

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

L'ordinamento finanziario italiano tra *Capital Markets Union* e *Savings and Investments Union*: alcune riflessioni introduttive

SOMMARIO: 1. Le ragioni di una riflessione scientifica condivisa, tra limiti, “stranezze” e potenzialità dello strumentario giuridico – 2. Verso un nuovo “codice” in sostituzione del Testo unico della finanza? – 3. Dalla CMU alla SIU: i passi ulteriori a livello eurounionale – 4. Quali impatti sul “sistema Italia”?

1. Le ragioni di una riflessione scientifica condivisa, tra limiti, “stranezze” e potenzialità dello strumentario giuridico

Il diritto, come si sa, è un'espressione della socialità del genere umano che, come tutte le altre, evidenzia dei limiti; talvolta, però e per così dire, mostra anche delle “stranezze”.

Tra i suoi limiti, uno dei più acclarati risiede nella constatazione che in moltissimi casi la regolazione si muove lentamente, se non troppo lentamente, rispetto ai fenomeni che disciplina o che dovrebbe disciplinare, cosicché viene spesso accusato – purtroppo non sempre a torto – di non riuscire a tenere il passo con le esigenze di un mondo che cambia. Al contempo e per converso, tra le “stranezze” si può osservare che in certe circostanze l'evoluzione normativa subisce delle accelerazioni impreviste, se non proprio imprevedibili, come è accaduto – e, anzi, sta ancora accadendo – proprio con riguardo al tema che viene affrontato in questo convegno.

Quando, circa cinque anni fa, tra alcuni colleghi e amici abbiamo iniziato a chiederci quale potesse essere la proposta per un «Progetto di Rilevante Interesse Nazionale», abbiamo trovato rapidamente e facilmente un punto di convergenza attorno all'idea che l'obiettivo lanciato dall'Unione Europea, la prima volta ancora nel 2015, volto alla realizzazione di una *Capital Markets Union* (CMU) a logico e naturale perfezionamento dell'Unione Bancaria, imponesse una attenta riflessione circa gli impatti di questa iniziativa sul tessuto economico del nostro Paese, ovviamente offrendo il nostro contributo sul piano scientifico e “da giuristi”: in particolare, alcuni di noi in qualità di studiosi di diritto dell'economia, osservatori cioè della regolazione dei mercati, nello specifico di quelli finanziari; altri invece da cultori del diritto commerciale, date tutte le innumerevoli implicazioni del

processo in argomento sulla disciplina delle imprese e delle società, *in primis* di quelle quotate. Sono sempre più convinto che per entrambe le materie l'attuazione della CMU negli ordinamenti dei singoli Stati membri dell'Unione sia un banco di prova di particolare rilievo, specie se si accetta la sfida, che è prima di tutto culturale, di dimostrare che il diritto non è sabbia negli ingranaggi dell'economia, come talvolta purtroppo si ritiene, ma all'opposto è (o almeno può e sa essere) olio negli stessi meccanismi, volano della competitività, garanzia di equilibrio tra istanze e interessi diversi, tanto pubblici quanto privati.

Di tutto ciò abbiamo riflettuto nei tre anni durante i quali si è dipanata questa ricerca, sia nei nostri approfondimenti individuali, sia anche ritrovandoci a discuterne assieme (naturalmente coinvolgendo molti altri colleghi ed esperti), in almeno cinque precedenti occasioni: innanzitutto, al convegno di Capri del 17 e 18 giugno 2022 dal titolo «*La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*»; a questo sono seguiti i seminari o convegni alla Luiss di Roma su «*Mercato dei capitali, transizione energetica e finanza sostenibile nelle indicazioni UE*» il 19 ottobre 2023, a Venezia su «*MICAR and its coordination with existing EU Financial markets legislation*» il 14 novembre 2023, a Napoli su «*L'ordinamento finanziario: tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici*» il 24 e 25 ottobre 2024, per arrivare nelle ultime settimane alle due giornate di studio dedicate a «*Metamorfosi del mercato finanziario italiano e principi di una riforma*» che sono state organizzate nell'Università di Roma Tre il 10 e 11 aprile scorsi.

Secondo le previsioni iniziali, l'appuntamento veneziano a Ca' Foscari di oggi e domani avrebbe dovuto rappresentare l'evento di chiusura del progetto, la sede cioè nella quale trarre assieme le conclusioni dei nostri studi attorno a questo tema e dove offrire un contributo da studiosi del diritto alla revisione, ove ritenuto opportuno se non necessario, di una disciplina tanto complessa quanto delicata.

Questa prima finalità del convegno resta ovviamente confermata, non fosse altro perché dal punto di vista burocratico-formale il progetto di ricerca deve giocoforza terminare il prossimo 31 maggio.

Sennonché, come forse avrete notato, già il primo evento di apertura riportava nel titolo la parola “crisi” declinata al plurale, implicitamente ma chiaramente riferendosi alla recessione economica *post-2008* e agli sconvolgimenti determinati dalla pandemia che ancora tutti ricordiamo.

A tali crisi, tuttavia, di per sé già così impegnative, in questi ultimi tre anni si sono aggiunte via via prima (e ancora) le implicazioni sul piano economico derivanti dalla guerra in Ucraina, poi da quella in Medio Oriente, per giungere infine alle alterne (e per molti versi sconcertanti) vicende della recentissima c.d. guerra dei dazi. Insomma: non solo le turbolenze non ce le stiamo sicuramente facendo mancare, ma queste stanno anche determinando in rapida successione mutamenti addirittura geopolitici probabilmente epocali.

Declinata nello specifico della materia che ci occupa, trova così spiegazione quella “stranezza” cui accennavo poc’anzi, ossia quella capacità dell’ordinamento giuridico (o *degli* ordinamenti giuridici), che in talune circostanze riemerge improvvisa, di imprimere un’accelerazione repentina al suo naturale processo evolutivo in un dato ambito, giacché, per una parte non trascurabile, il percorso di riforma del diritto del mercato finanziario italiano in atto trae notoriamente spunto proprio dalle sfide che i nuovi scenari globali hanno reso ancora più cruciali e rilevanti sul piano delle strategie competitive per l’economia del nostro Paese. Di qui una seconda e a mio avviso non meno importante ragione per un confronto sul piano scientifico, che si aggiunge a quella iniziale, confronto atto ad orientare l’evoluzione del diritto del mercato finanziario domestico nella direzione di promuovere l’attrazione degli investimenti pur preservando, nel mentre, la tutela degli investitori e in ultima istanza del mercato stesso; ciò, appunto, in un contesto non soltanto sempre più competitivo e globalizzato, ma negli ultimi tempi anche alquanto instabile e foriero di tante incertezze.

2. *Verso un nuovo “codice” in sostituzione del Testo unico della finanza?*

Stanti gli obiettivi del nostro progetto di ricerca, che pur originando da scelte normative sovranazionali focalizza volutamente l’attenzione *ad intra*, ossia sull’ordinamento nazionale, sin dall’inizio sarebbe stato naturale per noi interrogarci, in questa sede, in particolare sui meriti e sui limiti della c.d. legge capitali n. 21/2024, magari cercando di fornire un contributo alla discussione sulle più opportune modalità di esercizio della delega contenuta nell’art. 19 di tale provvedimento. Tuttavia, anche a voler rimanere concentrati soltanto sul piano domestico, il perimetro dell’indagine deve ora giocoforza ampliarsi quanto meno per

tener conto delle recenti modifiche apportate alla stessa legge capitali dalla l. 11 marzo 2025, n. 28, che ha prorogato il termine di esercizio della delega e ne ha esteso l'ambito di intervento, ad esempio introducendo novità non trascurabili in materia di arbitrato societario.

Ancor più, però, si rende necessario allungare ulteriormente lo sguardo in chiave prospettica tenendo conto che la delega appena menzionata ha portato, come tutti sappiamo, all'insediamento presso il Ministero dell'Economia di una Commissione incaricata di elaborare una revisione organica del Testo unico della finanza, commissione che ha già iniziato i suoi lavori da qualche tempo. Anzi, non è da escludere che il progetto in discorso possa portare addirittura – se non subito, almeno in un prossimo futuro – al varo di un nuovo «codice dell'intermediazione finanziaria», stando almeno agli auspici ambiziosi preconizzati nelle ultime settimane dal Sottosegretario allo stesso dicastero, l'on. Federico Freni, in occasione del convegno che si è tenuto all'Università Roma Tre e che ho prima ricordato.

Ovviamente nessuno possiede la sfera di cristallo per poter dire sin d'ora se tale obiettivo potrà essere effettivamente raggiunto o meno all'atto dell'esercizio della delega in discorso da parte dell'Esecutivo. Ad ogni modo, per quel poco che può valere la mia modesta opinione, mi sento di concordare con ciò che ho sentito autorevolmente dire nella stessa circostanza dal Prof. Marchetti, secondo il quale ci sono dei momenti – e quello che stiamo vivendo parrebbe essere uno di quei momenti – nei quali un mero aggiornamento del quadro legislativo esistente, per quanto organico, non può considerarsi adeguato. Si deve prendere atto, infatti, che l'attuale assetto regolatorio, in uno con le odierne esigenze di mercato, rende quasi certamente insoddisfacente uno sforzo di unificazione e di armonizzazione di una congerie di disposizioni che si sono sovrapposte l'una all'altra nel corso del tempo non sempre con sufficiente rigore logico (basti solo pensare, a mo' di esempio per tutti, al “pasticciaccio” del rapporto contorto, confuso e pieno di contraddizioni intrinseche tra le nozioni di valore mobiliare, strumento finanziario e prodotto finanziario, dalle molte implicazioni anche pratiche); si impone, invece, il “coraggio” di compiere qualche importante passo ulteriore, come potrebbe utilmente accadere in particolare – è sempre l'opinione del Prof. Marchetti, che riporto e condivido – rilanciando il valore delle clausole generali, seppur ripensandole alla luce di quell'approccio di *soft law* divenuto ormai

familiare nella nostra materia ma soprattutto indispensabile per la duttilità che esso può offrire sul piano del rapporto tra autonomia e eteronomia.

Occorre tuttavia prestare attenzione a non scadere in un formalismo sterile. Se è vero infatti che per opinione comune si avverte un gran bisogno di sistematicità e di organicità, anche per l'ovvia e pacifica convinzione che la certezza del diritto è un alimento fondamentale per una dieta sana ed equilibrata dei mercati finanziari, non è che basti cambiare il nome alle cose perché automaticamente ne muti anche la sostanza. La ragione "tecnica" per la quale anche a chi vi parla pare che in prospettiva sia forse più opportuno avvalersi di un "codice" anziché di un "testo unico" è che le istanze attuali del nostro ordinamento, sia giuridico che economico, non muovono più soltanto nella direzione di convogliare in un contenitore organizzato in modo razionale e il più organico possibile una congerie di svariati provvedimenti legislativi *nazionali* che si sono accavallati e sovrapposti nel corso degli anni, come avvenne a suo tempo con il Testo unico della finanza e prima ancora con quello bancario in un contesto ben diverso da quello dei nostri giorni, ma sollecitano piuttosto a garantire un impianto che, per quanto complesso, sia fondato su alcuni principi generali atti ad andare oltre le note "clausole generali" delle «finalità della vigilanza» che ben conosciamo e che in realtà, come è stato osservato, guardano più al vigilante che all'*agere* dell'impresa vigilata. A mio avviso, uno degli impegni più sfidanti che ci attende nel prossimo futuro risiede proprio nell'esigenza di ristrutturare l'edificio dell'ordinamento finanziario domestico liberandolo da orpelli ridondanti per valorizzare alcune colonne portanti, in parte esistenti e in parte invece e se del caso da erigere *ex novo*, ponendo al centro taluni capisaldi destinati ad orientare nel tempo l'azione di tutti i soggetti coinvolti.

3. Dalla CMU alla SIU: i passi ulteriori a livello eurolunionale

Al recente impulso riformatore a livello nazionale si affianca una ritrovata dinamicità, almeno propositiva, a livello sovranazionale. Sappiamo infatti che nel marzo scorso l'Unione Europea ha, per così dire, "rilanciato" rispetto al proprio obiettivo di una *Capital Markets Union*, proponendo una *Savings and Investments Union* (SIU) in luogo (o ad integrazione) della prima. Almeno ad un primo sguardo, non si

tratta di un *maquillage* formale, come sembra voler lasciare intendere la stessa Presidente della Commissione nel momento in cui ha dichiarato che tra gli obiettivi vi è soprattutto quello di «*trasformare i risparmi privati in investimenti necessari*». A ben vedere, in realtà l'intento è quanto meno duplice, uno esplicito e uno invece forse in parte soltanto sotteso: da un lato, appunto, incentivare lo “svincolo” dei risparmi privati, sin qui significativamente allocati in raccolta bancaria diretta, per direzionarli verso l'investimento “mobiliare” a favore delle imprese, anche nella prospettiva di promuovere l'innovazione di queste ultime; dall'altro, rendere maggiormente appetibili gli investimenti in Europa attraverso una accresciuta competitività di un mercato europeo dei capitali più integrato e con minori barriere interne, così da trattenere l'ingente mole di risparmi accumulata in Europa e magari anche da attrarre l'afflusso di risorse più consistenti da altri continenti. Con una punta di orgoglio nazionale, concediamoci incidentalmente il vanto di dirci che, almeno in una certa misura, gli orientamenti in parola sono figli anche degli stimoli forniti da due italiani, Mario Draghi ed Enrico Letta, grazie ai loro noti contributi sulle prospettive evolutive dell'Unione Europea nel suo insieme.

In questa sede non è certamente il caso di riassumere le linee guida di questo nuovo, o quanto meno ampliato, progetto europeo. Mi limito a ricordare che la *Savings and Investments Union* si dovrebbe sostanziare nella rimozione di barriere fiscali transfrontaliere, nell'introduzione di incentivi patrimoniali a banche e assicurazioni qualora queste investano in settori considerati strategici, nella semplificazione delle regole per l'accesso ai mercati finanziari delle PMI innovative e dunque in una valorizzazione del *venture capital*, nel rilancio delle cartolarizzazioni, “riabilitate” a determinate condizioni dopo la crisi dei *subprime*, nella promozione di conti di risparmio e investimento, il tutto accompagnato anche da iniziative di educazione finanziaria.

In pratica, dunque, le ultime “crisi” si sono dimostrate pure un volano per nuove iniziative politico-legislative, tenendo pertanto fortunatamente fede alla loro accezione etimologica di stimolo al cambiamento. Si tratta peraltro di iniziative che i mercati finanziari europei – sperando davvero che nell'uso di questa locuzione si possa davvero passare presto dal plurale al singolare! – attendono da molto tempo: di qui, appunto, la cennata e tutto sommato imprevista spinta sul

piano delle riforme anche a livello sovranazionale. Si sa, d'altronde, che nella sua storia in ben più di qualche occasione l'Unione Europea ha dato il meglio di sé nelle crisi, e c'è da augurarsi che sia così anche in questi tempi incerti e turbolenti che stiamo attraversando.

4. *Quali impatti sul “sistema Italia”?*

Come dicevo, il nostro convegno intende guardare soprattutto – e per quanto possibile in chiave propositiva – ai riflessi della coppia di iniziative eurounionali CMU-SIU sul contesto italiano.

In particolare, abbiamo pensato di scandire idealmente le nostre considerazioni articolandole in quattro ambiti fondamentali: gli impatti per le imprese, per gli intermediari, per i mercati e per le autorità di vigilanza. A ciascuno di questi profili saranno infatti dedicate, nell'ordine, le quattro sessioni di domani, dopo la prima di carattere introduttivo di oggi e una tavola rotonda in inglese che la seguirà e che vedrà confrontarsi esponenti della Commissione Europea, delle autorità di vigilanza e di diverse associazioni di categoria.

In generale, è chiaro che i nuovi scenari che si vanno delineando, se per un verso possono rendere più gravi alcune arretratezze ataviche nel nostro Paese (ad esempio la capitalizzazione finanziaria rispetto al PIL, che si attesta a meno della metà della media UE, o il livello medio di educazione finanziaria della popolazione), per un altro possono paradossalmente costituire anche dei punti di forza sui quali poter far leva, a partire dal “tesoretto” rappresentato dalla più alta percentuale di risparmio privato in rapporto al PIL (10,8% contro una media nell'Unione del 6,3%).

Seguendo idealmente l'organizzazione dei nostri due giorni di lavoro, mi limito ad una considerazione davvero telegrafica per ciascuna delle quattro aree che saranno oggetto di approfondimento nelle singole sessioni.

Imprese. Abbiamo superato i vent'anni e ci avviciniamo al quarto di secolo dalla riforma del diritto societario. Visto che anche quella iniziativa legislativa si proponeva, tra una pluralità di obiettivi, di promuovere la competitività del nostro ordinamento finanziario in termini di appetibilità delle imprese emittenti titoli in mercati regolamentati, è opportuno chiederci se, e se sì in cosa, si sia peccato in passato, ad esempio sul fronte del “dialogo” tra Codice Civile e Testo

unico della finanza. Detto altrimenti: l'ulteriore riforma che si profila all'orizzonte trova la sua ragion d'essere soltanto nel trascorrere del tempo e nella conseguente presa d'atto che gli scenari imprenditoriali e di mercato di oggi presentano nuove istanze rispetto all'inizio del secolo, oppure essa sconta anche il perdurare di nodi irrisolti, naturalmente nello specifico dell'ordinamento finanziario, che continuano ad ostacolare l'effettiva attrattività degli investimenti in Italia?

Senza volermi addentrare in territori che non mi competono perché propri degli esperti di diritto societario, sarei propenso a ritenere – solo per proporre alcune esemplificazioni volte a favorire il dibattito – che la perdurante mancata revisione dei Capi del Codice Civile dedicati alla disciplina delle società di persone non sia senza effetti sull'attualità e quindi anche sull'appetibilità di questi tipi di società; che l'ampia autonomia statutaria riconosciuta alla s.r.l. abbia portato tanti vantaggi in termini di attrattività di questo modello organizzativo per l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, ma che insieme rappresenti una fonte di remore fondate da parte dei potenziali investitori, dato purtroppo l'uso non sempre adeguato di tale autonomia; che la tripartizione tra società di capitali chiuse, società aperte al mercato del capitale di rischio e società quotate in senso stretto forse abbia più solleticato la riflessione scientifica dei giuristi che assecondato effettive esigenze degli operatori economici, specie in termini di semplificazione del quadro normativo; che l'investitore non professionale resti frenato dall'investimento diretto anziché per il tramite di investitori istituzionali (solo il 5% del totale) anche in ragione del fatto che, se non è particolarmente ferrato in diritto commerciale o in diritto dell'economia, il continuo rinvio tra norme codicistiche e norme del Testo unico, talvolta per affermare le validità delle une o delle altre talaltra invece per sancirne la deroga, lo lascia frastornato, quando invece una diversa tecnica legislativa potrebbe, in tutta probabilità, attenuarne non poco i disagi; e così via.

Quanto poi al Testo unico della finanza, c'è da chiedersi, tra molte altre cose, se il peso così significativo degli investitori istituzionali in termini quantitativi rispetto all'investimento diretto sia oggetto di adeguata considerazione sul piano normativo nelle sue diverse implicazioni, o se non sia opportuno, ad esempio, qualche coordinamento in più tra prima e seconda Parte del D.Lgs. n. 58/1998,

che a me sono sempre sembrate muoversi più secondo una logica di autonomia che di dialogo effettivo.

Intermediari. Per gli intermediari finanziari non bancari, ivi comprese le imprese di assicurazione, la *Capital Markets Union* e la *Savings and Investments Union* dischiudono davanti a sé gli orizzonti di praterie verdi e lussureggianti. Temo non si possa dire la stessa cosa per le imprese bancarie, almeno se si guarda all'attività bancaria in senso stretto, ossia all'intermediazione creditizia tradizionale, tanto più alla luce delle innovazioni normative dell'ultimo decennio che sembrano muovere con una certa decisione verso una progressiva ma rapida erosione della tradizionale riserva di attività a favore delle banche quanto meno sul versante dell'erogazione del credito, come attesta da ultimo anche la recente direttiva (UE) 2024/927, c.d. AIFMD2, in materia di gestione dei fondi di investimento alternativi, ai quali vengono ora consentite forme di finanziamento diretto. Già in occasione del convegno di Napoli dell'ottobre scorso ho avuto modo di evidenziare come, nonostante l'intento iniziale dichiarato di affiancare all'Unione bancaria quella dei mercati dei capitali, nella progressione diacronica dei documenti che hanno segnato l'evoluzione della CMU i riferimenti alle banche siano venuti via via riducendosi fin quasi a sparire, probabilmente anche in relazione all'obiettivo di diversificare le fonti di approvvigionamento di risorse finanziarie da parte delle imprese.

Ciò detto, non sono però affatto convinto che le banche siano avviate inesorabilmente verso il declino della loro centralità. Piuttosto, sempre sul piano della possibile evoluzione del quadro regolatorio, per tantissime ragioni è auspicabile che la riforma del Testo unico della finanza (anzi, la nascita di un nuovo Codice dell'intermediazione finanziaria destinato a sostituirlo) sia accompagnata da una effettiva e adeguata azione di coordinamento con le prescrizioni del Testo unico bancario. Sia a livello sovranazionale che, a valle, a livello nazionale è assolutamente da evitare un approccio a “pacchetti” separati che non tenga in adeguata considerazione le interazioni tra profili intrinsecamente contigui di un ambito della finanza o di un altro, pur naturalmente senza trascurare le specificità di ciascuna categoria di operatori. Anche il legislatore italiano, al pari di quello dell'Unione Europea, è chiamato da un lato a disciplinare in modo uguale situazioni tra loro equiparabili e in modo diverso situazioni che viceversa

manifestano differenze significative, ma dall'altro a tenere altresì conto del tramonto probabilmente definitivo della storica distinzione tra "banca", "finanza" e "assicurazione", divenuta in più casi tanto sfumata sino al punto da apparire talvolta persino evanescente anche per la scesa in campo del quarto nuovo tassello oggi rappresentato dal magmatico mondo del FinTech. Ciò, tra l'altro, pure ai fini di tutela di equilibrate e ragionate condizioni di parità concorrenziale tra i diversi attori del mercato.

Mercati. Come dicono un po' tutti, in un tessuto economico come il nostro, caratterizzato in gran parte da piccole e medie imprese, non possiamo disattendere l'istanza di ampliamento – anzi: di ampliamento significativo – della platea delle imprese emittenti titoli nei mercati regolamentati, senza trascurare che non possiamo nemmeno continuare ad avere un listino così marcatamente dominato dal settore bancario. Occorre ripetere con decisione e senza stancarsi che la materia prima dei mercati finanziari è la fiducia e che la fiducia si alimenta da un lato di correttezza dei comportamenti (da cui anche la necessità di un *enforcement* dei poteri di supervisione che tenga conto delle evoluzioni dell'industria finanziaria costantemente in atto) e dall'altro di conoscenza.

Da quest'ultimo punto di vista, si ripropone ancora una volta il nodo cruciale per il nostro Paese di un adeguato livello di educazione finanziaria, a promozione della quale occorre impietosamente ammettere che, al di là dei facili proclami, si sta facendo ancora troppo poco. E mi permetto di aggiungere che se il proverbiale "uomo della strada" non viene prima educato e orientato all'impiego corrente e consapevole dei tanti strumenti di pagamento oggi a disposizione (per inciso: anche scoraggiando il ricorso al denaro contante, il cui uso ancora così massivo rappresenta per il nostro Paese un *gap* competitivo colpevolmente troppo trascurato), difficilmente costui si lascerà poi convincere a convertire parte dei propri risparmi in investimenti diversi dai titoli del debito pubblico.

Autorità di vigilanza. Se torniamo per un istante con la memoria ad alcuni passati *default* di società quotate e, un po' più recentemente, a talune crisi bancarie, ci sovviene facilmente che specie in occasione di tali vicende l'opinione pubblica ha manifestato chiare istanze di rafforzamento dell'effettività dei poteri di vigilanza assegnati alle autorità competenti. D'altronde, non v'è dubbio che l'affidabilità

dell'azione di supervisione è una componente fondamentale per favorire quel clima di fiducia poc'anzi richiamato.

Personalmente non ho contezza puntuale e aggiornata delle riforme *in fieri* rispetto all'attuale assetto dei poteri di vigilanza delineato dal Testo unico della finanza; pur tuttavia, mi sento di auspicare quanto meno un rafforzamento degli strumenti di vigilanza informativa, ma anche ispettiva, della Consob nei confronti degli emittenti. Centrale sarà poi la revisione dell'apparato sanzionatorio, specie nell'ottica di un superamento dell'approccio c.d. del doppio binario – penale e amministrativo – sin qui seguito con tutte le complesse questioni che ne sono derivate. Almeno su quest'ultimo punto, peraltro, la recentissima legge n. 28 del marzo scorso lascia fortunatamente ben sperare.

È per tutte queste ragioni – ma anche per molte altre e molte di più che non ho avuto né la fantasia, né il tempo a disposizione, né la perizia di richiamare – che, come dicevo all'inizio, il nostro non può più essere considerato un convegno “di chiusura”: è sì posto a conclusione di un progetto di ricerca triennale, ma ci orienta quanto meno ad assumerci l'impegno scientifico di continuare ad approfondire questi temi, magari anche in ulteriori progetti di ricerca che ci vedano nuovamente chiamati a collaborare insieme.