sottolineare come la regolamentazione a livello europeo dovrebbe essere caratterizzata da un maggiore dettaglio. Tale maggiore complessità e dettaglio delle disposizioni appare evidente dal dettato delle direttive stesse e dalle misure di esecuzione che, con particolare riguardo alla disciplina dei mercati, hanno assunto la forma di un regolamento della Commissione Europea, direttamente applicabile negli Stati membri e concernente gli aspetti essenziali della materia (transaction reporting, regime di trasparenza pre e post-negoziazione e ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni nei mercati regolamentati)⁶⁴.

⁶⁴ SANGIOVANNI V, L'art. 23. T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss

Questo perché proprio la regolamentazione dovrebbe assumere le caratteristiche di un bene pubblico, caratterizzato, per sua stessa natura, da non rivalità nel consumo e non escludibilità dal consumo dello stesso. In quanto tale risulta non prodotto dal mercato e di conseguenza non è data nemmeno la formazione del prezzo che metta in equilibrio domanda ed offerta di regolamentazione: permane dunque il rischio di un mercato senza regole a favore dei free riders e di overkilling del mercato stesso, dato dall'eccesso di domanda di regole (di norma da parte degli incumbent per escludere i new entry) o da quello dell'eccesso di offerta di regole (di norma da parte delle istituzioni politiche e burocratiche che diffidano del funzionamento dei mercati regolamentati)⁶⁵. In sintesi, la razionalità economica suggerirebbe che, in assenza di un meccanismo di mercato e di preferenze rivelate dai consumatori, dovrà essere il processo politico a decidere la distribuzione dei costi e dei benefici pubblici e privati e, dunque, quale debba essere il livello di regolamentazione ed il suo rapporto con la produzione di autoregolamentazione, le modalità ed i tempi della sua emanazione, del suo aggiornamento e monitoraggio, e, infine, di come fare rispettare norme e regolamenti⁶⁶. Quindi, quale debba essere il grado di soddisfacimento della "domanda di sicurezza" degli investitori che il sistema politico deve loro garantire tramite regolamentazione, permane

⁶⁵ LUONGO F., Mifid: nuove tutele per il risparmiatore in crisi, *Comsumerismo*, 2014, II, 896 e ss

⁶⁶ TAROLLI R., Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

come questione ineludibile che va continuamente indirizzata dal sistema politico stesso che dunque ne deve rispondere in tempi rapidi, al fine di accrescere la competitività e l'efficienza dei mercati regolamentati⁶⁷. Nonostante il buon esito dei primi esperimenti nel campo degli MTF di crescita (tra i quali spicca proprio l'AIM italiano), il legislatore europeo ha preso atto delle criticità ed ha recentemente previsto significative semplificazioni, con il dichiarato obiettivo di ridurre gli oneri connessi con l'accesso a quei mercati da parte delle imprese di non grandi dimensioni⁶⁸. La complessità di individuare un adeguato assetto della disciplina dei mercati di crescita è, infine, testimoniata dall'articolato documento di consultazione pubblicato dall'ESMA il 6 maggio 2020 e contenente⁶⁹ : a) alcune proposte di modifica relative, in particolare, alla percentuale di emittenti che dovrebbero qualificarsi come PMI al fine di ottenere la registrazione di un sistema di negoziazione come *SME Growth Market* (art. 33, par. 3, lett. a), MiFID II), ai criteri per l'ammissione iniziale e la successiva negoziazione di strumenti finanziari sul mercato (art. 33, par. 3, lett. b, MiFID II), ai criteri per la diffusione delle informazioni al pubblico (art. 33, par. 3, lett. c), d) e f), MiFID II), nonché a disposizioni, sistemi e controlli per individuare gli abusi di mercato (art. 33, par. 3, lett. e), g), MiFID II); b) una bozza di norme tecniche di

⁶⁷ SARTORIF, Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID, in Riv. dir. priv., 2008, 25 ss.

⁶⁸ ANNUNZIATA F., SIRI M., La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali, Riv Soc, 2020,I, 572 e ss.

⁶⁹ ANNUNZIATA F., SIRI M., La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali, Riv Soc, 2020,I, 572 e ss.

regolamentazione sui modelli di contratti di liquidità per gli emittenti ammessi alla negoziazione sugli *SME Growth Markets* e norme tecniche di implementazione sul formato delle liste degli *insiders* che tali emittenti sono tenuti a fornire, su richiesta, alle autorità competenti⁷⁰. Tra le proposte di modifica avanzate dall'ESMA spiccano quella relativa all'innalzamento della percentuale di emittenti PMI sul mercato fino all'80 per cento, nonché quella di destinare alle micro-PMI un regime ancor più snello di quello vigente per le restanti PMI. Una volta conclusasi la consultazione, l'ESMA svilupperà le proposte finali, tenendo conto dei *feedbacks* ricevuti. Soltanto il tempo potrà dire se questi interventi consentiranno agli *SME Growth Markets* di attrarre, effettivamente, le imprese alle quali si rivolgono. Resta, tuttavia, il fatto che gli effetti della pandemia potrebbero accelerare il percorso, già in essere, di costruzione di una disciplina *ad hoc* del mercato dei capitali ritagliata su misura delle PMI⁷¹.

⁷⁰ Aa.Vv., *Pandemic Crisis and Financial Stability*, C. Gortsos - W.G. Ringe eds., May 22, 2020, European Banking Institute Working Paper Series, reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3607930>

⁷¹ ANNUNZIATA F., SIRI M., *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, *Riv Soc*, 2020,I, 572 e ss.

2.4. Sistemi multilaterali di negoziazione europei e i sistemi organizzati di integrazione

Con riferimento specifico alla regolamentazione del mercato e all'evoluzione giuridica che la caratterizza si può dire che proprio la disciplina che caratterizza il mercato finanziario europeo è definibile multilivello e cioè, come visto nel primo paragrafo, composta da una pluralità di fonti di natura diversa che convergono a coprire lo stesso oggetto di regolazione. Più precisamente essa si articola in: un livello comunitario, su cui si collocano le direttive rilevanti in materia; e poi un livello interno, che in realtà si scompone a sua volta in un livello primario, costituito essenzialmente dal TUF (per quanto concerne l'Italia)⁷² e quindi, a scendere, in un livello secondario che si sostanzia nei regolamenti Consob, sempre per il caso italiano. L'attenuarsi della dicotomia istituzionale fra intermediari e mercati offre agli intermediari nuove opportunità: essa consente a sistemi diversi dalle borse di replicare le attività delle borse e a queste ultime di reinventarsi come operatori di mercato competitivi. La possibilità per le imprese di investimento di gestire sistemi multilaterali di negoziazione ovvero qualificarsi quali internalizzatori sistematici rappresenta il riconoscimento dell'importanza dell'attività svolta da tali soggetti nella fornitura di servizi di negoziazione equiparabili - seppure con i necessari

⁷² NATOLI R. , Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio", in *Contratti*, 2010, 72

distinguo - a quelli sinora svolti dai mercati regolamentati. La dispersione delle negoziazioni fra varie sedi determina un rischio di frammentazione degli interessi di acquisto e vendita in rivoli di liquidità superficiali ed isolati⁷³. Ciò ha richiesto interventi di natura regolamentare volti a far sì che i benefici sopra menzionati non andassero a detrimento degli obiettivi di efficienza dei mercati e di tutela degli investitori. In tal senso i sistemi multilaterali di negoziazione offrono agli investitori al dettaglio e alle imprese di investimento un'alternativa alle borse tradizionali. Prima della loro introduzione, gli investitori dovevano affidarsi a borse valori nazionali come Euronext o la London Stock Exchange (LSE).

I sistemi multilaterali di negoziazione prevedono meno restrizioni per l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione, consentendo ai partecipanti di scambiare attività più esotiche e prodotti over-the-counter (OTC). Ad esempio, il LMAX Exchange offre la possibilità di negoziare valute a pronti e metalli preziosi. La maggiore velocità delle transazioni, i costi più bassi e gli incentivi alle negoziazioni hanno contribuito a far sì che i sistemi multilaterali di negoziazione diventassero sempre più popolari in Europa, anche se il NASDAQ OMX Europe è stato chiuso nel 2010, poiché i sistemi multilaterali di negoziazione si trovano ad affrontare un'intensa concorrenza tra loro e con le borse che possiamo definire ufficiali. L'introduzione dei sistemi

⁷³ TAROLLI R. ,Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in Giur. comm., 2008, I, 1169 ss.

multilaterali di negoziazione ha portato a una maggiore frammentazione dei mercati finanziari, poiché un singolo titolo può ora essere quotato in più sedi. I broker hanno risposto offrendo l'instradamento intelligente degli ordini (SOR) e altre strategie per assicurarsi il miglior prezzo tra queste numerose sedi.

I sistemi multilaterali di negoziazione operano nell'ambito della normativa MiFID II dell'Unione Europea (UE), un quadro legislativo rivisto progettato per proteggere gli investitori e infondere fiducia nel settore finanziario. Negli Stati Uniti, i sistemi alternativi di negoziazione (ATS) operano in modo simile ai sistemi multilaterali di negoziazione. Nella maggior parte dei casi, gli ATS sono regolamentati come broker-dealer piuttosto che come borse, ma devono comunque essere approvati dalla Securities and Exchange Commission (SEC) e soddisfare determinate restrizioni. Negli ultimi anni, la SEC ha intensificato le sue attività di enforcement nei confronti degli ATS, con una mossa che potrebbe portare a una regolamentazione più severa degli MTF in Europa. Ciò è particolarmente vero per le dark pool e altri ATS che sono relativamente oscuri e difficili da negoziare e valutare.

Gli ATS più conosciuti negli Stati Uniti sono le reti di comunicazione elettronica (ECN), sistemi computerizzati che abbinano automaticamente gli ordini di acquisto e di vendita dei titoli sul mercato. I sistemi multilaterali di negoziazione offrono molteplici vantaggi per l'acquisto e la vendita di titoli e altre attività. Uno dei vantaggi principali

è che gli operatori non possono scegliere quali operazioni eseguire: devono stabilire e seguire regole chiare, consentendo la trasparenza delle operazioni e dei prezzi. Con il trading ad alta velocità, i sistemi multilaterali di negoziazione utilizzano algoritmi informatici per mettere in contatto acquirenti e venditori. Ciò facilita una maggiore liquidità rispetto alle negoziazioni over-the-counter, con conseguente riduzione degli spread denaro-lettera e una più efficace scoperta dei prezzi. Inoltre, i sistemi multilaterali di negoziazione operano tipicamente sulla base di commissioni, il che significa che non hanno conflitti di interesse con i singoli operatori.

Le banche d'investimento e le società di dati finanziari possono sfruttare le economie di scala per competere con le borse valori tradizionali e potenzialmente realizzare sinergie con le loro operazioni di trading esistenti.

Alcune banche d'investimento, che già gestivano sistemi interni di incrocio, hanno anche convertito i loro sistemi interni in sistemi multilaterali di negoziazione. Ad esempio, il Gruppo UBS ha creato un proprio sistema multilaterale di negoziazione che funziona in combinazione con i suoi sistemi di incrocio interni.

In tal senso le innovazioni più incisive portate dalla MiFID II e dalla MIFIR riguardano i mercati. L'intento generale è stato, già prima dell'avvento dell'evoluzione tecnologica alla quale stiamo facendo riferimento, quello di favorire, quando non di imporre, lo svolgimento delle negoziazioni

all'interno di sistemi di negoziazione regolamentati - siano essi mercati regolamentati veri e propri, sistemi multilaterali od OTF - ovvero internalizzatori sistematici (la cui disciplina viene riformata). Questo intento è inoltre perseguito estendendo i regimi di trasparenza *pre* e *post-trading* a una gamma più ampia di strumenti di capitale e di debito⁷⁴.

L'obiettivo del legislatore comunitario è stato, con le direttive Mifid I e II sempre quello di riuscire a creare una rete di organismi di vigilanza, all'interno dei diversi, mercati che si muovessero in modo correlato e soprattutto efficiente. Già con la direttiva sul *market abuse* (la normativa volta a reprimere i reati finanziari) era stato disegnato un network di *Authority* europee, dotate di sufficienti poteri di indagine per meglio contrastare i fenomeni di *insider trading* e manipolazione. E per intervenire, collaborando tra loro, quando le condotte illecite assumevano una dimensione transfrontaliera. Lo stesso schema è stato confermato anche per la Mifid. Ciascun Paese è chiamato a designare, di norma, una sola Autorità competente incaricata di assolvere ai tanti compiti assegnati dalla direttiva⁷⁵.

Le previsioni Mifid I e Mifid II hanno, quindi, impatti significativi per le imprese di investimento che gestiscono sistemi per l'incrocio di ordini in acquisto e in vendita della clientela. Esse dovranno stabilire se i sistemi gestiti ricadano nella definizione di MTF o di OTF o se convenga

⁷⁴ SARTORIF, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in Riv. dir. priv., 2008, 25 ss.

⁷⁵ RISPOLI FARINA M., "La vigilanza sul mercato finanziario / Atti", Giuffrè, 2005, pag.5 e ss.

convertirli in quelle strutture. Inoltre, le imprese di investimento dovranno stabilire se – per le modalità di svolgimento dei servizi di negoziazione adottate – esse si prestino ad esse qualificate come internalizzatori sistematici con riferimento a una vasta gamma di strumenti di capitale o di debito. Il problema si porrà con particolare urgenza con riferimento ai mercati dei titoli a reddito fisso, nei quali le imprese negoziano principalmente su base bilaterale in veste di principals⁷⁶.

Per l'Italia, così come specificato nell'articolo 73, è la Consob coadiuvata, per alcune funzioni, dalla Banca d'Italia. È questo l'organismo incaricato di autorizzare mercati regolamentati, comma 2, e sistemi multilaterali di negoziazioni, di vigilare sulle regole di condotta degli intermediari e sulla solidità dei loro sistemi di controllo interni, di sovrintendere al regolare andamento degli scambi potendo disporre di sufficienti flussi di informazione. I comma 2,3,4 dell'art. 73 attribuiscono alla Consob il compito di iscrivere la società di gestione del mercato in albo verificando i requisiti che le stesse società possiedono. Abbiamo visto, nel capitolo precedente, come l'art. 61, riformato attraverso il recepimento della Mifid, imponga precisi di requisiti per i gestori del mercato. Il comma 3, e 4 nella fattispecie sono orientati a realizzare un ambiente trasparente all'interno del mercato e può chiedere alle società di gestione provvedimenti per modificare la regolamentazione. La trasparenza è

⁷⁶ GALLICCHIO M., BONANTE G., Mifid II e mifir, recenti sviluppi, Diritto Bancario Approfondimenti, 2014,II, 1 in www.dirittobancario.it

l'obiettivo dell'art. 74⁷⁷ all'interno del quale si specifica che la Consob deve vigilare affinché le negoziazioni avvengano con linearità. Proprio per questo motivo in questa nuova versione del Tuf una più precisa definizione della ripartizione dei compiti di vigilanza tra Consob e Banca d'Italia ed una razionalizzazione delle competenze attribuite a ciascuna autorità. Nel complesso, quindi, con la revisione del testo del TUF, il legislatore ha delineato con maggiore chiarezza e con maggiore coerenza l'adesione ad un modello regolamentare di "*vigilanza per finalità*". L'occasione del recepimento della direttiva è stata colta dal legislatore italiano per aggiornare i principi ispiratori della regolamentazione finanziaria⁷⁸. Gli obiettivi di fondo – la trasparenza e correttezza degli intermediari, la sana e prudente gestione, la stabilità e la competitività del sistema – rimangono sostanzialmente invariati. Ciò che cambia è

⁷⁷Recita l'art. 74.. “ La Consob vigila sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori e può adottare ogni misura per garantire il rispetto degli obblighi previsti dal presente Capo. A tal fine, agli operatori ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, diversi dai soggetti abilitati, si applicano gli articoli 8, comma 1 e 10, comma 1. 1-bis. La Consob vigila sul rispetto delle disposizioni del regolamento del mercato, relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 64, comma 1-ter, da parte della società di gestione. 2. La Consob, con le modalità e nei termini da essa stabiliti, può chiedere alle società di gestione la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti, nonché eseguire ispezioni presso le medesime società e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari. 3. In caso di necessità e urgenza, la Consob adotta, per le finalità indicate al comma 1, i provvedimenti necessari, anche sostituendosi alla società di gestione. 4. I provvedimenti previsti dal comma 3 possono essere adottati dal Presidente della Consob o da chi lo sostituisce in caso di sua assenza o impedimento. Essi sono immediatamente esecutivi e sono sottoposti all'approvazione della Commissione che delibera nel termine di cinque giorni; i provvedimenti perdono efficacia se non approvati entro tale termine. 4-bis. La Consob può esercitare gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-octies.”

⁷⁸ GALLICCHIO M., BONANTE G., Mifid II e mifir, recenti sviluppi, Diritto Bancario Approfondimenti, 2014,II, 1 in www.dirittobancario.it

l'approccio che le Authority, Consob e Banca d'Italia, sono invitate ad assumere nello svolgimento delle proprie funzioni di vigilanza. Rispettando i cosiddetti principi di *better regulation* (buona regolamentazione) di derivazione anglosassone. I principi sui quali si basa la regolamentazione Mifid II sono chiaramente: la valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati; la proporzionalità, intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari; il riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e la salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana; l'agevolazione dell'innovazione e della concorrenza.

Come si vede la preoccupazione del legislatore è quella di evitare che l'industria finanziaria nazionale sia svantaggiata nella competizione normativa in pieno corso tra i Paesi del continente⁷⁹. Proprio per questo – è sempre il decreto legislativo a parlare – Consob e Banca d'Italia potranno imporre obblighi aggiuntivi a quelli previsti nelle leggi europee soltanto per far fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che non sono adeguatamente considerati dalle disposizioni comunitarie. Un'altra importante innovazione, questa volta contenuta nella stessa direttiva, riguarda il metodo della cosiddetta vigilanza per principi. Alle prese, per esempio, con la disciplina dei conflitti d'interesse gli intermediari non avranno formali prescrizioni da

⁷⁹ ESPOSITO L., "I rischi e gli obiettivi della vigilanza finanziaria. Il caso della Financial Services Authority britannica", in "Bancaria", n. 1, 2005.

osservare. Piuttosto, avranno principi da rispettare e da tradurre in regolamenti interni che l'Autorità di vigilanza dovrà validare⁸⁰.

La legislazione MiFID ha storicamente attribuito, quindi, alla Consob un compito arduo. Un ruolo così impegnativo assegnato all'Autorità competente richiede adeguate strutture e competenze. A questo scopo la direttiva europea stabilisce innanzitutto che le singole Authority abbiano almeno il potere di avere accesso a qualsiasi documento e in qualsiasi forma; chiedere informazioni a qualsiasi persona e, se necessario, procedere a convocazioni e interrogazioni; eseguire ispezioni; richiedere le registrazioni esistenti su comunicazioni telefoniche e altri scambi di dati; chiedere la cessazione di qualsiasi pratica contraria alle disposizioni della direttiva; richiedere il blocco e/o il sequestro di beni; richiedere la temporanea interdizione dell'esercizio dell'attività professionale; richiedere ai revisori dei conti delle imprese di investimento e dei mercati regolamentari di fornire informazioni; adottare qualsiasi misura perché le imprese di investimento e i mercati regolamentati rispettino gli obblighi di legge; richiedere la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario o, addirittura, il ritiro dalle negoziazioni; riferire fatti all'autorità giudiziaria per promuovere un'azione penale; autorizzare i revisori dei conti o gli esperti a procedere a verifiche.

Simili penetranti prerogative –precisa ancora la direttiva debbono

⁸⁰ BUSSOLI C., Mifid nuovi canali di negoziazione e nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria in Europa, Bari, Cacucci, 2008, p. 112 e ss

consentire ai *regulator* di irrogare sanzioni amministrative, fatto salvo naturalmente il diritto degli Stati di infliggere sanzioni penali⁸¹.

Qualora la società di gestione del mercato non provveda a garantire un adeguato livello di trasparenza e più in generale il funzionamento del mercato in modo corretto allora la Consob, può revocare l'autorizzazione secondo anche quanto detto all'art. 63 del Testo Univo della Finanza. Questo è il disposto dell'art. 75⁸² Tuf il quale puntualmente al secondo comma dispone: a) "la società di gestione non si avvale dell'autorizzazione entro dodici mesi ovvero vi rinuncia espressamente"; b) "la società di gestione ovvero il mercato regolamentato ha cessato di funzionare da più di sei mesi"; c) "la società di gestione ha ottenuto l'autorizzazione presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare"; d) "la società di gestione ovvero il mercato regolamentato non soddisfa più le condizioni cui è subordinata l'autorizzazione"; e) "la società di gestione ha violato in modo grave e sistematico le disposizioni del presente Capo".

⁸¹ CESR/07-703 "Overview of national discretions and options under MiFID Level 1-dir. 2004/39/CE" disponibile sul sito www.cesr-eur.org

⁸² Recita l'art. 75 ... "In caso di gravi irregolarità nella gestione dei mercati ovvero nell'amministrazione della società di gestione e comunque quando lo richiede la tutela degli investitori, il Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta della Consob, dispone lo scioglimento degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione. I poteri dei disciolti organi amministrativi sono attribuiti a un commissario nominato con il medesimo provvedimento, che li esercita, sulla base delle direttive e sotto il controllo della Consob, sino alla ricostituzione degli organi. L'indennità spettante al commissario è determinata con decreto del Ministero ed è a carico della società di gestione. Per quanto non previsto dal presente comma, si applicano gli articoli 70, commi 2, 3, 4, 5 e 6, 72, a eccezione dei commi 2 e 8, e 75 del T.U. bancario, intendendosi attribuiti alla Consob i poteri della Banca d'Italia...".

L'art 76 Tuf dispone ulteriormente che rimanendo fermi i poteri della Consob sopra enunciati alla Banca d'Italia rimane il potere di vigilanza sui mercati all'ingrosso⁸³. In questo caso, nei mercati all'ingrosso, la Banca d'Italia svolge azioni del tutto simili a quelle che abbiamo visto per la Consob⁸⁴. La stessa Banca D'Italia in caso di urgenza proprio per non bloccare il funzionamento del mercato può sostituirsi alla società di gestione (comma 2 – bis e comma 2-ter).

Valgono, anche nel caso della Banca d'Italia, le regole previste dall'articolo 74 Tuf. Per quanto concerne i sistemi di negoziazione previsti negli articoli 68-69 e 70 non è la Consob ma la Banca d'Italia con specifica attenzione al rischi sistemico del mercato sempre per garantire la trasparenza del mercato. L'art. 77⁸⁵ ricalca i meccanismi di intervento all'interno del mercato ricalcano quelli già visti, validi per la Consob e per la Banca d'Italia all'interno dei mercati all'ingrosso.

⁸³ ESPOSITO L., "I rischi e gli obiettivi della vigilanza finanziaria. Il caso della Financial Services Authority britannica", in "Bancaria", n. 1, 2005.

⁸⁴ BUSSOLI C., Mifid nuovi canali di negoziazione e nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria in Europa, Bari, Cacucci, 2008, p. 112 e ss

⁸⁵ Recita l'art. 77 ...” La vigilanza sui sistemi indicati negli articoli 68, 69 e 70 e sui soggetti che li gestiscono è esercitata dalla Banca d'Italia, avendo riguardo alla stabilità e al contenimento del rischio sistemico e dalla Consob, avendo riguardo alla trasparenza e alla tutela degli investitori. A tale fine la Banca d'Italia e la Consob possono richiedere ai gestori dei sistemi e agli operatori la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti in ordine alla compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni ed effettuare ispezioni.2. In caso di necessità e urgenza, la Banca d'Italia adotta, per le finalità indicate al comma 1, i provvedimenti necessari, anche sostituendosi alle società di gestione dei sistemi e dei servizi indicati negli articoli 69 e 70.3. Ai gestori dei sistemi e dei servizi indicati negli articoli 68, 69 e 70 si applica l'articolo 83”.

2.5. Criticità e prospettive future del Mercato Unico dei Capitali

L'Unione dei mercati dei capitali (CMU) è destinata a rafforzare e approfondire il libero flusso di capitali, una delle quattro libertà fondamentali del mercato unico europeo. L'iniziativa è stata lanciata dalla Commissione europea nel 2015 e mira a rimuovere gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri, a migliorare l'accesso ai finanziamenti per le imprese europee, a diversificare le opzioni di finanziamento (compresa la riduzione dei costi), a facilitare la raccolta di capitali per le PMI e ad aumentare l'attrattiva dell'Unione europea per gli investimenti globali.

Tuttavia, i progressi compiuti finora non sono stati sufficienti e la CMU rimane una priorità nell'agenda dei politici europei. I recenti sviluppi relativi alla materializzazione della Brexit e alla pandemia COVID-19 hanno dato all'iniziativa un grande senso di urgenza per garantire che i mercati dei capitali dell'UE possano svolgere il loro ruolo di pilastro fondamentale dell'economia reale, contribuendo in modo efficiente a una ripresa sostenibile e a un'Unione europea forte.

La Capital Markets Union rappresenta un progetto molto importante per la creazione di un mercato unico dei capitali a livello europeo. L'obiettivo è quello di far fluire il denaro - investimenti e risparmi - in tutta l'UE in modo che ne possano beneficiare i consumatori, gli investitori e le imprese, indipendentemente dalla loro ubicazione⁸⁶. Nonostante i

⁸⁶ FERRARINI G., MACCHIAVELLO E, FinTech and Alternative Finance in the CMU: The Regulation of Marketplace Investing, in BUSCH, AVGOULEAS & FERRARINI (eds), supra note 3, 208-233.

progressi compiuti dall'avvio dell'iniziativa CMU nel 2015, i mercati dei capitali dell'UE rimangono frammentati come evidenziato nel corso della presente trattazione. Il 24 settembre 2020 la Commissione ha, del resto, adottato un nuovo piano d'azione CMU. Il piano prevede 16 misure legislative e non legislative per conseguire tre obiettivi principali sostenere una ripresa economica verde, inclusiva e resiliente per rendere l'UE un luogo ancora più sicuro in cui risparmiare e investire a lungo termine integrare i mercati nazionali dei capitali in un vero e proprio mercato unico. Ad un anno dall'adozione del piano d'azione CMU 2020, una CMU forte e completa è più che mai necessaria per sostenere la ripresa economica dopo la crisi COVID-19, finanziare la transizione verde e digitale e rafforzare l'autonomia strategica aperta dell'UE. Il 25 novembre 2021, la Commissione europea ha tenuto fede a diversi impegni chiave del piano d'azione CMU 2020 adottando un pacchetto di quattro proposte legislative. Il pacchetto CMU comprende anche una comunicazione che spiega come le proposte legislative si integrano tra loro, definisce alcuni risultati chiave per il 2022 e fornisce un aggiornamento sullo stato di attuazione di tutte le altre fasi del piano di azione. Gli sforzi per realizzare un vero mercato unico dei capitali sono iniziati con il Trattato di Roma più di 60 anni fa e si sono intensificati con la libera circolazione dei capitali, libertà sancita dal Trattato di Maastricht del 1992 e dal Piano d'azione per i servizi finanziari del 1999. Ma questo obiettivo non è stato ancora raggiunto. L'iniziativa CMU è stata lanciata dalla Commissione Juncker, che ha adottato il primo piano d'azione

CMU nel settembre 2015. Il piano d'azione contiene un elenco di oltre 30 azioni volte a creare gli elementi costitutivi di un mercato dei capitali integrato nell'UE entro il 2019.

Nel piano d'azione della CMU convergono diverse motivazioni politiche. Sebbene la motivazione principale sia "crescita e occupazione", il suo progetto è guidato principalmente dalla necessità di snellire la legislazione europea e nazionale per rimuovere le barriere che proteggono il ruolo dominante delle banche e privano l'eurozona di un meccanismo di assorbimento degli shock da parte del settore privato. Tale iniziativa ha il potenziale per andare a migliorare l'integrazione e la diversificazione dei mercati dei capitali, ma manca di qualsiasi misura che possa accelerare il ritmo dell'integrazione dei mercati dei capitali in Europa. Lo stesso rischio sistemico, nascosto dietro pratiche locali e non adeguatamente regolato, porta regolarmente a massicci interventi per ricapitalizzare o ristrutturare le istituzioni finanziarie, con un conseguente ridimensionamento del settore finanziario stesso³. Per queste ragioni la Commissione Europea – nell'ottica di dare concreta attuazione al principio della libera circolazione dei capitali sancito dal Trattato di Roma e costituente una delle libertà fondamentali dell'Unione Europea – nel corso del 2015 ha formalizzato la necessità di impegnarsi per la creazione di una Unione dei mercati dei capitali europei, che, insieme alla complementare creazione dell'unione bancaria, rientra nella più ampia agenda europea di integrazione economica e finanziaria

ispirata dai Trattati. Lo stimolo alla crescita e alla competitività per sostenere e rafforzare la ripresa post-pandemia è diventata la priorità essenziale per la Commissione Europea e per gli Stati membri dell'UE nella consapevolezza che la mera integrazione attraverso l'eliminazione delle barriere (ossia tramite il completamento del Mercato Unico) è condizione certamente necessaria ma non sufficiente. Uno stimolo volto a sviluppare i mercati dei capitali europei per farli diventare a tutti gli effetti canali di finanziamento alternativi rispetto ai finanziamenti bancari per le imprese e per le infrastrutture europee⁸⁷.

La crescita e l'occupazione sono gli obiettivi finali della CMU, ma l'iniziativa non contiene alcuno strumento politico che abbia un impatto diretto sul PIL o sull'occupazione. Probabilmente, la crescita delle economie dell'UE è limitata principalmente dal lato della domanda, poiché la maggior parte dei Paesi persegue politiche fiscali limitate. Nei prosperi Paesi del Nord, come la Germania, che possono permettersi di aumentare gli investimenti pubblici e ridurre le tasse per espandere la domanda aggregata, la maggioranza degli elettori è favorevole alla riduzione del deficit e del debito. Al contrario, l'espansione macroeconomica nei Paesi dell'UE meridionali, come l'Italia o la Grecia, e in quelli orientali, come la Polonia o l'Ungheria, è limitata da varie combinazioni di debiti pregressi, settori bancari deboli e incertezza economica generale. Di conseguenza, le politiche macroeconomiche

⁸⁷ SAPIR, A., VERON N., WOLFF G., 'Making a reality of Europe's Capital Markets Union', Policy Contribution 07/2018, Bruegel, p. 125 e ss.

dell'UE rimangono orientate all'austerità e non integrano adeguatamente la politica monetaria espansiva della Banca centrale europea (BCE) e delle altre banche centrali europee. Occorre, infatti, puntualizzare che la Commissione Europea non può intervenire nella stimolazione dell'economia europea in modo autonomo, dato che il suo bilancio complessivo è limitato a circa l'1% dell'economia UE28. Il suo strumentario politico si riduce quindi a iniziative come la CMU, che possono stimolare l'economia solo indirettamente. Allo stesso tempo, ci sono proposte politiche come l'emissione congiunta di obbligazioni che potrebbero dare una svolta allo sviluppo di un mercato dei capitali che possiamo definire integrato a livello europeo ed andare a promuovere una crescita elevata e, sicuramente, un maggior numero di posti di lavoro, riducendo i vincoli fiscali sulle economie. Il sistema finanziario dell'UE è dominato da grandi banche universali⁸⁸. Queste banche forniscono circa l'80% del debito delle imprese, mentre i mercati delle obbligazioni societarie forniscono il resto. Negli Stati Uniti la situazione è quasi opposta. Sebbene il sistema basato sulle banche abbia funzionato storicamente piuttosto bene per la maggior parte delle economie dell'UE, quasi tutte le grandi banche sono state gravemente indebolite durante la crisi finanziaria. Attualmente, la loro cattiva salute

⁸⁸ CORRADO, C., J. HASKEL, C. JONA LASINIO, IOMMI M., 'Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth', EIB Working Papers 2016/08, European Investment Bank, p. 236 e ss.

finanziaria costituisce un freno importante al finanziamento della crescita economica e rappresenta un rischio persistente per la stabilità finanziaria. Pertanto, l'UE trarrebbe beneficio dal riequilibrio delle proprie strutture economiche verso una finanza più basata sul mercato.

A fronte di un processo che spinge verso un aumento degli investimenti in titoli di capitale transfrontalieri e, quindi, verso un aumento nella condivisione dei rischi micro e macro, occorre valutare se il contenuto e le differenze nella tutela accordata agli investitori (soprattutto retail) dai diversi ordinamenti giuridici nazionali (con particolare attenzione a quello italiano) possano portare a nuovi rischi per gli investitori medesimi e per la stabilità e integrità del mercato. Questi ordinamenti non sono stati oggetto da parte dell'Unione Europea di un processo di armonizzazione in alcune aree, quali quelle della responsabilità civile per danni⁷. Poiché l'impatto delle regole dipende tanto dall'adeguatezza della loro formulazione sostanziale quanto dalla loro effettiva applicazione (oltre che dalle regole relative alla responsabilità civile di chi le applica), i diversi livelli di applicazione delle regole sono equiparabili ad altrettante variazioni dell'impatto delle norme stesse, così vanificando gli obiettivi di armonizzazione della Capital Markets Union e della Banking Union⁸⁹.

⁸⁹ ENRIQUES L., GILOTTA S, Disclosure & financial markets regulation, in Niamh Moloney, Eilis Ferran & Jennifer Payne, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP 2015, 511-536

L'UE deve inoltre stimolare l'emissione di titoli azionari, obiettivo che la CMU intende raggiungere razionalizzando le regole per i prospetti informativi e semplificando l'ingresso nel mercato. Questo aspetto è particolarmente importante perché le PMI contribuiscono al PIL dell'UE in misura maggiore rispetto agli Stati Uniti, ma il loro accesso ai finanziamenti non bancari è molto più limitato nell'UE. L'UE può emulare alcune misure statunitensi introdotte a sostegno delle start-up e delle altre piccole imprese, riducendo le barriere di accesso alle piattaforme di formazione pubbliche e sviluppando il capitale di rischio, i finanziamenti privati e il crowdfunding⁹⁰. Tuttavia, poiché le borse e le piattaforme di finanziamento per le PMI sono apparse solo di recente e solo in pochi Paesi dell'UE, ci vorrà molto tempo prima che gli attori privati utilizzino e portino questi miglioramenti a volumi paragonabili a quelli degli Stati Uniti.

Sebbene il tasso di risparmio complessivo dell'UE sia più alto di quello degli Stati Uniti (rispettivamente 20 e 17% del PIL), la maggior parte di esso è depositato in banche situate nel Paese di origine del risparmiatore. Pertanto, la CMU deve anche attrarre un maggior numero di risparmi delle famiglie e delle imprese in veicoli che investano nei mercati dei capitali e li incoraggino a diversificare in tutta l'UE. Poiché le attività assicurative sono proporzionalmente più grandi nell'UE che negli Stati

⁹⁰ CORRADO, C., J. HASKEL, C. JONA LASINIO, IOMMI M., 'Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth', EIB Working Papers 2016/08, European Investment Bank, p. 236 e ss.

Uniti (cfr. grafico 1) e le compagnie assicurative sono ora alla ricerca di opportunità in un contesto di bassi tassi di interesse, la CMU mira a modificare i vincoli normativi e autoimposti sugli investimenti assicurativi. Questa ricalibrazione dovrebbe indirizzare un maggior numero di capitali verso gli investimenti infrastrutturali a lungo termine e i fondi di capitale di rischio⁹¹. La logica generale dell'iniziativa CMU è quella di facilitare lo sviluppo del mercato dei capitali riducendo la dipendenza delle economie dell'UE dalle banche. Tuttavia, questo approccio non corrisponde pienamente all'esperienza storica degli Stati Uniti, dove l'evoluzione del mercato dei capitali è stata almeno in parte motivata dalle restrizioni legali imposte alle banche. La legge Glass-Steagall, che separava l'attività bancaria commerciale da quella d'investimento, la Regulation Q, che limitava i tassi d'interesse sui depositi bancari, e la restrizione delle carte bancarie a un solo Stato americano hanno indotto innovazioni che hanno ampliato il ruolo dei mercati dei capitali a spese delle banche. L'UE sta prendendo in considerazione una qualche forma di restrizione simile a Glass-Steagall per le banche più grandi e di importanza sistemica, come suggerito dal rapporto Liikanen nel 2012.

La capacità di assorbimento degli shock macroeconomici nell'UE è inferiore a quella degli Stati Uniti perché manca proprio un mercato dei

⁹¹ SAPIR, A., VERON N., WOLFF G., 'Making a reality of Europe's Capital Markets Union', Policy Contribution 07/2018, Bruegel, p. 125 e ss.

capitali integrato. Si tratta di un problema serio, soprattutto per i Paesi dell'eurozona che non possono contare su una politica monetaria specifica per Paese per rispondere a shock asimmetrici o a crisi finanziarie. L'espansione di mercati dei capitali integrati potrebbe fornire ulteriore capacità aumentando la condivisione dei rischi da parte del settore privato⁹². Inoltre, i flussi di capitale transfrontalieri dovrebbero consentire alle famiglie e alle imprese di concedere prestiti o mutui ad altre economie che sono meno colpite da una determinata crisi, coinvolgendo al contempo una base di investitori più diversificata con diversi profili di finanziamento, orizzonti di trading e preferenze di rischio, il che migliora anche la resilienza finanziaria complessiva. In tale prospettiva la costruzione di una Unione dei Mercati dei Capitali che risponda alle esigenze dei cittadini e delle imprese europee è tanto ambizioso quanto essenziale: lo sforzo consentirà a pensionati e risparmiatori di condividere i vantaggi della ripresa economica europea. In questo modo, i mercati dei capitali europei diventeranno più efficienti e meglio integrati. Questa visione a lungo termine è fondamentale per finanziare l'innovazione europea e sostenere la transizione verso un'economia più sostenibile.

L'aumento della partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali è una componente essenziale per la costruzione di una CMU

⁹² EMTER, L., M. SCHMITZ., TIRPAK M., 'Cross-border banking in the EU since the crisis: what is driving the great retrenchment?' *Review of World Economics* 155(2), 2019, p. 287-326

efficace. Anche migliorare l'accesso alle informazioni finanziarie e non finanziarie e affrontare gli elevati costi dei dati che il nostro settore sta incontrando sono passi importanti verso una CMU funzionante. Tutto questo, mantenendo e migliorando l'attrattiva del settore europeo della gestione degli investimenti nell'attuale contesto globale⁹³.

⁹³ MILANO, V. 'Risk sharing in the euro zone: the role of European institutions', CeLEG Working Paper Series No. 01/17, March, 2017

CAPITOLO TERZO

Integrazione dei mercati finanziari europei ed efficienza: alcune considerazioni e misurazione di efficacia dei mercati

3.1. Integrazione dei mercati finanziari europei ed efficienza: considerazioni di carattere generale

I mercati dei capitali dell'Unione Europea rimangono molto sottosviluppati rispetto agli Stati Uniti. Il mercato azionario, misurato come dimensione della capitalizzazione di mercato totale delle imprese nazionali quotate in borsa rispetto al PIL, è molto più grande negli Stati Uniti e in Giappone che in Europa. Detto questo, all'interno dell'Europa ci sono grandi differenze. Ci sono pochi Paesi (Lussemburgo, Irlanda, Svezia, Danimarca, Paesi Bassi) in cui la capitalizzazione di mercato totale è molto più grande. In Europa, le società quotate in borsa hanno meno probabilità di finanziarsi sul mercato azionario rispetto agli Stati Uniti (come misurato dalla distribuzione del rapporto debito/patrimonio netto delle società quotate). Il livello di investimenti in capitale di rischio è quasi dieci volte superiore (in rapporto al PIL) negli Stati Uniti rispetto ai Paesi europei⁹⁴. Alcuni Paesi asiatici (Singapore, Cina, India) hanno fondi di venture capital molto dinamici. Inoltre, è molto più probabile che le imprese europee vengano acquisite da imprese americane piuttosto che il contrario⁹⁵. Questa tendenza è ancora più forte in settori

⁹⁴ ENRIQUES L., GILOTTA S, Disclosure & financial markets regulation, in Niamh Moloney, Eilis Ferran & Jennifer Payne, The Oxford Handbook of Financial Regulation, Oxford, OUP 2015, 511-536

⁹⁵ BUSH D., The future of the Capital Markets Union After Brexit, Rivista ODC, Giappichelli, 2018, p. 3 e ss.

quali la tecnologia e la finanza. Dal punto di vista degli investitori, il quadro è eterogeneo, ma nel complesso gli investimenti in azioni nazionali in Europa sono molto meno consistenti che negli Stati Uniti. I fondi pensione dell'UE sono in ritardo rispetto agli Stati Uniti come fonte di investimenti azionari nazionali a tre livelli: il totale delle attività in essere dei fondi pensione è sostanzialmente inferiore, una quota minore è investita in azioni e molti di questi investimenti azionari avvengono al di fuori dell'area dell'euro. Il quadro è relativamente più incoraggiante per le compagnie di assicurazione e i fondi di investimento, ma l'attenzione per le azioni dell'UE è limitata a tutti. Infine, il premio per il rischio paese (la differenza tra il tasso di rendimento interno delle azioni e il tasso privo di rischio) è molto più alto nei Paesi dell'UE che negli Stati Uniti (4 punti percentuali negli ultimi anni per il Paese meno rischioso, la Germania)⁹⁶. Ciò significa che il premio di mercato è molto più alto in Europa: le imprese devono infatti raggiungere una soglia di rendimento molto più elevata per accedere al finanziamento azionario. Portare avanti l'iniziativa dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC) dell'UE è più urgente che mai. I mercati dei capitali, quando sono ben sviluppati, funzionano come buoni ammortizzatori: negli Stati Uniti hanno assorbito il 22% degli shock legati alla Grande Crisi Finanziaria. Inoltre, la digitalizzazione richiede investimenti in capitale immateriale, che le banche non sono adatte a finanziare in quanto non facilmente

⁹⁶ DEMERTZIS M., DOMINGUEZ M J., GUETTA L, Europe should not neglect its capital market union, Policy Contribution, 2021,XIII, 4 e ss.

collateralizzabili. L'UE si troverà quindi ad affrontare vincoli finanziari in termini di finanziamento dell'economia digitale. Esistono anche benefici per la transizione verde: secondo alcuni studi, i mercati azionari riallocano i fondi verso settori meno inquinanti in modo più efficiente e incentivano i settori ad alta intensità di carbonio a sviluppare tecnologie più ecologiche⁹⁷. Il tema risulta particolarmente delicato per il nostro Paese che si caratterizza per la presenza di una grande quantità di risparmio direttamente in mano ad una moltitudine di risparmiatori non professionali⁹⁸. Il tema appare anche rilevante alla luce della significativa tutela riservata al risparmio dal nostro ordinamento ed in particolare dall'art. 47, comma 1, della Costituzione secondo cui «la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito». A fronte della copiosa produzione normativa dell'Unione Europea, che oggi trova una finalizzazione nella costruzione dell'Unione bancaria e dei mercati dei capitali, questa ricerca ha lo scopo di individuare i principi posti alla base della vigente disciplina dei mercati finanziari ed in particolare alla tutela del risparmio contenuti tanto nella normativa nazionale italiana quanto in quella europea⁹⁹.

⁹⁷ European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015) 468 final, 30.09.2015, 3.

⁹⁸ FERRARINI G., MACCHIAVELLO E, FinTech and Alternative Finance in the CMU: The Regulation of Marketplace Investing, in BUSCH, AVGOULEAS & FERRARINI (eds), supra note 3, 208-233.

⁹⁹ DEMERTZIS M., DOMINGUEZ M J., GUETTA L, Europe should not neglect its capital market union, Policy Contribution, 2021,XIII, 4 e ss.

La pandemia di coronavirus continua ad avere un impatto dirompente sul contesto economico e finanziario. I governi stanno adottando nuove misure per contenere il virus e la pandemia continua a pesare sulle prospettive di stabilità finanziaria. Le vulnerabilità del settore finanziario includono l'accumulo di debito pubblico e privato, l'aumento delle perdite di credito prospettiche e l'indebolimento della redditività del settore bancario, nonché una maggiore assunzione di rischio nel settore finanziario non bancario. Tutte queste vulnerabilità, che ora affronterò in modo più dettagliato, meritano un attento monitoraggio. In primo luogo, il massiccio sostegno fiscale ha finora preservato la capacità produttiva, ma ha anche portato a deficit di bilancio considerevoli per il 2020. In Italia si può dire che la timida ripresa contrassegnata dalla presenza a livello internazionale di instabilità e nuova contrazione dei consumi legata all'inflazione, è fortemente compromessa¹⁰⁰.

Poiché la pandemia e l'instabilità provocata dalla guerra in Ucraina sta pesando sulla ripresa, è importante che questo sostegno venga mantenuto e, in alcune aree, addirittura incrementato nei prossimi mesi. Se le misure di sostegno dovessero terminare troppo presto o troppo bruscamente, lo shock per le aziende e le imprese sarebbe grave. Nel medio termine, tuttavia, i responsabili delle decisioni dovranno gestire con attenzione l'uscita dalle misure fiscali straordinarie, bilanciando il

¹⁰⁰ MOLONEY N., Capital Markets Union, Third Countries, and Equivalence, in DANNY BUSCH, EMILIOS AVGOULEAS & GUIDO FERRARINI (eds), Capital Markets Union in Europe, OUP 2018, 97-139

rischio di un'eccessiva riduzione del sostegno con quello di un sostegno troppo prolungato, al fine di garantire la sostenibilità a lungo termine del debito pubblico.

In secondo luogo, le banche dell'area dell'euro hanno visto diminuire il loro rendimento del capitale proprio da oltre il 5% nel quarto trimestre del 2019 a poco più del 2% nel secondo trimestre del 2020. Questa tendenza è stata determinata principalmente dall'aumento degli accantonamenti per perdite su crediti e dalla minore capacità delle banche di generare reddito. In prospettiva, si prevede che la redditività delle banche rimarrà debole e non tornerà ai livelli pre-COVID-19 prima del 2022. Le banche stanno intensificando gli sforzi di riduzione dei costi, ma potrebbero ancora avere bisogno di consolidarsi in risposta a questo sviluppo. In terzo luogo, abbiamo visto che i fondi di investimento hanno assunto una maggiore esposizione al debito di durata più lunga e con rating più basso emesso da società non finanziarie, aumentando la probabilità di deflussi e perdite se il rischio di credito delle imprese dovesse aumentare in modo significativo. Anche il rischio di liquidità nei fondi ha ricominciato a crescere. Parallelamente, vediamo segnali di una maggiore assunzione di rischio anche da parte degli assicuratori¹⁰¹.

Queste vulnerabilità ci ricordano che non possiamo permetterci di essere compiacenti. Dobbiamo adottare misure coraggiose per sostenere la

¹⁰¹ ENRIQUES L., GILOTTA S, Disclosure & financial markets regulation, in Niamh Moloney, Eilis Ferran & Jennifer Payne, The Oxford Handbook of Financial Regulation, Oxford, OUP 2015, 511-536

ripresa e sviluppare e integrare ulteriormente il nostro sistema finanziario, alleggerendo così anche le finanze pubbliche, aiutando le banche a risolvere i loro problemi di redditività e aumentando la resilienza del sistema finanziario. La risoluzione delle crisi può rappresentare una sfida per queste banche, il cui modello di business può rendere difficile l'emissione di un numero sufficiente di passività che possano essere oggetto di bail-in. Inoltre, poiché attualmente i quadri di liquidazione variano da uno Stato membro all'altro, sarà importante promuovere la convergenza delle procedure di insolvenza bancaria, in modo da garantire l'uniformità di trattamento dei creditori¹⁰². Una CMU efficiente andrebbe a migliorare e diversificare le condizioni di finanziamento, creando prospettive per l'occupazione e la crescita, anche per un'economia più sostenibile e digitalizzata. Un effetto di secondo impatto è che le persone e le imprese avranno accesso a una gamma più ampia di opportunità di investimento, contribuendo a migliorare il rapporto tra rendimento e rischio nei loro risparmi e investimenti. Infine, mercati dei capitali dell'area dell'euro più sviluppati e integrati rafforzerebbero il ruolo internazionale dell'euro, in quanto mercati finanziari nazionali profondi e liquidi sono fondamentali per la capacità di una valuta di raggiungere ed espandere il proprio status internazionale. Contribuirebbe inoltre a costruire un settore finanziario

¹⁰² VÉRON N., WOLFF G., Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, *Journal of Financial Regulation* (2016), 130-153, at 132

europeo più forte, consentendogli di affrontare le sfide create dalla Brexit. Il percorso verso il completamento della CMU presenta ancora diverse sfide. Sono ancora necessari progressi in molti settori chiave, tra cui l'armonizzazione dei regimi fiscali e di insolvenza societaria e il passaggio a un'unica autorità di vigilanza sui mercati dei capitali dell'UE. Il successo in queste aree significherebbe maggiori investimenti e finanziamenti transfrontalieri, minori oneri amministrativi e minori costi di finanziamento. Il raggiungimento di una vera e propria unione dei mercati dei capitali, supervisionata da un'unica autorità di vigilanza dell'UE, riconoscerebbe anche che i rischi non si fermano alle frontiere interne dell'UE.

Ci sono tre ragioni principali per cui lo sviluppo di mercati dei capitali più profondi e integrati è fondamentale per l'economia dell'UE (e dell'area dell'euro). Le discussioni sulla CMU si sono in gran parte concentrate sui suoi vantaggi in termini di stabilità finanziaria. Questi sono importanti, ma una seconda ragione, spesso trascurata, per la CMU riguarda il finanziamento dei settori a forte crescita: le banche sono scarsamente attrezzate per finanziare iniziative ad alto rischio e ad alto potenziale che si basano in larga misura su capitale intangibile (che non può servire come garanzia). In terzo luogo, vi sono alcune prove che il finanziamento azionario è positivo in termini di mitigazione delle emissioni. Per quanto riguarda la stabilità finanziaria, la letteratura economica suggerisce fortemente che i sistemi finanziari puramente

bancari sono più inclini alle crisi. Nell'area dell'euro, in particolare, l'integrazione transfrontaliera dei mercati dei capitali può essere un importante complemento alla condivisione del rischio fiscale. La CMU sarebbe una componente fondamentale per il completamento dell'Unione economica e monetaria, che garantirebbe una maggiore resilienza al sistema finanziario e all'economia in generale. Numerosi studi sostengono questa tesi. La letteratura di riferimento¹⁰³ ha rilevato che un aumento delle dimensioni del sistema bancario rispetto ai mercati del debito e dei capitali azionari è associato a un maggiore rischio sistemico, soprattutto durante le crisi del mercato immobiliare. Ciò deriva da una sovra estensione e da una cattiva allocazione del credito da parte delle banche quando i prezzi degli asset crescono. Le banche poi si ritirano quando i prezzi scendono. Il fenomeno è prevalente all'interno dell'Ue e hanno riscontrato che l'offerta di credito bancario è più volatile del credito proveniente dai mercati dei capitali di debito, con un effetto negativo sull'instabilità finanziaria e reale. Diversi studi¹⁰⁴ sostengono poi che i meccanismi che portano a un'elevata volatilità dell'offerta di credito bancario. Gli shock influenzano il valore delle azioni e delle garanzie bancarie, influenzando i prestiti bancari, che a loro volta si ripercuotono sul valore delle azioni e delle garanzie bancarie. Questo

¹⁰³ DEMERTZIS M., DOMINGUEZ M J., GUETTA L, Europe should not neglect its capital market union, Policy Contribution, 2021,XIII, 4 e ss.

¹⁰⁴ CORRADO, C., J. HASKEL, C. JONA LASINIO, IOMMI M., 'Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth', EIB Working Papers 2016/08, European Investment Bank, p. 236 e ss.

circuito di retroazione è molto più debole nei sistemi in cui la finanza di mercato è prevalente.

La condivisione del rischio finanziario privato transfrontaliero sosterebbe il funzionamento dell'UEM attenuando gli effetti dei cicli economici. Gli investimenti azionari transfrontalieri possono assorbire meglio gli shock rispetto ai flussi bancari più volatili. La BCE (2017) ha inoltre rilevato che l'entità della condivisione del rischio tra i Paesi dell'area dell'euro è associata al contributo dei mercati dei capitali e che mercati dei capitali più integrati favorirebbero una trasmissione fluida e omogenea della politica monetaria. Numerosi studi, invece, hanno evidenziato l'importanza dei mercati dei capitali come ammortizzatori negli Stati Uniti. La BCE ha inoltre rilevato che l'entità della condivisione del rischio tra i Paesi dell'area dell'euro è associata al contributo dei mercati dei capitali e che mercati dei capitali più integrati favorirebbero una trasmissione fluida e omogenea della politica monetaria¹⁰⁵. Numerosi studi, invece, hanno evidenziato l'importanza dei mercati dei capitali come ammortizzatori negli Stati Uniti. A titolo di contesto, anche lo smoothing effect dei trasferimenti fiscali è stato del 22% negli Stati Uniti – prima della pandemia nel periodo 2017-2019 - e praticamente nullo nell'area dell'euro. Di conseguenza, l'effetto di lisciatura totale degli shock è stato di gran lunga inferiore nell'area dell'euro (e quasi

¹⁰⁵ European Commission, Capital Markets Union: First Status Report, SWD(2016) 147 final (25 April 2016), 2-3 (no. 1)

esclusivamente attraverso il risparmio). Considerando che il differenziale tra UE e USA in termini di capacità di assorbimento degli shock è simile per i mercati dei capitali e per i trasferimenti fiscali, vale la pena chiedersi perché nell'UE si sia dedicato tanto impegno alla questione fiscale e poco all'approfondimento e all'integrazione dei mercati dei capitali. La seconda ragione per cui lo sviluppo dei mercati dei capitali è importante per l'Europa è particolarmente rilevante nel contesto post-pandemico. Per finanziare la ripresa dell'Europa sono necessari mercati dei capitali profondi ed efficienti. I sistemi finanziati esclusivamente dalle banche sono associati a livelli di crescita più bassi, perché le banche non sono adatte a finanziare l'innovazione o la crescita basata sul capitale immateriale. I finanziamenti basati sul capitale proprio sono più adatti a finanziare investimenti ad alto rischio. Il capitale immateriale si concentra nei settori a forte crescita e nell'economia della conoscenza, il che significa che l'Europa non è in grado di capitalizzare. Alla luce dell'attuale contesto economico, gli investimenti degli attori istituzionali, compresi i fondi pensione e le compagnie di assicurazione (dopo un decennio di rendimenti a reddito fisso molto bassi), potrebbero essere una fonte significativa di finanziamento per le imprese in ripresa. Con riferimento alla situazione Europea diversi studi hanno dimostrato che gli investitori in capitale di rischio sono in grado di selezionare i vincitori rispetto ai perdenti all'interno di un mercato e la loro assenza comporta quindi la perdita di uno strumento efficace a tal fine. I sistemi basati sul mercato consentono

una gamma molto più ampia di investitori tra questi investitori, i più ottimisti tendono a finanziare progetti rischiosi ma potenzialmente trasformativi. I settori ad alta tecnologia nelle economie con mercati azionari più profondi presentano livelli di innovazione sproporzionatamente più elevati. Per determinati livelli di sviluppo economico e finanziario e di regolamentazione ambientale, le economie relativamente più dotate di fondi propri hanno emissioni di CO2 pro capite inferiori. Secondo i ricercatori, ciò è legato al fatto che i mercati azionari riallocano i fondi verso settori meno inquinanti in modo più efficiente rispetto alle banche. I mercati azionari incentivano inoltre i settori ad alta intensità di carbonio a sviluppare tecnologie più ecologiche. Queste conclusioni sono un monito per i politici a non affidarsi troppo al settore bancario per affrontare il cambiamento climatico, ma piuttosto a eliminare le agevolazioni fiscali che favoriscono il debito rispetto alle azioni e a portare avanti il completamento dell'Unione dei mercati dei capitali.

3.2. La misurazione dell'efficienza dei mercati finanziari europei: i risultati di una indagine empirica

3.2.1. Introduzione allo studio

Il presente studio vuole proporre una serie di metriche e una metodologia per misurare i progressi che gli Stati membri dell'Unione europea stanno raggiungendo verso lo sviluppo e l'integrazione dei mercati dei capitali. Il periodo di riferimento è 2007-2018 e viene utilizzato un approccio basato su indicatori compositi (sia in un ambiente statico che dinamico), sulla base delle sei priorità relative al raggiungimento di un mercato europeo dei capitali ben funzionante e integrato incluso nel Piano d'azione dell'Unione dei mercati dei capitali della Commissione europea. Il processo di sviluppo del mercato dei capitali e il processo di integrazione è iniziato ma non è stato completato, inoltre è principalmente associato all'adesione dei paesi alle tendenze crescenti europee guidate dai parametri di riferimento piuttosto che dalla politica dei paesi volta a recuperare il ritardo con i migliori risultati. I mercati dei capitali europei hanno sperimentato una continua spinta allo sviluppo e all'integrazione negli ultimi decenni.

Dal Trattato di Maastricht, la libera circolazione dei capitali è stata la spina dorsale del mercato unico dell'UE, volta a consentire ai cittadini europei di portare a termine operazioni finanziarie (es. in termini di investimenti, operazioni bancarie, acquisizioni di azioni) e raccogliere capitali a basso costo in modo uniforme in tutta l'Unione Europea. Un'ulteriore pietra miliare rilevante è stata l'introduzione dell'euro, che ha

dato impulso al mercato dei capitali nell'Unione monetaria europea fino alla crisi finanziaria del 2007-2008, quando questa tendenza è tornata ad essere negativa. Infatti, la crisi finanziaria e la successiva crisi del debito sovrano (2010–2013) ha costituito un fattore frenante per il processo di integrazione in Europa, sia sul mercato bancario che in termini di flussi patrimoniali transfrontalieri. Il Capital Markets Union (CMU) del 2015 è considerata la risposta politica dell'UE a queste tendenze negative. In particolare, le politiche della CMU sono state progettate per migliorare i mercati dei capitali sotto diverse prospettive. In primo luogo, si ritiene che l'integrazione del mercato dei capitali sia prodromica alla riduzione del rischio nel sistema generale. In effetti, mercati dei capitali più integrati consentirebbero una più facile condivisione del rischio economico tra i paesi. In secondo luogo, la capacità delle imprese (e delle PMI in particolare) per migliorare il loro accesso alla finanza dipende anche dallo sviluppo del mercato dei capitali. In particolare, l'aumento del capitale nei mercati azionari renderebbe il loro accesso più economico, stimolando ulteriormente gli investimenti. Terzo, all'interno di un contesto integrato diventa più facile per i risparmiatori sfruttare meglio le opportunità di investimento, entrambi ricercano rendimenti superiori diversificando il proprio portafoglio di investimenti. Questi fattori sono corroborati anche dalla promozione di investimenti a lungo termine e sostenibili e dallo sviluppo di un approccio alternativo strutturato (es. per il capitale di rischio/private equity), che è ancora limitato in Europa rispetto agli Stati Uniti. Complessivamente, nel caso

della CMU tutte queste aree concorrerebbero a fornire benefici economici con lo sviluppo di un legame più forte tra i risparmi individuali e la crescita economica attraverso i mezzi di investimento. Data la rilevanza dello sviluppo e dell'integrazione del mercato dei capitali (CM) nell'Agenda politica dell'UE, lo scopo della suddetta analisi è quello di indagare su questo processo attraverso i 28 Paesi dell'UE dal 2007 al 2018. Le novità sono principalmente due. In primo luogo, l'analisi non si concentrerà sulla definizione standard di integrazione finanziaria, ma piuttosto verrà esaminato il concetto più ampio di integrazione del mercato dei capitali e sviluppo come emerge dalla definizione del decisore europeo.

In particolare, avviene un distacco dalla definizione più comune di integrazione finanziaria basata sull'idea che un'area economica è integrata se tutti i paesi hanno le stesse opportunità di accedere al mercato prendendo, invece, in considerazione una misura dello sviluppo e dell'integrazione dei mercati dei capitali strettamente correlato all'approccio ideato dal policymaker. Questo approccio consente lo sviluppo di uno strumento di monitoraggio specifico dell'UE, che tuttavia potrebbe essere applicato anche ad altri contesti geopolitici dopo aver adattato la politica sottostante alla struttura. In secondo luogo, viene condotta una solida analisi statistica adottando una serie di diverse metriche specificamente mirate a misurare concetti sfaccettati come lo sviluppo e l'integrazione del mercato dei capitali. Più in particolare, si utilizzano innanzitutto indicatori compositi: misure sintetiche che

riassumono diverse dimensioni rilevanti e correlate in un unico numero comprensivo. L'obiettivo di questo approccio è duplice: da un lato, definire e fornire uno strumento di semplice interpretazione per misurare lo sviluppo e l'integrazione di CM, e dall'altro, osservare l'evoluzione di questo indicatore per l'intera UE-28 e ogni singolo Paese dal 2007 al 2018, entrambi attraverso confronti statici di ranghi che emergono da indicatori compositi e attraverso prestazioni dinamiche di valutazioni basate sull'analisi del data envelopment e l'Indice di Malmquist¹⁰⁶. Quindi, i paesi vengono raggruppati lungo diverse dimensioni relative al CM, adottando una tecnica statisticamente robusta, ovvero un modello di clustering tagliato.

3.2.2. Valutazione dinamica delle prestazioni

Questa analisi aiuta a cogliere nel tempo i modelli a livello di paese attraverso i cluster che potrebbero essere associati a un cambiamento nel progresso dello sviluppo e dell'integrazione dei loro mercati dei capitali. I risultati indicano che la maggior parte dei paesi dell'Unione europea ha visto i propri mercati dei capitali svilupparsi e migliorare nell'ultimo decennio, nonostante il processo di convergenza ai livelli più alti degli indici di riferimento dell'UE ancora in corso

¹⁰⁶ Malmquist, S., Index numbers and indifference surfaces. *Trabajos De Estadística y De Investigación Operativa*, 4(2), 209–242, 1953

Tabella 1. Tabella 1 Statistiche descrittive per i periodi 2007–2014 e 2015–2018

Indicator	2007- 2014	2007- 2014	2007- 2014	2007- 2014	2015- 2018	2015- 2018	2015- 2018	2015- 2018
	Average	Std. Dev.	Min	Max	Average	Std. dev.	Min	Max
Adoption of private equity instrument (%)	0.64%	0.95%	0%	5.70%	0.93%	1.24%	0%	7.64%
Adoption of venture capital instrument (%)	0.02%	0.04%	0%	0.38%	0.04%	0.05%	0%	0.25%
Relevance of non financial corporation (%)	8.3%	7.2%	0%	31.2%	9.8%	7.5%	0%	31.0%
Relevance of non financial corporation equity (%)	36%	29%	1%	148%	39%	32%	2%	127%
Adoption of alternative instruments (%)	0.05%	0.24%	0%	2.56%	1.59%	2.61%	0%	8.795
Public private partnerships (PPPs)	0.64	1.61	0	11.38	0.31	0.77	0	4.20
Retail investments (Assets) (%)	63%	53%	3%	225%	71%	62%	9%	247%
Institutional investments (assets) (%)	47%	53%	1%	239%	56%	61%	5%	252%
Covered bonds (%)	1.6%	3.6%	0%	25.0%	1.3%	3.1%	0%	20.7%
Deposit taker capital adequacy (%)	13%	4%	6%	35%	18%	4%	11%	31%
Cross border portfolio debt and equity investments (%)	23%	16%	1%	79%	24%	16%	2%	71%

Questo risultato sembra suggerire che le politiche comuni dell'UE verso l'integrazione del mercato forniscano effetti benefici per gli stati membri,

in linea con risultati simili di Cherchye et al.¹⁰⁷ per un insieme più ampio di mercati interni e dalla BCE per i mercati finanziari. La maggior parte dell'effetto benefico non è guidato da spostamenti relativi verso i parametri di riferimento europei ma, piuttosto, dai cambiamenti nei parametri di riferimento per le prestazioni stesse. Questo risultato, coerentemente con l'interpretazione di Cherchye et al., comunica che il quadro dell'Unione Europea e, più recentemente, la politica della CMU, stanno creando un ambiente favorevole al miglioramento delle prestazioni globali, che la maggior parte degli Stati membri stanno sfruttando in vari modi. Il lavoro contribuisce anche alla letteratura sul rapporto tra mercato e crisi finanziarie, nonché relative risposte politiche in modo integrato dei mercati come l'Unione Europea.

I risultati sui mercati dei capitali vanno nella stessa direzione di quanto è già stato trovato nella letteratura sull'attività bancaria transfrontaliera ed evidenzia una riduzione dell'integrazione dei mercati dei capitali in Europa durante il periodo della crisi del debito sovrano, ovvero tra il 2010 e il 2013. Allo stesso tempo, dopo l'introduzione del piano d'azione della CMU, il livello di sviluppo e integrazione del mercato dei capitali si è nuovamente stabilizzato sui valori precedenti la crisi. Ciò riafferma l'importanza di un mercato unico dei capitali nell'UE quale risorsa resiliente per rispondere alle crisi, analogamente a quanto già sperimentato per l'unione bancaria. Allo stesso tempo, troviamo che

¹⁰⁷ Cherchye, L., Lovell, C. K., Moesen, W., & Van Puyenbroeck, T., One market, one number? A composite indicator assessment of EU internal market dynamics. *European Economic Review*, 51(3), 749–779, 2007

questo più recente balzo in avanti nell'integrazione e sviluppo dei mercati dei capitali dell'UE sembra essere ugualmente guidato dal recupero dei paesi in ritardo durante la crisi e l'ulteriore miglioramento dei top performer, quindi suggerendo che iniziative politiche (ulteriori) a livello dell'UE stanno diventando sempre più rilevanti per consolidare un ambiente che può rafforzare ulteriormente il mercato dei capitali in sviluppo e integrazione. Infine, i risultati mostrano anche importanti implicazioni politiche sulla crescita economica. Riteniamo infatti che il nostro indicatore CMU sia positivamente correlato allo standard globale per le misure di apertura del mercato dei capitali, ovvero il Financial Openness Index e l'indicatore di controllo del capitale.

Viene adottato un approccio "non semplicistico" per la costruzione di indicatori compositi. L'intuizione alla base di questa metodologia è quella di proporre direttamente una classifica "plausibile", piuttosto che una singola basata su una specifica combinazione ad hoc di (normalizzazione, tecniche di ponderazione e aggregazione). Seguendo questo approccio, vengono generate 32 diverse classifiche annuali per il periodo 2007-2018, che emergono dalla combinazione di cinque normalizzazioni, quattro ponderazioni e due tecniche di aggregazione

Tabella 2. Tecniche di normalizzazione

Name	Rule
Rank	Each country gets a decreasing score (from 28 to 1) depending on its position in each indicator ranking
Z-score	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t - x_{qc=\mu c}^t}{\sigma_{qc=\mu c}^t}$
Min-max	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t - \min_c x_c^t}{\max_c x_c^t - \min_c x_c^t}$
Distance from the best performance	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t}{\max_c x_c^t}$
Distance from the average performance	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t}{x_{qc=\mu c}^t}$

Tabella 3. Sistemi di pesatura

Nome	Ruolo
Equal weighting by indicator (EWI)	Lo stesso peso è attribuito a tutti gli indicatori
Equal weighting by pillar (EWP)	Lo stesso peso è attribuito a tutti e sei i pilastri e, al loro interno, agli indicatori sono ponderati secondo il metodo EWI
Principal component analysis (PCA)	PCA riduce la dimensionalità del set di dati originale a un sottoinsieme di fattori rilevanti senza una significativa perdita di informazioni. Una volta che i fattori vengono stimati, individuati sulla base degli autovalori e ruotati è possibile costruire i pesi da attribuire a ciascun indicatore come il valore scalato a uno del quadrato di carico del fattore, in proporzione alla varianza spiegata da ciascun fattore
Regression analysis (RA)	RA consente la stima dei pesi attraverso un modello lineare (in questo caso, una regressione panel a effetti fissi), in cui i regressori sono gli indicatori alla base dell'indicatore composito e la variabile dipendente è un proxy del beneficio associato a un livello elevato del composito indicatore. Nel nostro caso abbiamo utilizzato come variabile dipendente l'annuale tasso di crescita del PIL con l'obiettivo di ridurre i costi finanziari attraverso lo sviluppo del sistema finanziario e quindi favorire la crescita economica. Il sistema di ponderazione viene quindi

espresso come il valore assoluto dei coefficienti statisticamente significativi stimati attraverso la regressione.

Tabella 4. Tecniche di aggregazione¹⁰⁸

Name	Rule	Type
Linear (additive) average	$CI'_c = \sum_{q=1}^Q w_q I'_{qc}$	Compensatory ^a
Geometric average	$CI'_c = \prod_{q=1}^Q X'^{w_q}_{qc}$	Partially compensatory ^b
Multi-criteria	Condorcet–Kemeny–Young–Levenglick (CKYL)	Non-compensatory ^c

Tabella 5. Punteggi degli indicatori compositi: esempio basato sulla normalizzazione del punteggio z, EWI, aggregazione lineare

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AT	-0.09	-0.36	-0.18	-0.15	-0.10	-0.14	-0.07	0.08	0.18	-0.03	0.10	-0.01
BE	0.02	-0.21	-0.01	0.07	-0.01	0.06	0.20	0.19	0.21	0.21	0.18	0.42
BG	-0.50	-0.79	-0.64	-0.63	-0.59	-0.54	-0.51	-0.43	0.15	-0.42	-0.40	-0.41
CY	-0.50	-0.42	-0.56	-0.11	-0.29	-0.55	-0.59	-0.29	-0.39	-0.38	-0.50	-0.21
CZ	-0.29	-0.46	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.11	0.19	-0.15	-0.22	-0.13	-0.01
DE	0.28	0.04	-0.01	0.09	0.06	0.08	0.23	0.67	0.45	0.53	0.63	0.71
DK	0.88	0.71	0.67	0.81	0.87	1.34	1.09	1.52	1.34	1.11	1.31	1.34
EE	-0.23	-0.52	-0.13	-0.06	0.46	-0.20	0.19	0.56	1.14	0.38	0.66	0.56
EL	-0.04	-0.23	-0.29	-0.49	-0.68	-0.77	-0.68	-0.62	-0.59	-0.54	-0.47	-0.50
ES	-0.15	-0.19	-0.30	-0.18	-0.11	-0.17	-0.15	-0.09	0.02	0.16	0.28	0.26
FI	0.18	-0.29	-0.10	0.03	0.03	0.22	0.68	0.28	0.40	0.65	0.79	0.56
FR	0.29	0.11	0.15	0.62	0.62	0.46	0.39	0.47	0.65	0.82	0.89	0.87
HR	-0.29	-0.48	-0.48	-0.45	-0.45	-0.40	-0.38	-0.38	-0.40	-0.20	-0.34	-0.36
HU	-0.39	-0.65	-0.63	-0.59	-0.49	-0.49	-0.56	-0.44	-0.39	-0.48	-0.41	-0.14
IE	0.32	0.01	0.21	0.17	0.33	0.20	0.33	0.44	0.43	0.65	0.52	0.52
IT	-0.31	-0.46	-0.39	-0.36	-0.32	-0.22	-0.03	-0.01	-0.06	0.07	0.32	0.31

¹⁰⁸ CI'_c è l'indicatore composito per il paese c, con $\sum_{q=1}^Q w_q = 1$ e $0 \leq w_q \leq 1$, per tutti $q=1, \dots, Q$ e $c=1, \dots, C$, dove w_q è il peso e I'_{qc} è il valore dell'indicatore normalizzato per paese. A) Questo metodo consente di ottenere prestazioni buone (cattive) in alcuni indicatori per compensare prestazioni negative (buone) in altri. B) Questo metodo è utile per ridurre in modo elevato la compensabilità di prestazioni scadenti in alcuni indicatori a causa della "disuguaglianza geometrico-aritmetica". Sebbene la compensazione non sia costante come nel metodo lineare e sia inferiore per livelli inferiori di indicatori, il metodo geometrico non è del tutto non compensativo. Inoltre, anche in questo caso restano valide le ipotesi relative all'indipendenza reciprocamente preferenziale. C) Questo metodo è completamente non compensativo, basato su due principi fondamentali: da un lato, il suo obiettivo è quello di generare un ordine tra le performance dei paesi analizzati, costruendo così in definitiva classifiche proprie; d'altra parte, tutte le dimensioni del fenomeno analizzato devono concorrere separatamente alla definizione del fenomeno nel suo insieme, senza compensazioni. Poiché l'incompensabilità dei risultati arriva al costo di un maggiore sforzo computazionale (soprattutto in presenza di molti paesi analizzati), diversi indicatori e combinazioni di tecniche di normalizzazione e ponderazione, in questo lavoro ci si attiene alle prime due metodologie di aggregazione.

LT	-0.56	-0.77	-0.71	-0.68	-0.43	-0.51	-0.42	-0.46	-0.36	-0.11	-0.22	-0.11
LU	0.44	0.04	0.62	1.00	2.66	1.27	2.66	0.98	0.75	2.15	1.37	1.26
LV	-0.55	-0.78	-0.69	-0.70	-0.64	-0.60	-0.46	-0.20	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04
MT	-0.22	-0.36	-0.38	1.26	-0.35	-0.35	-0.36	-0.24	-0.26	0.33	0.03	1.06
NL	0.45	0.11	0.11	0.21	0.18	0.28	0.33	0.63	0.64	0.80	0.84	0.99
PL	-0.40	-0.52	-0.48	-0.41	-0.47	-0.40	-0.32	-0.29	-0.24	-0.30	-0.08	-0.32
PT	-0.19	-0.06	-0.12	-0.08	-0.31	-0.26	-0.18	-0.20	-0.13	-0.13	-0.04	0.19
RO	-0.72	-0.79	-0.78	-0.75	-0.80	-0.75	-0.73	-0.71	-0.61	-0.63	-0.54	-0.48
SE	0.31	0.14	0.19	0.40	0.26	0.28	0.31	0.75	0.76	1.10	1.09	1.00
SI	-0.53	-0.62	-0.65	-0.65	-0.66	-0.63	-0.59	0.03	-0.14	-0.29	-0.36	-0.16
SK	-0.62	-0.65	-0.56	-0.58	-0.57	-0.45	-0.42	-0.21	-0.22	0.15	-0.26	-0.28
UK	1.52	0.98	0.93	1.06	1.15	1.35	1.53	1.78	1.89	1.88	2.15	1.94
MAX	1.52	0.98	0.93	1.26	2.66	1.35	2.66	1.78	1.89	2.15	2.15	1.94
MIN	-0.72	-0.79	-0.78	-0.75	-0.80	-0.77	-0.73	-0.71	-0.61	-0.63	-0.54	-0.50
STD DEV	0.49	0.42	0.43	0.56	0.70	0.58	0.73	0.60	0.60	0.68	0.67	0.64

Tabella 5 Punteggi degli indicatori compositi: esempio basato sulla normalizzazione del punteggio z, EWI, aggregazione lineare

Vengono prodotti 11 diversi “esperimenti” , ciascuno mantenendo una tecnica fissa. Quindi, cinque esperimenti provengono dalla normalizzazione, quattro dalla ponderazione e due da aggregazione. Per ciascuno di questi scenari, calcoliamo il rango medio per Stato membro e anno. I valori minimo e massimo tra queste medie possono variare da 1 a 28 (anche se in pratica alcuni ranghi non vengono riempiti a causa della media negli esperimenti) e rappresentano i delimitatori dell’intervallo del possibile rango. Infine, per determinare il rango plausibile, prendiamo la media dei ranghi degli 11 esperimenti, sempre per paese e anno.

Quindi, i risultati sembrano confermare il Piano d’azione della CMU come un driver concreto e rilevante per la crescita europea di medio termine, data la relazione positiva tra l’apertura del mercato finanziario e dei capitali e la crescita economica. Esaminare le prestazioni degli Stati membri in termini di posizione relativa nelle classifiche annuali dal 2007 al 2018 è un tipo di indagine intrinsecamente statica a causa delle

classifiche che vengono create su base annuale e qualsiasi miglioramento (peggioramento) nella classifica di un paese può solo offrire informazioni sulla sua posizione relativa. In questa sezione, viene adottata una raccolta di strumenti che possono gettare luce su due ulteriori prospettive rilevanti: se il Paese sta migliorando le proprie prestazioni rispetto a un benchmark comune e se la performance complessiva dell'UE-28 stia aumentando (diminuendo) nel tempo.

Tabella 6 Configurazione sperimentale degli indicatori compositi¹⁰⁹

Ranking	Normalization	Weighting	Aggregation
1	Rank	EWI	Linear
2	Rank	EWP	Linear
3	Rank	PCA	Linear
4	Rank	RA	Linear
5	z-score	EWI	Linear
6	z-score	EWP	Linear
7	z-score	PCA	Linear
8	z-score	RA	Linear
9	Min-Max	EWI	Linear
10	Min-Max	EWP	Linear
11	Min-Max	PCA	Linear
12	Min-Max	RA	Linear
13	Distance from the average perf	EWI	Linear
14	Distance from the average perf	EWP	Linear
15	Distance from the average perf	PCA	Linear
16	Distance from the average perf	RA	Linear

¹⁰⁹ Complessivamente, produciamo 32 diverse classifiche di base basate sulle possibili combinazioni di normalizzazione, metodologie di ponderazione e aggregazione. Le graduatorie sono generate per ogni anno del campione (2007–2018). Produciamo quindi 11 esperimenti diversi, concentrando ciascuno di essi su una tecnica tale che cinque esperimenti provengono dalla normalizzazione, quattro dalla ponderazione e due dall'aggregazione. Nello specifico, la concentrazione inizia su indicatori compositi costruiti utilizzando tecniche di normalizzazione "rank" (esperimento 1), poi "z-score" (esperimento 2), "min-max" (esperimento 3), "distanza dalla performance media" (esperimento 4) e "distanza dalla migliore prestazione" (esperimento 5). Quindi, passiamo alla costruzione utilizzando la ponderazione "EWI" (esperimento 6), "EWP" (esperimento 7), "PCA" (esperimento 8) e "RA" (esperimento 9). Infine, due serie finali di esperimenti sono basate su aggregazioni "lineari" (esperimento 10) e "geometriche" (esperimento 11). Per ciascuno degli esperimenti, calcoliamo il rango medio per paese e anno. Infine, prendiamo la media dei ranghi degli 11 esperimenti per ottenere il rango finale "plausibile" (per paese e anno).

17	Distance from the best performance	EWI	Linear
18	Distance from the best performance	EWP	Linear
19	Distance from the best performance	PCA	Linear
20	Distance from the best performance	RA	Linear
21	Rank	EWI	Geometric
22	Rank	EWP	Geometric
23	Rank	PCA	Geometric
24	Rank	RA	Geometric
25	Distance from the average perf	EWI	Geometric
26	Distance from the average perf	EWP	Geometric
27	Distance from the average perf	PCA	Geometric
28	Distance from the average perf	RA	Geometric
29	Distance from the best performance	EWI	Geometric
30	Distance from the best performance	EWP	Geometric
31	Distance from the best performance	PCA	Geometric
32	Distance from the best performance	RA	Geometric

Per esaminare l'evoluzione delle prestazioni degli Stati membri nel tempo in questo modo, vengono utilizzate due metodologie complementari: l'analisi dell'avvolgimento dei dati e il Malmquist Index. Inoltre, per motivi di robustezza, viene confrontato il DEA a quelli ottenuti da una solida analisi di cluster. L'obiettivo originario dell'analisi del data envelopment (DEA) è la valutazione dell'efficienza delle "unità decisionali" produttive, basate su input e output, in un contesto non parametrico in cui la forma funzionale della funzione di produzione non è nota a priori. L'obiettivo è identificare l'insieme più limitato di input praticabili per ciascuna unità esaminata al fine di determinare il massimo output potenziale. Di conseguenza, le unità possono essere valutate in

base alla loro vicinanza alla frontiera di efficienza: se la loro efficienza non può essere migliorata dati i loro input, le unità sono sulla frontiera e ricevono il punteggio più alto possibile (cioè 1), mentre se possono essere migliorati utilizzando una possibile diversa combinazione di input, il loro punteggio è rappresentato come una frazione di 1, in base alla distanza dalla frontiera stessa. È interessante notare che questa tecnica ha avuto un impatto anche sulla letteratura sugli indicatori compositi, per due ragioni principali. Innanzitutto, DEA fornisce una classifica delle unità basata su alcune variabili di input e di output, proprio come gli indicatori compositi forniscono un punteggio (e quindi una graduatoria) basata sull'aggregazione di sotto indicatori. In secondo luogo, la DEA consente di ottenere una classifica senza stabilire una forma funzionale rigida negli indicatori di costruzione. Di conseguenza, nelle unità quadro corrispondenti ai 28 Stati membri dell'UE, gli input sono creati come un manichino uguale a una variabile e gli output sono gli 11 indicatori alla base della metrica dei CM. Inoltre, i periodi di riferimento sono gli anni dal 2007 al 2018.

Tabella 6 Indicatore DEA per i 28 paesi dell'Unione Europea dal 2007 al 2018

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AT	0.70	0.81	0.74	0.79	0.79	0.75	0.77	0.90	0.78	0.76	0.74	0.74
BE	0.98	1.00	0.99	1.00	0.97	0.92	0.96	0.96	0.89	0.90	0.87	0.86
BG	1.00	0.75	0.84	1.00	0.85	0.75	0.76	0.59	0.74	0.67	0.73	0.70
CY	0.68	1.00	0.66	0.72	0.67	0.45	0.69	0.54	0.62	0.57	0.62	0.58
CZ	0.77	0.92	1.00	1.00	1.00	0.83	1.00	1.00	0.84	0.79	0.82	0.91
DE	0.92	0.91	0.76	0.83	0.80	0.88	1.00	0.92	0.93	0.95	1.00	0.94
DK	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
EE	1.00	0.96	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
EL	0.92	1.00	0.92	0.71	0.63	0.43	0.65	0.48	0.63	0.59	0.70	0.59
ES	0.65	0.87	0.72	1.00	0.69	0.72	0.69	1.00	1.00	0.86	1.00	0.97
FI	1.00	1.00	0.92	0.94	0.89	1.00	0.85	0.81	0.97	0.96	0.89	0.92
FR	0.88	0.89	0.88	0.89	1.00	0.90	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
HR	1.00	1.00	0.95	1.00	1.00	0.89	0.99	0.71	0.77	0.91	0.81	0.83
HU	1.00	0.75	0.71	0.67	0.63	0.60	0.72	0.46	0.56	0.57	0.60	0.63
IE	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.96	0.98	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
IT	0.68	0.68	0.70	0.67	0.66	0.65	0.81	0.86	0.70	0.78	1.00	0.80
LT	0.73	0.64	0.55	0.65	0.66	0.71	0.85	0.69	0.92	0.66	1.00	1.00
LU	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
LV	1.00	0.66	0.65	1.00	0.75	0.73	0.79	0.65	1.00	1.00	0.73	0.73
MT	0.79	0.87	0.81	0.76	0.75	0.73	0.73	0.82	0.79	1.00	0.96	0.91
NL	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
PL	0.71	1.00	0.80	1.00	0.72	0.68	0.76	0.67	0.73	0.70	0.78	0.73
PT	1.00	1.00	0.87	0.95	0.70	0.71	0.73	0.73	0.77	0.74	0.85	1.00
RO	1.00	1.00	0.80	1.00	0.63	0.62	0.70	0.50	0.64	0.59	0.68	0.69
SE	0.86	0.84	0.81	0.83	0.88	0.70	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
SI	0.58	0.67	0.54	0.54	0.53	0.53	0.63	0.56	0.69	0.74	0.65	1.00
SK	0.55	0.77	0.75	0.72	0.71	0.74	0.72	0.81	0.81	1.00	0.73	0.73
UK	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
MAX	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
MIN	0.55	0.64	0.54	0.54	0.53	0.53	0.43	0.63	0.46	0.56	0.57	0.58
STD DEV	0.15	0.12	0.14	0.14	0.15	0.17	0.13	0.19	0.14	0.16	0.14	0.14

Nel 2018, quasi il 40% degli Stati membri ha raggiunto la frontiera delle metriche dei CM (in blu in Fig. 1), in diminuzione dal 46% del 2017 ma comunque un valore superiore alla media per l'intero periodo di campionamento (37%). Sorprendentemente, mentre quattro paesi si sono allontanati dalla frontiera tra il 2017 e il 2018, due di loro l'hanno

raggiunta nello stesso periodo. Allo stesso tempo, più della metà degli Stati membri che erano al di sotto della frontiera nel 2017 è riuscita a migliorare la loro performance relativa, avvicinandosi a o raggiungendolo nel 2018. Inoltre, nel 2017 e nel 2018 la distanza media dalla frontiera, calcolata come media aritmetica della distanza dalla frontiera per paese, è rimasta relativamente stabile (87%).



Figura 1 Mappa dei Paesi sulla frontiera DEA

È stata anche replicata l'analisi confrontando il piano d'azione medio delle prestazioni post-UMC a quelle prima dell'attuazione del Piano d'azione dell'UMC. In particolare, viene calcolato il numero medio di stati membri sulla frontiera nel periodo 2007–2014 rispetto al periodo 2015–2018.

Tabella 8 Evoluzione del numero di paesi sulla frontiera

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Countries on the frontier (#)	12	13	7	14	9	6	9	10	10	11	13	11
Average ratio (%)	36%								40%			

Emergono due grandi risultati. In primo luogo, dal 2015 la proporzione di paesi che si spostano verso la frontiera è aumentata in media. Infatti, durante il periodo del Piano d’Azione post-UMC quasi il 40% degli Stati membri ha ricevuto un punteggio di 1, rispetto a solo il 36% dal 2007 al 2014. Questo risultato funge da ulteriore segnale della convergenza degli Stati membri dell’UE verso lo sviluppo e l’integrazione dei mercati dei capitali. Inoltre, questo approccio fornisce alcuni spunti che aiutano a collegare le conseguenze della crisi del debito sovrano europeo all’evoluzione dei mercati dei capitali dell’UE. Infatti, la quota degli Stati membri sulla frontiera ha raggiunto una media di circa il 34% nel periodo 2010-2013, in diminuzione dal 38% nel periodo precedente (2007-2009) ma crescendo nuovamente dal 2014 e stabilizzandosi, come detto in precedenza, grosso modo a livello pre-crisi nella fase post-UMC. Nel complesso, questi risultati riflettono i risultati dell’analisi dell’indicatore

composito: performance in aumento dal 2015 con un leggero rallentamento negli anni finali del campione. Infatti, mentre in media l'Unione Europea ha registrato un andamento sostanzialmente stabile in termini di sviluppo del mercato dei capitali e avanzamento dell'integrazione 2017-2018, si evidenzia un calo del numero degli Stati membri alla frontiera (da 13 a 11) nello stesso periodo.

Si procede ad utilizzare il robusto modello di clustering tagliato stabilito da Garcia-Escudero et al. per la sua applicabilità e idoneità. Questa tecnica permette di sfruttare tre importanti caratteristiche. Prima il numero suggerito di cluster non deve essere scelto a priori poiché il massimo numero appropriato deriva da un criterio statistico che consente la selezione del modello più informativo, minimizzando in tal modo le ipotesi ex ante.

In secondo luogo, a differenza di standard tecniche come k-mean, questa metodologia consente un raggruppamento più flessibile così come le forme "non sferiche". In terzo luogo, questo approccio recupera una serie di valori anomali dai dati, che può essere rimosso dalla stima complessiva del clustering per evitare distorsioni.

Il raggruppamento si basa sulle stesse undici variabili che sono alla base della formulazione delle nostre metriche CM (composite indicator). Viene adottata la funzione MATLAB tclust per stimare i cluster utilizzando approcci robusti. Tuttavia, dato il numero di paesi indagati, questo approccio non è in grado di gestire la stima di più di due cluster; pertanto, viene eseguita prima un'analisi delle componenti principali

(PCA) per ottenere un numero ridotto di componenti da includere nella clusterizzazione, ottenendo quattro componenti. Anche se queste quattro componenti non sono sempre dominate da un'unica variabile, può essere stabilita una predominanza per ciascuno di esse. In particolare, sulla base dell'analisi dei carichi fattoriali si ottiene che la prima componente è guidata da due indicatori del 4° pilastro (retail e investimenti istituzionali) e un indicatore del secondo pilastro (rilevanza dell'equità NFC) (Tabella 10).

Il secondo è guidato dal debito di portafoglio transfrontaliero e dagli investimenti azionari e dalla adeguatezza patrimoniale del depositario, il terzo dall'indicatore delle obbligazioni garantite e il quarto mediante l'uso di strumenti alternativi.

La robusta metodologia di clustering dipende dalle specifiche di tre parametri: il presunto numero di cluster (k), la proporzione di valori anomali da scartare (α) e il fattore di restrizione sulla forma della matrice di covarianza (RF). Data la dimensione del campione (28 Stati membri), vengono testati due valori potenziali per k (2 e 3) e tre per α (3,6, 7,1 e 10,7 per cento, rispettivamente tenendo conto dell'esclusione di uno, due o tre paesi dal campione).

Tabella 9 Risultati delle analisi dei componenti condotta sugli undici indicatori alla base delle metriche dei CM

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
1	3.76519	2.18898	0.3423	0.3423
2	1.57621	0.382	0.1433	0.4856
3	1.19421	0.171796	0.1086	0.5941

4	1.02241	0.168239	0.0929	0.6871
5	0.854173	0.134396	0.0777	0.7647
6	0.719777	0.118188	0.0654	0.8302
7	0.601589	0.127309	0.0547	0.8849
8	0.47428	0.12223	0.0431	0.928
9	0.35205	0.0667047	0.032	0.96
10	0.285345	0.130576	0.0259	0.9859
11	0.154769		0.0141	1

Tabella 10 PCA: caricamenti dei fattori (>|0.5| o, se nessuno,>|0.4|)

Indicator	Comp.1	Comp.2	Comp.3	Comp.4
Adoption of private equity instrument	-	-	-	-
Adoption of venture capital instrument	-	-	-	-
Relevance of NFC debt	-	-	-	-
Relevance of NFC equity	42%	-	-	-
Adoption of alternative instruments	-	-	-	87%
Public-private partnership (PPPs)	-	-	-	-
Retail investment (assets)	42%	-	-	-
Institutional investments (assets)	42%	-	-	-
Covered bonds	-	-	75%	-
Deposit-taker capital adequacy	-	50%	-	-
Cross-border PD and PE investments	-	63%	-	-

Inoltre, si indaga su sei gradi alternativi di fattori di restrizione, vale a dire 1 [equivalente alla tecnica convenzionale di clustering k-mean], 5, 50, 100, 200 e 500. Di conseguenza, stimiamo 36 analisi alternative cluster basate sui tre parametri selezionati. La specifica ottimale viene quindi scelta in base al monitoraggio del BIC. Il preventivo è fatto anno per anno

per la durata dell'analisi (2007–2018). Questo permette di valutare la coerenza nel tempo delle specifiche ottimali e la performance delle metriche dei CM dei paesi attraverso un'analisi dinamica della loro appartenenza allo stesso o altri cluster.

Venendo ai risultati mostrati in Fig. 2, la robusta stima del clustering porta alla selezione di un modello con tre paesi outlier e due cluster per ogni anno del campione.

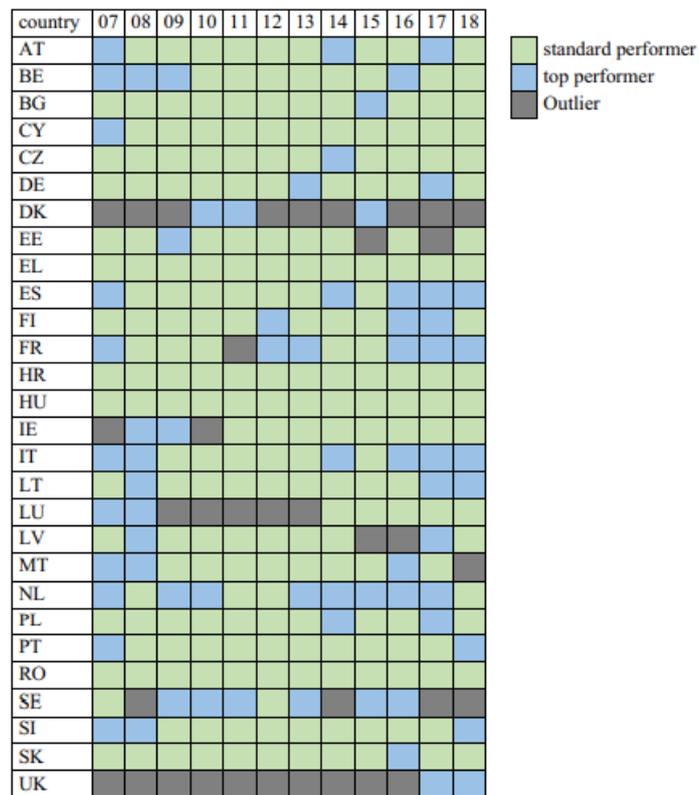


Figura 2 Evoluzione dei cluster per paese e per anno (2007-2018)

La prima implicazione del trimming è l'esclusione dal raggruppamento di stati membri con prestazioni costantemente elevate (segnalate in grigio in Fig. 2). Fra i valori anomali, si ottengono diversi paesi che si

comportano molto bene in uno o più componenti rispetto alla media. Questo è certamente il caso della Danimarca che è significativamente forte nell'indicatore delle obbligazioni garantite, tra cui il mercato danese delle obbligazioni garantite dei più antichi e avanzati d'Europa, nonché Svezia e Lussemburgo. Tuttavia, le prestazioni eccezionali non sono necessariamente distribuite equamente su tutti i pilastri, come dimostrano alcuni paesi periferici con performance meno solide in aree specifiche (ad es. investimenti transfrontalieri e stabilità finanziaria nel caso del Regno Unito). Per quanto riguarda la caratterizzazione dei due cluster, vengono divisi in "standard performer" e "top performers" (mostrati in Fig. 2 rispettivamente con verde e blu), dove quest'ultimo è definito come il gruppo di paesi che ottengono risultati migliori per la maggioranza delle componenti alla base della stima del cluster. Occorre sottolineare che le componenti che determinano la definizione del gruppo "top performer" non sono omogenei e stabili nel tempo e dipendono dalla stima di clustering annuale. Ad esempio, gli Stati membri assegnati al cluster "top performer" nel 2007 mostrano prestazioni abbastanza buone o molto buone nei componenti 1, 2 e 4 (sebbene solo una discreta performance nella componente 3) ma paesi assegnati alla stessa cluster nel 2018 mostrano le massime prestazioni nei componenti 1 e 4. Tuttavia, altri fattori sono più comunemente correlati a prestazioni elevate. Infatti, in undici dei dodici anni campione componenti 1 e 4 sono essenziali per stabilire i criteri per il cluster "top performer". Insieme ai pilastri 2 e 3, parzialmente coperti dai componenti

1 e 4, questi due componenti costituiscono tutto il contenuto del pilastro 4 (promuovere gli investimenti al dettaglio e istituzionali) e sembrano essere principalmente collegati con una forte performance complessiva nel miglioramento CM. Per contro, una buona performance nelle componenti 2 e 3, che sintetizzano tutto il contenuto dei pilastri 5 (leva capacità bancaria di sostenere l'economia) e 6 (facilitare gli investimenti transfrontalieri e promuovere la stabilità finanziaria), è associato all'appartenenza al cluster "top performer" solo nel 25% e nel 50% dei casi, rispettivamente, confermando l'intuizione in merito alla limitata correlazione dei pilastri 5 e 6 con le metriche complessive dei CM.

3.2.3. Analisi dei dati

Osservando le prestazioni individuali, diversi paesi mostrano risultati molto coerenti con le tendenze nell'intero periodo. Nello specifico, quattro Stati membri sono sempre raggruppati tra gli "esecutori standard" (Grecia, Croazia, Ungheria e Romania), mentre altri dieci fanno per lo più parte di questo gruppo, in quanto sono classificati come tali per almeno 80 percentuale del periodo (Bulgaria, Cipro, Repubblica Ceca, Germania, Irlanda, Estonia, Lettonia, Polonia, Portogallo e Slovacchia). D'altra parte, oltre alla Danimarca, Lussemburgo, Svezia e Regno Unito, tre paesi si distinguono come "top interpreti": Paesi Bassi (per otto anni) e Italia e Francia (per sei anni). I restanti sette stati membri

mostrano variazioni occasionali nei loro modelli, con alcuni di loro appartenono al cluster “top performer” nel primo (es. Belgio, Malta e Slovenia) o gli ultimi anni del campione (es. Finlandia, Francia e Spagna). Esaminando il modello aggregato dei paesi nel tempo, possiamo vedere che dal 2015 il rapporto tra Stati membri che si spostano verso prestazioni più elevate è cresciuto. Infatti, come indicato in Fig. 2, circa il 28% dei paesi, in media, appartiene al cluster “top performer” nel periodo post-CMU Action Plan, mentre il ratio per il periodo 2007-2014 era solo del 18%, rappresentando una differenza di 9 punti percentuali tra le due fasi. Inoltre, se isoliamo il periodo di crisi del debito europeo (2010–2013) vediamo che la proporzione di Stati membri che appartiene al cluster “top performer” è inferiore (10%) rispetto alla fase del Piano d’Azione post-UMC e in diminuzione rispetto al periodo precedente (2007–2009). Quindi, questi risultati nel complesso supportano le conclusioni della DEA, fornendo solide evidenze su livelli medi crescenti di sviluppo e integrazione del CM, in particolare dopo il calo dovuto alla crisi del debito sovrano europeo e dal lancio del Piano d’azione dell’UMC.

Finora, abbiamo osservato che, negli ultimi anni, è andata a concretizzarsi una performance in aumento in termini di mercato dei capitali e sviluppo. Il prossimo passo consiste nel determinare se questa crescita è principalmente dovuta all’aumento della performance “relativa” dei paesi rispetto ai benchmark del mercato europeo, ai benchmark stessi che migliorano nel tempo, oppure una combinazione equilibrata di questi due risultati. Per rispondere a questa domanda,

viene utilizzato l'approccio metodologico sviluppato da Caves et al.¹¹⁰, che ha proposto l'adozione della DEA in un contesto dinamico.

L'idea alla base del lavoro di Caves et al. è quella di espandere il metodo DEA misurando lo sviluppo della performance unitaria su due periodi attraverso la stima del rapporto tra la distanza tra ciascun punto e un benchmark condiviso. Infatti, la possibilità di utilizzare DEA per confrontare le prestazioni delle unità nel tempo è limitata dal fatto che i singoli ranghi sono intrinsecamente riferiti a frontiere distinte che cambiano nel corso del tempo. Al contrario, il Malmquist Productivity Index (MPI) confronta la variazione della performance tra due osservazioni di anno in anno determinando il rapporto tra le distanze di queste osservazioni dalla frontiera comune.

In altre parole, l'MPI traccia il cambiamento (dal periodo t al periodo $t+1$) in ciascuna performance del paese rispetto alla frontiera nello stesso periodo di tempo (al periodo t o $t+1$). Di conseguenza, in questo contesto è possibile confrontare sia la performance di un paese nel tempo sia quella di altri paesi.

Un'altra caratteristica interessante dell'MPI è la possibilità di scomporre l'indice in due fattori (o effetti), solitamente chiamati "efficienza" e "tecnico" il cui prodotto è per costruzione uguale all'MPI. Intuitivamente, un paese può raggiungere la frontiera (cioè la performance del benchmark) attraverso due effetti (combinabili). In

¹¹⁰ Caves, D. W., Christensen, L. R., & Diewert, W. E., The economic theory of index numbers and the measurement of input, output, and productivity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 50, 1393–1414, 1982

primo luogo, può semplicemente migliorare le proprie prestazioni (efficiency effect). Secondo, può avvicinarsi alla frontiera perché la frontiera stessa si muove (effetto tecnico). Nel nostro contesto, l'effetto di efficienza misurerebbe quindi lo sviluppo "idiosincratco" del mercato dei capitali e il progresso dell'integrazione di ciascun paese, una volta tenuto conto dell'andamento complessivo del mercato (effetto tecnico). Più formalmente, il primo fattore può essere definito come il rapporto del relativo CM al tempo t e $t+1$ rispetto alla frontiera nello stesso periodo.

Nel nostro caso, può essere interpretato come la quota dell'evoluzione delle metriche del mercato dei capitali intrinsecamente dovuta al comportamento del singolo paese (che chiamiamo effetto "idiosincratco"). In altri termini, questo effetto descrive la dinamica dei paesi all'interno di un'impostazione simile alla DEA: un aumento di questo fattore (cioè un rapporto $a > 1$) rappresenta una convergenza verso la frontiera, mentre una diminuzione (cioè $a < 1$ ratio) indica una divergenza da esso. D'altra parte, il secondo fattore è definito come media geometrica di due rapporti: 1. la distanza tra le prestazioni di un paese all'istante t e la frontiera presa prima all'istante t e poi $t+1$; 2. la distanza tra la prestazione di un paese al tempo $t+1$ e la frontiera presa per prima all'istante t e poi $t+1$. Nel nostro contesto, possiamo considerarla come la quota di capitale del mercato e evoluzione dell'integrazione a causa delle tendenze globali delle migliori pratiche comuni (che chiamiamo effetto "adesione alle tendenze globali"). In

pratica, un aumento di tale fattore (ossia $a > 1$ ratio) segnala che lo spostamento da t a $t+1$ è favorevole per il Paese, determinando un miglioramento delle metriche CM.

Di conseguenza, calcoliamo l'MPI per le metriche CM (MCM) per il nostro campione, che include i 28 Stati membri dell'UE come unità di indagine dal 2007 al 2018. Esaminiamo in modo specifico la progressione delle prestazioni di CM Malmquist, confrontando i risultati del piano d'azione post e pre-CMU. Per fare questo, calcoliamo l'indice annuale per paese e poi prendiamo la media geometrica di quei risultati per gli anni 2007–2014 e 2015–2018, rispettivamente. Infine, calcoliamo la media geometrica di questi risultati per stato membro per produrre la performance media dell'UE-28 nei due periodi, che viene visualizzato nella tabella 11 accanto alla scomposizione dei fattori.

Dal 2007, i 28 Stati membri dell'UE hanno registrato una performance annuale in miglioramento (+4,4%) in media, sulla base di questo indice sintetico. Inoltre, non troviamo variazioni significative nella performance annuale quando si confrontano il CMU dei periodi pre e post del Piano d'Azione (+4,3% vs +4,5% rispettivamente). Sorprendentemente, l'effetto totale per l'intero campione sembra essere guidato dal fattore "aderenza alle tendenze globali" (+4,5%), il che implica che il miglioramento delle prestazioni degli Stati membri nei CM si basa sul miglioramento delle tendenze dell'UE in materia di migliori pratiche e sull'apertura ai mercati globali piuttosto che una politica specifica per paese iniziative che consentano loro di raggiungere punti di riferimento. In altre parole,

questo risultato rivela l’impatto positivo predominante di un contesto politico più favorevole sullo sviluppo e l’integrazione del CM e conferma che questo progresso non è guidato da cambiamenti di performance rispetto ai paesi con i migliori risultati.

Tabella 11 Evoluzione dell’indice Malmquist CM

	Overall effect (%)	Idiosyncratic effect (%)	Adherence to global trends effect (%)
Overall period	+4.4	-0.02	+4.5
2015-2018	+4.5	+2.2	+2.2
2007-2014	+4.3	-1.3	+5.8

Allo stesso tempo, l’aderenza alle tendenze globali sembra essere cruciale soprattutto nel periodo pre-CMU (+5,8%), dato che compensa più il livello in calo della componente idiosincronica (-1,3%), coerentemente con i risultati DEA. Viceversa, dal 2015 i due fattori hanno contribuito in egual modo all’aumento della media Malmquist CM Index con entrambe le componenti che mostrano un aumento annuo del 2,2%. Questo risultato può essere motivato dal fatto che la crisi del debito sovrano europeo potrebbe aver generato un allontanamento dai migliori risultati per alcuni paesi (con effetto idiosincronico medio negativo nel primo periodo) e che il CMU policy mix, sviluppato a partire dal 2015, è riuscito a conferire uguale peso e rilevanza ad entrambi i fattori di

recupero nel periodo successivo (+2,2% media di stesso effetto nel triennio 2015–2018), nonché la variazione dei benchmark (pur generando implicitamente una riduzione complessiva di questa “crescita genuina”). Passiamo ora alla Fig. 3 per approfondire la relazione tra la scomposizione della performance nei due fattori e l’evoluzione complessiva dell’indice, facendo uso dell’eterogeneità geografica.

Questo grafico combina due tipi di informazioni. In primo luogo, il colore assegnato agli stati membri descrive l’indice MCM totale 2007–2018. I paesi in verde hanno notevolmente incrementato la loro performance (>5%), quelli in rosso l’hanno notevolmente ridotta (–5%), e quelli in blu hanno mostrato una performance più stabile. In secondo luogo, gli Stati membri sono distribuiti lungo due assi che riflettono l’“idiosincrasia” e l’“adesione alle tendenze” effetti. La Figura 3 mostra che il fattore “aderenza alle tendenze globali” ha una dispersione maggiore di quella “idiosincrasica”. Questa scoperta ha due interpretazioni. In primo luogo, l’apertura del mercato globale dell’UE sembra essere più importante degli sforzi extra specifici per paese per determinare i miglioramenti del mercato dei capitali. In effetti, vediamo che gli otto Stati membri con un sostanziale miglioramento delle prestazioni complessive (in verde nella Fig. 4) hanno anche visto un miglioramento della componente “aderenza alle tendenze globali” (in sette casi superiore al 5%). In altri termini, l’apertura del mercato globale sembra essere più predittiva di un buon progresso generale del paese

nello sviluppo e nell'integrazione del mercato dei capitali rispetto a ulteriori tentativi di raggiungere i parametri di riferimento dell'UE.

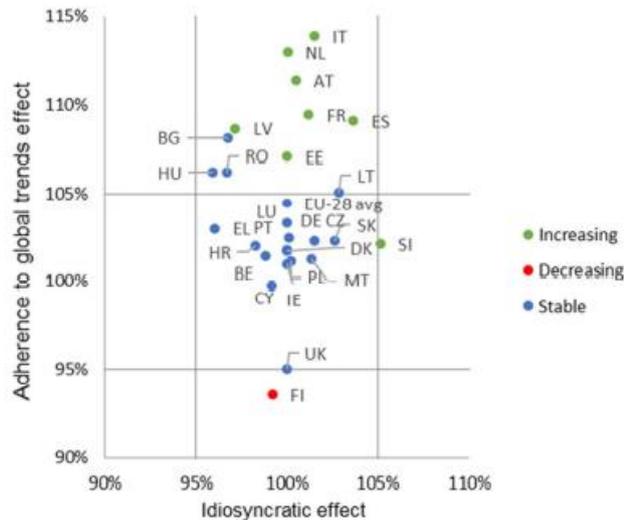


Figura 3 Trend globali in rapporto agli effetti idiosincrici (2007-2018)

In effetti, tutti gli Stati membri che hanno mostrato un notevole incremento della componente “aderenza alle tendenze globali” hanno visto un aumento dell’indice complessivo (e superiore al 5% nel 70% dei casi). Secondo, un aumento sostanziale della componente “idiosincrica” non sembra essere il predittore più efficace di un miglioramento complessivo nell’integrazione del mercato dei capitali (circa il 12% delle occorrenze). In altre parole, secondo i suddetti parametri una volta prese in considerazione le tendenze del mercato globale, le iniziative specifiche per paese (potenzialmente comprese le azioni attuate in conformità con l’UMC) possono non essere sufficienti

per recuperare il ritardo in termini di sviluppo e integrazione del mercato dei capitali.

Quando ci si concentra sulle componenti dei cambiamenti nelle prestazioni per paese, troviamo che il cambiamento globale è sistematicamente più importante di quelli idiosincratici (in circa il 90% dei casi). Questo risultato conferma che lo sviluppo complessivo e l'integrazione dei mercati dei capitali è principalmente guidata da un contesto politico favorevole all'interno dell'UE. Al fine di fornire ulteriori informazioni su questo fenomeno, è opportuno confrontare i Paesi Bassi e il Regno Unito, all'inizio due paesi alla frontiera e la fine del campione (cioè il cui effetto idiosincratico è pari al 100%) e per cui troviamo il livello massimo e minimo di effetto ambientale (+13% e - 5%, rispettivamente). Questa differenza significa che l'effetto ambientale ha contribuito in misura maggiore ai Paesi Bassi, che mostrano una performance più equilibrata attraverso i diversi pilastri nello spirito del mix di politiche, rispetto al Regno Unito, che è stato a sua volta penalizzato dalla forte specializzazione in alcuni pilastri e dalla performance molto bassa in altri, in particolare per quanto riguarda il 6° pilastro dell'UMC (investimenti transfrontalieri e stabilità finanziaria).

Da questa analisi emergono due conclusioni principali. Da un lato, l'annuale aumento dell'indice Malmquist CMs degli stati membri dell'UE è principalmente spiegato dal loro coinvolgimento nei mercati globali. Se si considera la tendenza globale, le iniziative di recupero "idiosincratiche" specifiche per paese non sembrano svolgere un ruolo

nello sviluppo e nell'integrazione dei mercati dei capitali. D'altra parte, mentre questo ritrovamento è valido se si guarda al periodo 2007-2014, i modelli globali hanno spiegato solo la metà della crescita complessiva dal 2015, con spostamenti di recupero del benchmark (per lo più dopo crisi) apparendo sempre più importanti per sostenere il ritmo della precedente crescita annuale.

I risultati sono coerenti con i precedenti lavori di analisi del processo di sviluppo e integrazione delle economie dell'UE. In particolare, sfruttando un indicatore composito DEA e un'analisi Malmquist, Cherchye et al. scoprono che gli stati membri dell'UE progrediscono in diversi settori, soprattutto grazie al miglioramento delle pratiche piuttosto che dovute a componenti di recupero, concludendo così che quell'appartenenza all'ambiente dell'UE è favorevole al miglioramento delle prestazioni degli Stati membri.

CONCLUSIONI

Nell'integrazione e regolamentazione dei mercati finanziari le misure hanno influenzato le strutture del mercato e la concorrenza in tutti i segmenti. I big a livello europeo hanno guadagnato, mentre la regolamentazione ha messo sotto pressione le istituzioni di piccole e medie dimensioni. Il consolidamento ha portato a una maggiore concentrazione del mercato e ha causato comportamenti oligopolistici o collusivi a livello nazionale, dannosi per il mercato finanziario nel suo complesso. Nel settore finanziario, nonostante sia aumentata la prestazione transfrontaliera di servizi finanziari, l'ingresso sul mercato estero tramite le filiali rimane la forma d'ingresso preferita. Il Regolamento europeo, volto all'integrazione dei mercati finanziari in termini di liberalizzazione delle attività transfrontaliere, è stato accompagnato da sforzi internazionali per attuare e armonizzare. Con il contemporaneo impatto della (de)regolamentazione in termini di liberalizzazione transfrontaliera da un lato e più rigorose (ri)regolazione a livello sovranazionale, i guadagni di efficienza sono stati compensati da quest'ultima. Le misure legate all'introduzione dell'UEM potrebbero aver sovrapposto l'impatto di altre misure di integrazione. In altre parole, l'impatto dell'integrazione indotta dalla regolamentazione deve essere chiaramente compreso nel contesto di mutamenti in atto nelle strutture del mercato. Tempistica e sequenza delle riforme devono essere coordinate con i cambiamenti politici e le condizioni, come prova della

liberalizzazione settoriale e transfrontaliera nel settore finanziario. Per quanto riguarda l'impatto dell'integrazione dei mercati finanziari sulla crescita economica, l'analisi ex ante dell'integrazione dei mercati finanziari ha promesso un impatto positivo sulla crescita. Per l'UEM, questi effetti stimolatori della crescita potrebbero essere confermati in un'analisi ex post. Al contrario, le valutazioni ex post sull'integrazione dei mercati finanziari nel migliore dei casi mostrano risultati ambigui: l'integrazione del mercato e l'adeguamento alla regolamentazione richiedono tempo, potrebbero verificarsi solo effetti deboli a lungo termine, se non del tutto. Gli sforzi politici tendono a sfruttare avidamente la liberalizzazione, ma senza la necessaria sequenza delle riforme istituzionali. Sorgono domande, quali industrie e investitori aziendali o speculativi traggano profitto dal livello di aumento osservato dall'integrazione del mercato finanziario e se questi promuovono investimenti reali, di produzione, crescita economica e con essa occupazione per portare l'Unione Europea più vicina agli obiettivi prefissati. La ricerca futura necessita di testare a fondo la complessa struttura della relazione tra integrazione dei mercati finanziari, finanziamento esterno degli investimenti reali e crescita della produzione da parte di diversi settori reali, imprese di diverse dimensioni e in diversi mercati nazionali.

Bibliografia

Aa.Vv., *Pandemic Crisis and Financial Stability*, C. Gortsos - W.G. Ringe eds., May 22, 2020, European Banking Institute Working Paper Series, reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3607930>

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XI ed., Giappichelli, Torino, p. 2 ss.

BUSSOLI C., *Mifid nuovi canali di negoziazione e nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria in Europa*, Bari, Cacucci, 2008, p. 112 e ss

CALLEGARI, *Il recepimento della direttiva MiFID II e l'adeguamento al regolamento MiFIR. La disciplina di attuazione*, in *Diritto Economia e Impresa*, fasc. 4, 2016.

CAROSIO G., *La funzione di compliance tra Basilea II e Mifid*, III Incontro Compliance Dexia Crediop-AICOM, Roma 21 settembre 2007

CAVES, D. W., CHRISTENSEN, L. R., & DIEWERT, W. E., *The economic theory of index numbers and the measurement of input, output, and productivity*. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 50, 1393–1414, 1982

CESR/07-703 "Overview of national discretions and options under MiFID Level 1- dir. 2004/39/CE" disponibile sul sito www.cesr-eur.org

CORRADO, C., J. HASKEL, C. JONA LASINIO, IOMMI M., 'Intangible investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth', *EIB Working Papers 2016/08*, European Investment Bank, p. 236 e ss.

DELLA ROSA E., RAZZANTE R., *Il nuovo sistema dei controlli interni nella banca. Riprogettare il sistema dopo Basilea II, Mifid e compliance*, Franco Angeli, Milano, 2010

DEMERTZIS M., DOMINGUEZ M J., GUETTA L, *Europe should not neglect its capital market union*, *Policy Contribution*, 2021,XIII, 4 e ss.

DI NELLA, *Lineamenti della nuova disciplina dei mercati finanziari (MIDIF II e MIFIR)*, in *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil | Belo Horizonte*, vol. 15, p. 119-156, jan./mar. 2018, p. 119 ss.

EMTER, L., M. SCHMITZ., TIRPAK M., 'Cross-border banking in the EU since the crisis: what is driving the great retrenchment?' *Review of World Economics* 155(2), 2019, p. 287-326

ENRIQUES L., GILOTTA S, *Disclosure & financial markets regulation*, in Niamh Moloney, Eilis Ferran & Jennifer Payne, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, OUP 2015, 511-536
European Commission, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final, 30.09.2015, 3.

FERRARINI G., MACCHIAVELLO E, FinTech and Alternative Finance in the CMU: The Regulation of Marketplace Investing, in BUSCH, AVGOULEAS & FERRARINI (eds), supra note 3, 208-233.

GALLICCHIO M., BONANTE G., Mifid II e mifir, recenti sviluppi, Diritto Bancario Approfondimenti, 2014,II, 1 in www.dirittobancario.it

GOODHART C., “The organisational structure of banking supervision”, in “Financial Stability and central banks” a cura di Healey J. e Sinclair P., Routledge, 2001.

ICOM, III Incontro Dexia Crediop, Intervento di Giovanni Carosio Vice Direttore della Banca d'Italia, 21 settembre 2003^[1]_{SEP}

LOPILATO, Manuale di diritto amministrativo, III ed., Giappichelli, Torino, 2021, p.

LUONGO F., Mifid: nuove tutele per il risparmiatore in crisi, Comsumerismo, 2014 ,II, 896 e ss.

MILANO, V. ‘Risk sharing in the euro zone: the role of European institutions’, CeLEG Working Paper Series No. 01/17, March, 2017

MOLONEY N., Capital Markets Union, Third Countries, and Equivalence, in DANNY BUSCH, EMILIOS AVGOULEAS & GUIDO FERRARINI (eds), Capital Markets Union in Europe, OUP 2018, 97-139

NATOLI R. , Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto “di risparmio”, in Contratti, 2010, 72

PACE D , Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione, in Banca borsa tit. cred., 2010, II, 118 ss

PRESTI, Dal “decreto Eurosim” alla “legge Draghi”: la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare e i principi che l’hanno ispirata, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale A 20 anni dal TUF (1998-2018

QUATTROCCHIO, I prodotti del mercato mobiliare, in Diritto Economia e Impresa, fasc. 6, 2016.

RISPOLI FARINA M., “La vigilanza sul mercato finanziario / Atti”, Giuffrè, 2005, pag.5 e ss.

SANGIOVANNI V, L’art. 23. T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro, in Giur. it., 2009, 1682 ss

SARTORI F, Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID, in Riv. dir. priv., 2008, 25 ss.

SCIARRONE ALIBRANDI A, Il servizio di “consulenza in materia di investimenti”: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie, in Dir. banca mer. fin., 2009, 383 ss.

SMAGHI, La crisi finanziaria: sfide e risposte, in https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html,

TAROLLI R. ,Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in Giur. comm., 2008, I, 1169 ss.

VÉRON N., WOLFF G., Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, Journal of Financial Regulation (2016), 130-153, at 132

RIASSUNTO

Nell'integrazione e regolamentazione dei mercati finanziari le misure hanno influenzato le strutture del mercato e la concorrenza in tutti i segmenti. I big a livello europeo hanno guadagnato, mentre la regolamentazione ha messo sotto pressione le istituzioni di piccole e medie dimensioni. Il consolidamento ha portato a una maggiore concentrazione del mercato e ha causato comportamenti oligopolistici o collusivi a livello nazionale, dannosi per il mercato finanziario nel suo complesso. Nell'economia globale, i mercati finanziari hanno strutture e prestazioni diverse. Il mercato statunitense ha una maggiore capitalizzazione, è più sviluppato dei mercati europei ed è dominato dal finanziamento di private equity. La performance del mercato statunitense è simile a quella del mercato dei capitali giapponese. Il mercato dei capitali cinese rappresenta il mercato più piccolo tra le principali potenze economiche. I mercati dei capitali in Europa sono significativamente segmentati, dominati dal meccanismo di credito e dal trading delle istituzioni finanziarie. Il mercato più simile al mercato statunitense in Europa è la Svizzera. Tenendo conto della capitalizzazione di mercato, come uno degli indicatori delle dimensioni del mercato dei capitali, il mercato dei capitali statunitense è il più grande. Il mercato dei capitali cinese è più volatile ma ha un trend in crescita, e questi sono solo alcuni esempi. L'idea di Capital Market Union (CMU) è emersa come programma politico-economico della CE nel 2014 con l'obiettivo di creare un ambiente economico stabile e contribuire a un più alto grado di integrazione dei paesi membri dell'Unione Europea. Il progetto European Capital Market, basato sui parametri di base del mercato dei capitali statunitense, rafforzerebbe la competitività degli attori del mercato rafforzando l'economia comune dell'UE, contribuendo al contributo della crescita economica, dei tassi di occupazione, migliorando il finanziamento delle imprese, contribuendo alla diversificazione dei fondi di investimento e facilitando un'interconnessione più efficace tra i partner commerciali. Con riferimento specifico alla regolamentazione del mercato e all'evoluzione giuridica che la caratterizza si può dire che proprio la disciplina che caratterizza il mercato finanziario europeo è definibile multilivello e cioè, composta da una pluralità di fonti di natura diversa che convergono a coprire lo stesso oggetto di regolazione. Più precisamente essa si articola in: un livello comunitario, su cui si collocano le direttive rilevanti in materia; e poi un livello interno, che in realtà si scompone a sua volta in un livello primario, costituito essenzialmente dal TUF (per quanto concerne

l'Italia)¹ e quindi, a scendere, in un livello secondario che si sostanzia nei regolamenti Consob, sempre per il caso italiano. L'attenuarsi della dicotomia istituzionale fra intermediari e mercati offre agli intermediari nuove opportunità: essa consente a sistemi diversi dalle borse di replicare le attività delle borse e a queste ultime di reinventarsi come operatori di mercato competitivi. La possibilità per le imprese di investimento di gestire sistemi multilaterali di negoziazione ovvero qualificarsi quali internalizzatori sistematici rappresenta il riconoscimento dell'importanza dell'attività svolta da tali soggetti nella fornitura di servizi di negoziazione equiparabili - seppure con i necessari distinguo - a quelli sinora svolti dai mercati regolamentati. La dispersione delle negoziazioni fra varie sedi determina un rischio di frammentazione degli interessi di acquisto e vendita di liquidità superficiali ed isolati². Ciò ha richiesto interventi di natura regolamentare volti a far sì che i benefici sopra menzionati non andassero a deperimento degli obiettivi di efficienza dei mercati e di tutela degli investitori. In tal senso i sistemi multilaterali di negoziazione offrono agli investitori al dettaglio e alle imprese di investimento un'alternativa alle borse tradizionali. Prima della loro introduzione, gli investitori dovevano affidarsi a borse valori nazionali come Euronext o la London Stock Exchange (LSE).

I sistemi multilaterali di negoziazione prevedono meno restrizioni per l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione, consentendo ai partecipanti di scambiare attività più esotiche e prodotti over-the-counter (OTC). Ad esempio, il LMAX Exchange offre la possibilità di negoziare valute a pronti e metalli preziosi. La maggiore velocità delle transazioni, i costi più bassi e gli incentivi alle negoziazioni hanno contribuito a far sì che i sistemi multilaterali di negoziazione diventassero sempre più popolari in Europa, anche se il NASDAQ OMX Europe è stato chiuso nel 2010, poiché i sistemi multilaterali di negoziazione si trovano ad affrontare un'intensa concorrenza tra loro e con le borse che possiamo definire ufficiali. L'introduzione dei sistemi multilaterali di negoziazione ha portato a una maggiore frammentazione dei mercati finanziari, poiché un singolo titolo può ora essere quotato in più

¹ NATOLI R. , Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio", in *Contratti*, 2010, 72

² TAROLLI R. , Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

sedi. I broker hanno risposto offrendo l'instradamento intelligente degli ordini (SOR) e altre strategie per assicurarsi il miglior prezzo tra queste numerose sedi.

I sistemi multilaterali di negoziazione operano nell'ambito della normativa MiFID II dell'Unione Europea (UE), un quadro legislativo rivisto progettato per proteggere gli investitori e infondere fiducia nel settore finanziario. Negli Stati Uniti, i sistemi alternativi di negoziazione (ATS) operano in modo simile ai sistemi multilaterali di negoziazione. Nella maggior parte dei casi, gli ATS sono regolamentati come broker-dealer piuttosto che come borse, ma devono comunque essere approvati dalla Securities and Exchange Commission (SEC) e soddisfare determinate restrizioni. Negli ultimi anni, la SEC ha intensificato le sue attività di enforcement nei confronti degli ATS, con una mossa che potrebbe portare a una regolamentazione più severa degli MTF in Europa. Ciò è particolarmente vero per le dark pool e altri ATS che sono relativamente oscuri e difficili da negoziare e valutare.

Gli ATS più conosciuti negli Stati Uniti sono le reti di comunicazione elettronica (ECN), sistemi computerizzati che abbinano automaticamente gli ordini di acquisto e di vendita dei titoli sul mercato. I sistemi multilaterali di negoziazione offrono molteplici vantaggi per l'acquisto e la vendita di titoli e altre attività. Uno dei vantaggi principali è che gli operatori non possono scegliere quali operazioni eseguire: devono stabilire e seguire regole chiare, consentendo la trasparenza delle operazioni e dei prezzi. Con il trading ad alta velocità, i sistemi multilaterali di negoziazione utilizzano algoritmi informatici per mettere in contatto acquirenti e venditori. Ciò facilita una maggiore liquidità rispetto alle negoziazioni over-the-counter, con conseguente riduzione degli spread denaro-lettera e una più efficace scoperta dei prezzi. Inoltre, i sistemi multilaterali di negoziazione operano tipicamente sulla base di commissioni, il che significa che non hanno conflitti di interesse con i singoli operatori.

Al fine di procedere nel percorso di integrazione un presupposto importante, tuttavia, è l'apertura delle economie nazionali, il grado di sviluppo economico e la regolamentazione bancaria. Il mercato integrato dei capitali fornisce una riduzione dei rischi finanziari, offrendo così agli investitori migliori opportunità per diversificare i propri portafogli. È anche coinvolto nel finanziamento più efficiente di progetti di investimento, nel finanziamento del capitale aziendale e nell'assicurare una sufficiente liquidità di mercato. Il mercato dei capitali dell'UE rappresenta un passo di integrazione per la creazione di un'unione fiscale e politica. A seguito della crisi finanziaria e successivamente della crisi del debito, tuttavia, sono emersi problemi

tra gli Stati membri dell'UE e l'Eurozona, causando squilibri significativi, differenze eccessive nei tassi di interesse sui titoli di Stato o deterioramento del merito di credito degli Stati nazionali con conseguente frammentazione dei mercati nazionali. Il presente lavoro di tesi è suddiviso in tre capitoli. Nel primo capitolo verrà introdotto il concetto di mercati finanziari, l'evoluzione del quadro normativo e la costruzione di una disciplina unitaria del mercato mobiliare. Nel secondo capitolo si tratteranno le linee che condurranno alla realizzazione del Capital Market Union delineandone criticità e prospettive. Nel terzo capitolo verranno effettuate alcune considerazioni e misurazione di efficacia dei mercati finanziari derivante dall'integrazione. Dal Trattato di Maastricht, la libera circolazione dei capitali è stata la spina dorsale del mercato unico dell'UE, volta a consentire ai cittadini europei di portare a termine operazioni finanziarie (es. in termini di investimenti, operazioni bancarie, acquisizioni di azioni) e raccogliere capitali a basso costo in modo uniforme in tutta l'Unione Europea. Un'ulteriore pietra miliare rilevante è stata l'introduzione dell'euro, che ha dato impulso al mercato dei capitali nell'Unione monetaria europea fino alla crisi finanziaria del 2007-2008, quando questa tendenza è tornata ad essere negativa. Infatti, la crisi finanziaria e la successiva crisi del debito sovrano (2010-2013) ha costituito un fattore frenante per il processo di integrazione in Europa, sia sul mercato bancario che in termini di flussi patrimoniali transfrontalieri. Il Capital Markets Union (CMU) del 2015 è considerata la risposta politica dell'UE a queste tendenze negative. In particolare, le politiche della CMU sono state progettate per migliorare i mercati dei capitali sotto diverse prospettive. In primo luogo, si ritiene che l'integrazione del mercato dei capitali sia prodromica alla riduzione del rischio nel sistema generale. In effetti, mercati dei capitali più integrati consentirebbero una più facile condivisione del rischio economico tra i paesi. In secondo luogo, la capacità delle imprese (e delle PMI in particolare) per migliorare il loro accesso alla finanza dipende anche dallo sviluppo del mercato dei capitali. In particolare, l'aumento del capitale nei mercati azionari renderebbe il loro accesso più economico, stimolando ulteriormente gli investimenti. Terzo, all'interno di un contesto integrato diventa più facile per i risparmiatori sfruttare meglio le opportunità di investimento, entrambi ricercano rendimenti superiori diversificando il proprio portafoglio di investimenti. Questi

fattori sono corroborati anche dalla promozione di investimenti a lungo termine e sostenibili e dallo sviluppo di un approccio alternativo strutturato (es. per il capitale di rischio/private equity), che è ancora limitato in Europa rispetto agli Stati Uniti. Complessivamente, nel caso della CMU tutte queste aree concorrerebbero a fornire benefici economici con lo sviluppo di un legame più forte tra i risparmi individuali e la crescita economica attraverso i mezzi di investimento. Data la rilevanza dello sviluppo e dell'integrazione del mercato dei capitali (CM) nell'Agenda politica dell'UE, lo scopo della suddetta analisi è quello di indagare su questo processo attraverso i 28 Paesi dell'UE dal 2007 al 2018. Le novità sono principalmente due. In primo luogo, l'analisi non si concentrerà sulla definizione standard di integrazione finanziaria, ma piuttosto verrà esaminato il concetto più ampio di integrazione del mercato dei capitali e sviluppo come emerge dalla definizione del decisore europeo. In particolare, avviene un distacco dalla definizione più comune di integrazione finanziaria basata sull'idea che un'area economica è integrata se tutti i paesi hanno le stesse opportunità di accedere al mercato prendendo, invece, in considerazione una misura dello sviluppo e dell'integrazione dei mercati dei capitali strettamente correlato all'approccio ideato dal policymaker. Questo approccio consente lo sviluppo di uno strumento di monitoraggio specifico dell'UE, che tuttavia potrebbe essere applicato anche ad altri contesti geopolitici dopo aver adattato la politica sottostante alla struttura. In secondo luogo, viene condotta una solida analisi statistica adottando una serie di diverse metriche specificamente mirate a misurare concetti sfaccettati come lo sviluppo e l'integrazione del mercato dei capitali. Più in particolare, si utilizzano innanzitutto indicatori compositi: misure sintetiche che riassumono diverse dimensioni rilevanti e correlate in un unico numero comprensivo. L'obiettivo di questo approccio è duplice: da un lato, definire e fornire uno strumento di semplice interpretazione per misurare lo sviluppo e l'integrazione di CM, e dall'altro, osservare l'evoluzione di questo indicatore per l'intera UE-28 e ogni singolo Paese dal 2007 al 2018, entrambi attraverso confronti statici di ranghi che emergono da indicatori compositi e attraverso prestazioni dinamiche di valutazioni basate sull'analisi del data

envelopment e l'Indice di Malmquist³. Quindi, i paesi vengono raggruppati lungo diverse dimensioni relative al CM, adottando una tecnica statisticamente robusta, ovvero un modello di clustering tagliato. Questa analisi aiuta a cogliere nel tempo i modelli a livello di paese attraverso i cluster che potrebbero essere associati a un cambiamento nel progresso dello sviluppo e dell'integrazione dei loro mercati dei capitali. I risultati indicano che la maggior parte dei paesi dell'Unione europea ha visto i propri mercati dei capitali svilupparsi e migliorare nell'ultimo decennio, nonostante il processo di convergenza ai livelli più alti degli indici di riferimento dell'UE ancora in corso.

³ Malmquist, S., Index numbers and indifference surfaces. *Trabajos De Estadistica y De Investigacion Operativa*, 4(2), 209–242, 1953

Tabella 1. Tabella 1 Statistiche descrittive per i periodi 2007–2014 e 2015–2018

Indicator	2007-2014	2007-2014	2007-2014	2007-2014	2015-2018	2015-2018	2015-2018	2015-2018
	Average	Std. Dev.	Min	Max	Average	Std. dev.	Min	Max
Adoption of private equity instrument (%)	0.64%	0.95%	0%	5.70%	0.93%	1.24%	0%	7.64%
Adoption of venture capital instrument (%)	0.02%	0.04%	0%	0.38%	0.04%	0.05%	0%	0.25%
Relevance of non financial corporation (%)	8.3%	7.2%	0%	31.2%	9.8%	7.5%	0%	31.0%
Relevance of non financial corporation equity (%)	36%	29%	1%	148%	39%	32%	2%	127%
Adoption of alternative instruments (%)	0.05%	0.24%	0%	2.56%	1.59%	2.61%	0%	8.795
Public private partnerships (PPPs)	0.64	1.61	0	11.38	0.31	0.77	0	4.20
Retail investments (Assets) (%)	63%	53%	3%	225%	71%	62%	9%	247%
Institutional investments (assets) (%)	47%	53%	1%	239%	56%	61%	5%	252%
Covered bonds (%)	1.6%	3.6%	0%	25.0%	1.3%	3.1%	0%	20.7%
Deposit taker capital adequacy (%)	13%	4%	6%	35%	18%	4%	11%	31%
Cross border portfolio debt and equity investments (%)	23%	16%	1%	79%	24%	16%	2%	71%

Questo risultato sembra suggerire che le politiche comuni dell'UE verso l'integrazione del mercato forniscano effetti benefici per gli stati membri, in linea con risultati simili

di Cherchye et al.⁴ per un insieme più ampio di mercati interni e dalla BCE per i mercati finanziari. La maggior parte dell'effetto benefico non è guidato da spostamenti relativi verso i parametri di riferimento europei ma, piuttosto, dai cambiamenti nei parametri di riferimento per le prestazioni stesse. Questo risultato, coerentemente con l'interpretazione di Cherchye et al., comunica che il quadro dell'Unione Europea e, più recentemente, la politica della CMU, stanno creando un ambiente favorevole al miglioramento delle prestazioni globali, che la maggior parte degli Stati membri stanno sfruttando in vari modi. Il lavoro contribuisce anche alla letteratura sul rapporto tra mercato e crisi finanziarie, nonché relative risposte politiche in modo integrato dei mercati come l'Unione Europea.

I risultati sui mercati dei capitali vanno nella stessa direzione di quanto è già stato trovato nella letteratura sull'attività bancaria transfrontaliera ed evidenzia una riduzione dell'integrazione dei mercati dei capitali in Europa durante il periodo della crisi del debito sovrano, ovvero tra il 2010 e il 2013. Allo stesso tempo, dopo l'introduzione del piano d'azione della CMU, il livello di sviluppo e integrazione del mercato dei capitali si è nuovamente stabilizzato sui valori precedenti la crisi. Ciò riafferma l'importanza di un mercato unico dei capitali nell'UE quale risorsa resiliente per rispondere alle crisi, analogamente a quanto già sperimentato per l'unione bancaria. Allo stesso tempo, troviamo che questo più recente balzo in avanti nell'integrazione e sviluppo dei mercati dei capitali dell'UE sembra essere ugualmente guidato dal recupero dei paesi in ritardo durante la crisi e l'ulteriore miglioramento dei top performer, quindi suggerendo che iniziative politiche (ulteriori) a livello dell'UE stanno diventando sempre più rilevanti per consolidare un ambiente che può rafforzare ulteriormente il mercato dei capitali in sviluppo e integrazione. Infine, i risultati mostrano anche importanti implicazioni politiche sulla crescita economica. Riteniamo infatti che il nostro indicatore CMU sia positivamente correlato allo

⁴ Cherchye, L., Lovell, C. K., Moesen, W., & Van Puyenbroeck, T., One market, one number? A composite indicator assessment of EU internal market dynamics. *European Economic Review*, 51(3), 749–779, 2007

standard globale per le misure di apertura del mercato dei capitali, ovvero il Financial Openness Index e l'indicatore di controllo del capitale.

Viene adottato un approccio "non semplicistico" per la costruzione di indicatori compositi. L'intuizione alla base di questa metodologia è quella di proporre direttamente una classifica "plausibile", piuttosto che una singola basata su una specifica combinazione ad hoc di (normalizzazione, tecniche di ponderazione e aggregazione). Seguendo questo approccio, vengono generate 32 diverse classifiche annuali per il periodo 2007-2018, che emergono dalla combinazione di cinque normalizzazioni, quattro ponderazioni e due tecniche di aggregazione.

Tabella 2. Tecniche di normalizzazione

Name	Rule
Rank	Each country gets a decreasing score (from 28 to 1) depending on its position in each indicator ranking
Z-score	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t - x_{qc=mc}^t}{\sigma_{qc=mc}^t}$
Min-max	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t - \min_c x_c^t}{\max_c x_c^t - \min_c x_c^t}$
Distance from the best performance	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t}{\max_c x_c^t}$
Distance from the average performance	$I_{qc}^t = \frac{x_{qc}^t}{x_{qc=mc}^t}$

Tabella 3. Sistemi di pesatura

Nome	Ruolo
Equal weighting by indicator (EWI)	Lo stesso peso è attribuito a tutti gli indicatori
Equal weighting by pillar (EWP)	Lo stesso peso è attribuito a tutti e sei i pilastri e, al loro interno, agli indicatori sono ponderati secondo il metodo EWI
Principal component analysis (PCA)	PCA riduce la dimensionalità del set di dati originale a un sottoinsieme di fattori rilevanti senza una significativa perdita di informazioni. Una volta che i fattori vengono stimati, individuati sulla base degli autovalori e ruotati è possibile costruire i pesi da attribuire a ciascun indicatore come il valore scalato a uno del quadrato di carico del fattore, in proporzione alla varianza spiegata da ciascun fattore
Regression analysis (RA)	RA consente la stima dei pesi attraverso un modello lineare (in questo caso, una regressione panel a effetti fissi), in cui i regressori sono gli indicatori alla base dell'indicatore composito e la variabile dipendente è un proxy del beneficio

associato a un livello elevato del composito indicatore. Nel nostro caso abbiamo utilizzato come variabile dipendente l'annuale tasso di crescita del PIL con l'obiettivo di ridurre i costi finanziari attraverso lo sviluppo del sistema finanziario e quindi favorire la crescita economica. Il sistema di ponderazione viene quindi espresso come il valore assoluto dei coefficienti statisticamente significativi stimati attraverso la regressione.

Tabella 4. Tecniche di aggregazione⁵

Name	Rule	Type
Linear (additive) average	$CI'_c = \sum_{q=1}^Q w_q I'_{qc}$	Compensatory ^a
Geometric average	$CI'_c = \prod_{q=1}^Q x^{I'_{qc}}$	Partially compensatory ^b
Multi-criteria	Condorcet–Kemeny–Young–Levenglick (CKYL)	Non-compensatory ^c

Tabella 5. Punteggi degli indicatori compositi: esempio basato sulla normalizzazione del punteggio z, EWI,

aggregazione lineare

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AT	-0.09	-0.36	-0.18	-0.15	-0.10	-0.14	-0.07	0.08	0.18	-0.03	0.10	-0.01
BE	0.02	-0.21	-0.01	0.07	-0.01	0.06	0.20	0.19	0.21	0.21	0.18	0.42
BG	-0.50	-0.79	-0.64	-0.63	-0.59	-0.54	-0.51	-0.43	0.15	-0.42	-0.40	-0.41
CY	-0.50	-0.42	-0.56	-0.11	-0.29	-0.55	-0.59	-0.29	-0.39	-0.38	-0.50	-0.21
CZ	-0.29	-0.46	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.11	0.19	-0.15	-0.22	-0.13	-0.01
DE	0.28	0.04	-0.01	0.09	0.06	0.08	0.23	0.67	0.45	0.53	0.63	0.71
DK	0.88	0.71	0.67	0.81	0.87	1.34	1.09	1.52	1.34	1.11	1.31	1.34
EE	-0.23	-0.52	-0.13	-0.06	0.46	-0.20	0.19	0.56	1.14	0.38	0.66	0.56
EL	-0.04	-0.23	-0.29	-0.49	-0.68	-0.77	-0.68	-0.62	-0.59	-0.54	-0.47	-0.50
ES	-0.15	-0.19	-0.30	-0.18	-0.11	-0.17	-0.15	-0.09	0.02	0.16	0.28	0.26
FI	0.18	-0.29	-0.10	0.03	0.03	0.22	0.68	0.28	0.40	0.65	0.79	0.56
FR	0.29	0.11	0.15	0.62	0.62	0.46	0.39	0.47	0.65	0.82	0.89	0.87
HR	-0.29	-0.48	-0.48	-0.45	-0.45	-0.40	-0.38	-0.38	-0.40	-0.20	-0.34	-0.36
HU	-0.39	-0.65	-0.63	-0.59	-0.49	-0.49	-0.56	-0.44	-0.39	-0.48	-0.41	-0.14
IE	0.32	0.01	0.21	0.17	0.33	0.20	0.33	0.44	0.43	0.65	0.52	0.52

⁵ CI'_c è l'indicatore composito per il paese c, con $\sum_{q=1}^Q w_q = 1$ e $0 \leq w_q \leq 1$, per tutti $q=1, \dots, Q$ e $c=1, \dots, C$, dove w_q è il peso e I_{qc} è il valore dell'indicatore normalizzato per paese. A) Questo metodo consente di ottenere prestazioni buone (cattive) in alcuni indicatori per compensare prestazioni negative (buone) in altri. B) Questo metodo è utile per ridurre in modo elevato la compensabilità di prestazioni scadenti in alcuni indicatori a causa della "disuguaglianza geometrico-aritmetica". Sebbene la compensazione non sia costante come nel metodo lineare e sia inferiore per livelli inferiori di indicatori, il metodo geometrico non è del tutto non compensativo. Inoltre, anche in questo caso restano valide le ipotesi relative all'indipendenza reciprocamente preferenziale. C) Questo metodo è completamente non compensativo, basato su due principi fondamentali: da un lato, il suo obiettivo è quello di generare un ordine tra le performance dei paesi analizzati, costruendo così in definitiva classifiche proprie; d'altra parte, tutte le dimensioni del fenomeno analizzato devono concorrere separatamente alla definizione del fenomeno nel suo insieme, senza compensazioni. Poiché l'incompensabilità dei risultati arriva al costo di un maggiore sforzo computazionale (soprattutto in presenza di molti paesi analizzati), diversi indicatori e combinazioni di tecniche di normalizzazione e ponderazione, in questo lavoro ci si attiene alle prime due metodologie di aggregazione.

IT	-0.31	-0.46	-0.39	-0.36	-0.32	-0.22	-0.03	-0.01	-0.06	0.07	0.32	0.31
LT	-0.56	-0.77	-0.71	-0.68	-0.43	-0.51	-0.42	-0.46	-0.36	-0.11	-0.22	-0.11
LU	0.44	0.04	0.62	1.00	2.66	1.27	2.66	0.98	0.75	2.15	1.37	1.26
LV	-0.55	-0.78	-0.69	-0.70	-0.64	-0.60	-0.46	-0.20	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04
MT	-0.22	-0.36	-0.38	1.26	-0.35	-0.35	-0.36	-0.24	-0.26	0.33	0.03	1.06
NL	0.45	0.11	0.11	0.21	0.18	0.28	0.33	0.63	0.64	0.80	0.84	0.99
PL	-0.40	-0.52	-0.48	-0.41	-0.47	-0.40	-0.32	-0.29	-0.24	-0.30	-0.08	-0.32
PT	-0.19	-0.06	-0.12	-0.08	-0.31	-0.26	-0.18	-0.20	-0.13	-0.13	-0.04	0.19
RO	-0.72	-0.79	-0.78	-0.75	-0.80	-0.75	-0.73	-0.71	-0.61	-0.63	-0.54	-0.48
SE	0.31	0.14	0.19	0.40	0.26	0.28	0.31	0.75	0.76	1.10	1.09	1.00
SI	-0.53	-0.62	-0.65	-0.65	-0.66	-0.63	-0.59	0.03	-0.14	-0.29	-0.36	-0.16
SK	-0.62	-0.65	-0.56	-0.58	-0.57	-0.45	-0.42	-0.21	-0.22	0.15	-0.26	-0.28
UK	1.52	0.98	0.93	1.06	1.15	1.35	1.53	1.78	1.89	1.88	2.15	1.94
MAX	1.52	0.98	0.93	1.26	2.66	1.35	2.66	1.78	1.89	2.15	2.15	1.94
MIN	-0.72	-0.79	-0.78	-0.75	-0.80	-0.77	-0.73	-0.71	-0.61	-0.63	-0.54	-0.50
STD	0.49	0.42	0.43	0.56	0.70	0.58	0.73	0.60	0.60	0.68	0.67	0.64
DEV												

Vengono prodotti 11 diversi “esperimenti” , ciascuno mantenendo una tecnica fissa. Quindi, cinque esperimenti provengono dalla normalizzazione, quattro dalla ponderazione e due da aggregazione. Per ciascuno di questi scenari, calcoliamo il rango medio per Stato membro e anno. I valori minimo e massimo tra queste medie possono variare da 1 a 28 (anche se in pratica alcuni ranghi non vengono riempiti a causa della media negli esperimenti) e rappresentano i delimitatori dell’intervallo del possibile rango. Infine, per determinare il rango plausibile, prendiamo la media dei ranghi degli 11 esperimenti, sempre per paese e anno.

Quindi, i risultati sembrano confermare il Piano d’azione della CMU come un driver concreto e rilevante per la crescita europea di medio termine, data la relazione positiva tra l’apertura del mercato finanziario e dei capitali e la crescita economica. Esaminare le prestazioni degli Stati membri in termini di posizione relativa nelle classifiche annuali dal 2007 al 2018 è un tipo di indagine intrinsecamente statica a causa delle classifiche che vengono create su base annuale e qualsiasi miglioramento (peggioramento) nella classifica di un paese può solo offrire informazioni sulla sua posizione relativa. In questa sezione, viene adottata una raccolta di strumenti che possono gettare luce su due ulteriori prospettive rilevanti: se il Paese sta migliorando le proprie prestazioni rispetto a un benchmark comune e se la performance complessiva dell’UE-28 stia aumentando (diminuendo) nel tempo.

Tabella 6. Configurazione sperimentale degli indicatori compositi⁶

Ranking	Normalization	Weighting	Aggregation
1	Rank	EWI	Linear
2	Rank	EWP	Linear
3	Rank	PCA	Linear
4	Rank	RA	Linear
5	z-score	EWI	Linear
6	z-score	EWP	Linear
7	z-score	PCA	Linear
8	z-score	RA	Linear
9	Min-Max	EWI	Linear
10	Min-Max	EWP	Linear
11	Min-Max	PCA	Linear
12	Min-Max	RA	Linear
13	Distance from the average perf	EWI	Linear
14	Distance from the average perf	EWP	Linear
15	Distance from the average perf	PCA	Linear
16	Distance from the average perf	RA	Linear
17	Distance from the best performance	EWI	Linear
18	Distance from the best performance	EWP	Linear
19	Distance from the best performance	PCA	Linear
20	Distance from the best performance	RA	Linear
21	Rank	EWI	Geometric
22	Rank	EWP	Geometric
23	Rank	PCA	Geometric
24	Rank	RA	Geometric
25	Distance from the average perf	EWI	Geometric
26	Distance from the average perf	EWP	Geometric
27	Distance from the average perf	PCA	Geometric
28	Distance from the average perf	RA	Geometric
29	Distance from the best performance	EWI	Geometric

⁶ Complessivamente, produciamo 32 diverse classifiche di base basate sulle possibili combinazioni di normalizzazione, metodologie di ponderazione e aggregazione. Le graduatorie sono generate per ogni anno del campione (2007–2018). Produciamo quindi 11 esperimenti diversi, concentrando ciascuno di essi su una tecnica tale che cinque esperimenti provengono dalla normalizzazione, quattro dalla ponderazione e due dall’aggregazione. Nello specifico, la concentrazione inizia su indicatori compositi costruiti utilizzando tecniche di normalizzazione “rank” (esperimento 1), poi “z-score” (esperimento 2), “min–max” (esperimento 3), “distanza dalla performance media” (esperimento 4) e “distanza dalla migliore prestazione” (esperimento 5). Quindi, passiamo alla costruzione utilizzando la ponderazione “EWI” (esperimento 6), “EWP” (esperimento 7), “PCA” (esperimento 8) e “RA” (esperimento 9). Infine, due serie finali di esperimenti sono basate su aggregazioni “lineari” (esperimento 10) e “geometriche” (esperimento 11). Per ciascuno degli esperimenti, calcoliamo il rango medio per paese e anno. Infine, prendiamo la media dei ranghi degli 11 esperimenti per ottenere il rango finale “plausibile” (per paese e anno).

30	Distance from the best EWP performance	Geometric
31	Distance from the best PCA performance	Geometric

Per esaminare l'evoluzione delle prestazioni degli Stati membri nel tempo in questo modo, vengono utilizzate due metodologie complementari: l'analisi dell'avvolgimento dei dati e il Malmquist Index. Inoltre, per motivi di robustezza, viene confrontato il DEA a quelli ottenuti da una solida analisi di cluster. L'obiettivo originario dell'analisi del data envelopment (DEA) è la valutazione dell'efficienza delle "unità decisionali" produttive, basate su input e output, in un contesto non parametrico in cui la forma funzionale della funzione di produzione non è nota a priori. L'obiettivo è identificare l'insieme più limitato di input praticabili per ciascuna unità esaminata al fine di determinare il massimo output potenziale. Di conseguenza, le unità possono essere valutate in base alla loro vicinanza alla frontiera di efficienza: se la loro efficienza non può essere migliorata dati i loro input, le unità sono sulla frontiera e ricevono il punteggio più alto possibile (cioè 1), mentre se possono essere migliorati utilizzando una possibile diversa combinazione di input, il loro punteggio è rappresentato come una frazione di 1, in base alla distanza dalla frontiera stessa. È interessante notare che questa tecnica ha avuto un impatto anche sulla letteratura sugli indicatori compositi, per due ragioni principali. Innanzitutto, DEA fornisce una classifica delle unità basata su alcune variabili di input e di output, proprio come gli indicatori compositi forniscono un punteggio (e quindi una graduatoria) basata sull'aggregazione di sotto indicatori. In secondo luogo, la DEA consente di ottenere una classifica senza stabilire una forma funzionale rigida negli indicatori di costruzione. Di conseguenza, nelle unità quadro corrispondenti ai 28 Stati membri dell'UE, gli input sono creati come un manichino uguale a uno variabile e gli output sono gli 11 indicatori alla base della metrica dei CM. Inoltre, i periodi di riferimento sono gli anni dal 2007 al 2018.

Tabella 6. Indicatore DEA per i 28 paesi dell'Unione Europea dal 2007 al 2018

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AT	0.70	0.81	0.74	0.79	0.79	0.75	0.77	0.90	0.78	0.76	0.74	0.74
BE	0.98	1.00	0.99	1.00	0.97	0.92	0.96	0.96	0.89	0.90	0.87	0.86
BG	1.00	0.75	0.84	1.00	0.85	0.75	0.76	0.59	0.74	0.67	0.73	0.70
CY	0.68	1.00	0.66	0.72	0.67	0.45	0.69	0.54	0.62	0.57	0.62	0.58
CZ	0.77	0.92	1.00	1.00	1.00	0.83	1.00	1.00	0.84	0.79	0.82	0.91
DE	0.92	0.91	0.76	0.83	0.80	0.88	1.00	0.92	0.93	0.95	1.00	0.94
DK	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
EE	1.00	0.96	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
EL	0.92	1.00	0.92	0.71	0.63	0.43	0.65	0.48	0.63	0.59	0.70	0.59
ES	0.65	0.87	0.72	1.00	0.69	0.72	0.69	1.00	1.00	0.86	1.00	0.97
FI	1.00	1.00	0.92	0.94	0.89	1.00	0.85	0.81	0.97	0.96	0.89	0.92
FR	0.88	0.89	0.88	0.89	1.00	0.90	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
HR	1.00	1.00	0.95	1.00	1.00	0.89	0.99	0.71	0.77	0.91	0.81	0.83
HU	1.00	0.75	0.71	0.67	0.63	0.60	0.72	0.46	0.56	0.57	0.60	0.63
IE	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.96	0.98	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
IT	0.68	0.68	0.70	0.67	0.66	0.65	0.81	0.86	0.70	0.78	1.00	0.80
LT	0.73	0.64	0.55	0.65	0.66	0.71	0.85	0.69	0.92	0.66	1.00	1.00
LU	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
LV	1.00	0.66	0.65	1.00	0.75	0.73	0.79	0.65	1.00	1.00	0.73	0.73
MT	0.79	0.87	0.81	0.76	0.75	0.73	0.73	0.82	0.79	1.00	0.96	0.91
NL	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
PL	0.71	1.00	0.80	1.00	0.72	0.68	0.76	0.67	0.73	0.70	0.78	0.73
PT	1.00	1.00	0.87	0.95	0.70	0.71	0.73	0.73	0.77	0.74	0.85	1.00
RO	1.00	1.00	0.80	1.00	0.63	0.62	0.70	0.50	0.64	0.59	0.68	0.69
SE	0.86	0.84	0.81	0.83	0.88	0.70	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
SI	0.58	0.67	0.54	0.54	0.53	0.53	0.63	0.56	0.69	0.74	0.65	1.00
SK	0.55	0.77	0.75	0.72	0.71	0.74	0.72	0.81	0.81	1.00	0.73	0.73
UK	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
MAX	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
MIN	0.55	0.64	0.54	0.54	0.53	0.53	0.43	0.63	0.46	0.56	0.57	0.58
STD DEV	0.15	0.12	0.14	0.14	0.15	0.17	0.13	0.19	0.14	0.16	0.14	0.14

Nel 2018, quasi il 40% degli Stati membri ha raggiunto la frontiera delle metriche dei CM (in blu in Fig. 1), in diminuzione dal 46% del 2017 ma comunque un valore superiore alla media per l'intero periodo di campionamento (37%). Sorprendentemente, mentre quattro paesi si sono allontanati dalla frontiera tra il 2017 e il 2018, due di loro l'hanno raggiunta nello stesso periodo. Allo stesso tempo, più della metà degli Stati membri che erano al di sotto della frontiera nel 2017 è riuscita a migliorare la loro performance relativa, avvicinandosi a o raggiungendolo nel 2018. Inoltre, nel 2017 e nel 2018 la distanza media dalla frontiera, calcolata come media aritmetica della distanza dalla frontiera per paese, è rimasta relativamente stabile (87%).



Figura 1. Mappa dei Paesi sulla frontiera DEA

È stata anche replicata l’analisi confrontando il piano d’azione medio delle prestazioni post-UMC a quelle prima dell’attuazione del Piano d’azione dell’UMC. In particolare, viene calcolato il numero medio di stati membri sulla frontiera nel periodo 2007–2014 rispetto al periodo 2015–2018.

Tabella 8. Evoluzione del numero di paesi sulla frontiera

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Countries on the frontier (#)	12	13	7	14	9	6	9	10	10	11	13	11
Average ratio (%)	36%								40%			

Emergono due grandi risultati. In primo luogo, dal 2015 la proporzione di paesi che si spostano verso la frontiera è aumentata in media. Infatti, durante il periodo del Piano d’Azione post-UMC quasi il 40% degli Stati membri ha ricevuto un punteggio di 1, rispetto a solo il 36% dal 2007 al 2014. Questo risultato funge da ulteriore segnale della convergenza degli Stati membri dell’UE verso lo sviluppo e l’integrazione dei mercati

dei capitali. Inoltre, questo approccio fornisce alcuni spunti che aiutano a collegare le conseguenze della crisi del debito sovrano europeo all'evoluzione dei mercati dei capitali dell'UE. Infatti, la quota degli Stati membri sulla frontiera ha raggiunto una media di circa il 34% nel periodo 2010-2013, in diminuzione dal 38% nel periodo precedente (2007-2009) ma crescendo nuovamente dal 2014 e stabilizzandosi, come detto in precedenza, grosso modo a livello pre-crisi nella fase post-UMC. Nel complesso, questi risultati riflettono i risultati dell'analisi dell'indicatore composito: performance in aumento dal 2015 con un leggero rallentamento negli anni finali del campione. Infatti, mentre in media l'Unione Europea ha registrato un andamento sostanzialmente stabile in termini di sviluppo del mercato dei capitali e avanzamento dell'integrazione 2017-2018, si evidenzia un calo del numero degli Stati membri alla frontiera (da 13 a 11) nello stesso periodo.

Si procede ad utilizzare il robusto modello di clustering tagliato stabilito da Garcia-Escudero et al. per la sua applicabilità e idoneità. Questa tecnica permette di sfruttare tre importanti caratteristiche. Prima il numero suggerito di cluster non deve essere scelto a priori poiché il massimo numero appropriato deriva da un criterio statistico che consente la selezione del modello più informativo, minimizzando in tal modo le ipotesi ex ante.

In secondo luogo, a differenza di standard tecniche come k-mean, questa metodologia consente un raggruppamento più flessibile così come le forme "non sferiche". In terzo luogo, questo approccio recupera una serie di valori anomali dai dati, che può essere rimosso dalla stima complessiva del clustering per evitare distorsioni.

Il raggruppamento si basa sulle stesse undici variabili che sono alla base della formulazione delle nostre metriche CM (composite indicator). Viene adottata la funzione MATLAB tclust per stimare i cluster utilizzando approcci robusti. Tuttavia, dato il numero di paesi indagati, questo approccio non è in grado di gestire la stima di più di due cluster; pertanto, viene eseguita prima un'analisi delle componenti principali (PCA) per ottenere un numero ridotto di componenti da includere nella clusterizzazione, ottenendo quattro componenti. Anche se queste quattro componenti

non sono sempre dominate da un'unica variabile, può essere stabilita una predominanza per ciascuno di esse. In particolare, sulla base dell'analisi dei carichi fattoriali si ottiene che la prima componente è guidata da due indicatori del 4° pilastro (retail e investimenti istituzionali) e un indicatore del secondo pilastro (rilevanza dell'equità NFC) (Tabella 10).

Il secondo è guidato dal debito di portafoglio transfrontaliero e dagli investimenti azionari e dalla adeguatezza patrimoniale del depositario, il terzo dall'indicatore delle obbligazioni garantite e il quarto mediante l'uso di strumenti alternativi.

La robusta metodologia di clustering dipende dalle specifiche di tre parametri: il presunto numero di cluster (k), la proporzione di valori anomali da scartare (α) e il fattore di restrizione sulla forma della matrice di covarianza (RF). Data la dimensione del campione (28 Stati membri), vengono testati due valori potenziali per k (2 e 3) e tre per α (3,6, 7,1 e 10,7 percento, rispettivamente tenendo conto dell'esclusione di uno, due o tre paesi dal campione).

Tabella 9. Risultati delle analisi dei componenti condotta sugli undici indicatori alla base delle metriche dei CM

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
1	3.76519	2.18898	0.3423	0.3423
2	1.57621	0382	0.1433	0.4856
3	1.19421	0.171796	0.1086	0.5941
4	1.02241	0.168239	0.0929	0.6871
5	0.854173	0.134396	0.0777	0.7647
6	0.719777	0.118188	0.0654	0.8302
7	0.601589	0.127309	0.0547	0.8849
8	0.47428	0.12223	0.0431	0.928
9	0.35205	0.0667047	0.032	0.96
10	0.285345	0.130576	0.0259	0.9859
11	0.154769		0.0141	1

Tabella 10. PCA: caricamenti dei fattori ($>|0.5|$ o, se nessuno, $>|0.4|$)

Indicator	Comp.1	Comp.2	Comp.3	Comp.4
Adoption of private equity instrument	-	-	-	-
Adoption of venture capital instrument	-	-	-	-
Relevance of NFC debt	-	-	-	-
Relevance of NFC equity	42%	-	-	-
Adoption of alternative instruments	-	-	-	87%
Public-private partnership (PPPs)	-	-	-	-
Retail investment (assets)	42%	-	-	-
Institutional investments (assets)	42%	-	-	-
Covered bonds	-	-	75%	-
Deposit-taker capital adequacy	-	50%	-	-
Cross-border PD and PE investments	-	63%	-	-

Inoltre, si indaga su sei gradi alternativi di fattori di restrizione, vale a dire 1 [equivalente alla tecnica convenzionale di clustering k-mean], 5, 50, 100, 200 e 500. Di conseguenza, stimiamo 36 analisi alternative cluster basate sui tre parametri selezionati. La specifica ottimale viene quindi scelta in base al monitoraggio del BIC. Il preventivo è fatto anno per anno per la durata dell'analisi (2007–2018). Questo permette di valutare la coerenza nel tempo delle specifiche ottimali e la performance delle metriche dei CM dei paesi attraverso un'analisi dinamica della loro appartenenza allo stesso o altri cluster.

Venendo ai risultati mostrati in Fig. 2, la robusta stima del clustering porta alla selezione di un modello con tre paesi outlier e due cluster per ogni anno del campione.

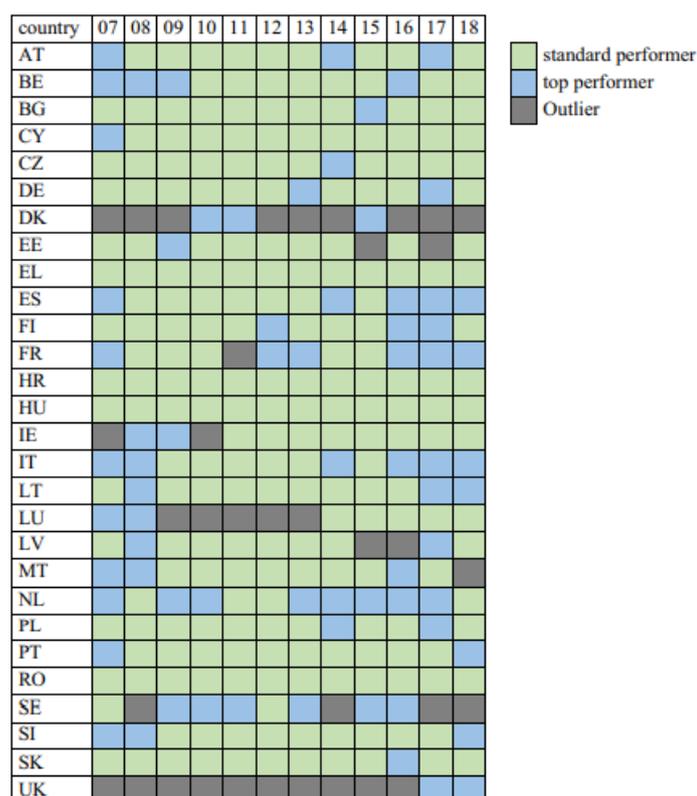


Figura 2. Evoluzione dei cluster per paese e per anno (2007-2018)

La prima implicazione del trimming è l'esclusione dal raggruppamento di stati membri con prestazioni costantemente elevate (segnalate in grigio in Fig. 2). Fra i valori anomali, si ottengono diversi paesi che si comportano molto bene in uno o più componenti rispetto alla media. Questo è certamente il caso della Danimarca che è significativamente forte nell'indicatore delle obbligazioni garantite, tra cui il mercato danese delle obbligazioni garantite dei più antichi e avanzati d'Europa, nonché Svezia e Lussemburgo. Tuttavia, le prestazioni eccezionali non sono necessariamente distribuite equamente su tutti i pilastri, come dimostrano alcuni paesi periferici con performance meno solide in aree specifiche (ad es. investimenti transfrontalieri e stabilità finanziaria nel caso del Regno Unito). Per quanto riguarda la caratterizzazione dei due cluster, vengono divisi in "standard performer" e "top performers" (mostrati in Fig. 2 rispettivamente con verde e blu), dove quest'ultimo è definito come il gruppo di paesi che ottengono risultati migliori per la maggioranza delle componenti alla base

della stima del cluster. Occorre sottolineare che le componenti che determinano la definizione del gruppo “top performer” non sono omogenei e stabili nel tempo e dipendono dalla stima di clustering annuale. Ad esempio, gli Stati membri assegnati al cluster “top performer” nel 2007 mostrano prestazioni abbastanza buone o molto buone nei componenti 1, 2 e 4 (sebbene solo una discreta performance nella componente 3) ma paesi assegnati alla stessa cluster nel 2018 mostrano le massime prestazioni nei componenti 1 e 4. Tuttavia, altri fattori sono più comunemente correlati a prestazioni elevate. Infatti, in undici dei dodici anni campione componenti 1 e 4 sono essenziali per stabilire i criteri per il cluster “top performer”. Insieme ai pilastri 2 e 3, parzialmente coperti dai componenti 1 e 4, questi due componenti costituiscono tutto il contenuto del pilastro 4 (promuovere gli investimenti al dettaglio e istituzionali) e sembrano essere principalmente collegati con una forte performance complessiva nel miglioramento CM. Per contro, una buona performance nelle componenti 2 e 3, che sintetizzano tutto il contenuto dei pilastri 5 (leva capacità bancaria di sostenere l’economia) e 6 (facilitare gli investimenti transfrontalieri e promuovere la stabilità finanziaria), è associato all’appartenenza al cluster “top performer” solo nel 25% e nel 50% dei casi, rispettivamente, confermando l’intuizione in merito alla limitata correlazione dei pilastri 5 e 6 con le metriche complessive dei CM.