

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 ABBIA 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

La regionalizzazione degli investimenti tra CMU e SIU. Il mercato europeo tra tutele e innovazione tecnologica

SOMMARIO: 1. Introduzione: stato dell'arte e profili di rilievo. – 2. La regionalizzazione degli investimenti nel rinnovato quadro geo-politico. – 3. L'evoluzione del mercato eurounionale e domestico tra globalizzazione e regionalizzazione. – 4. Partecipazione degli investitori e “*democratizzazione della finanza*”. – 5. La centralità della *Product Governance* nel contesto regionale eurounionale e il vantaggio competitivo su scala globale. – 6. Segue: Dalla profilazione del cliente alla profilatura algoritmica. – 7. Strategie regolatorie e processi tecnologicamente avanzati. – 8. Conclusioni.

1. Introduzione: stato dell'arte e profili di rilievo

La configurazione attuale dei mercati dei capitali europei evidenzia una frammentazione strutturale che ha prodotto un divario competitivo rispetto alle principali aree economiche concorrenti all'UE. In particolare, a tale frammentazione corrisponde, insieme ad altri fattori, una inefficiente allocazione dell'ingente risparmio domestico, che ha penalizzato le attività più innovative e profittevoli e contribuito a tassi di crescita bassi, produttività stagnante e scarsa capacità di *scale-up* delle imprese nei settori strategici.

Il quadro critico sinteticamente annotato¹ impone un ripensamento complessivo delle politiche unionali delineato, in ultimo, da autorevoli interventi di *policy* che, tra l'altro, collocono la finanza al servizio dell'economia reale, puntando a convogliare capitali originati dalle economie degli Stati membri su progetti europei, anche sposando una rinnovata logica di partenariato pubblico-privato².

¹ Per uno studio dei temi indicati, v. anche, di recente, AA. VV., *L'Europa e il diritto delle imprese. A che punto è la notte?*, in *Analisi giuridica dell'economia*, M. CERA, G.D. MOSCO e F. VELLA (a cura di), 2025, 1 ss.

² Si considerino i rapporti Draghi e Letta e il dibattito che hanno generato. Il “Rapporto sul futuro della competitività europea” di Mario Draghi (c.d. Rapporto Draghi) e quello di Enrico Letta “*Much more than a market*” (c.d. Rapporto Letta), in particolare quanto al tema della semplificazione delle regole. Entrambi, pur enfatizzando l'importanza della qualità della regolazione per la competitività dell'Unione europea, hanno evidenziato la necessità di “snellire l'*acquis*”, pur mantenendo gli standard di sicurezza e sostenibilità necessari. Il Rapporto Draghi

In questo contesto, l'evoluzione dalla *Capital Markets Union* (CMU) alla *Savings and Investments Union* (SIU)³ riveste importanza decisiva, venendo prospettata un'agenda che, oltre a concentrarsi su profili di necessaria integrazione normativa e opportuna semplificazione, mira a rafforzare l'autonomia finanziaria dell'Unione, rimuovere barriere interne e incanalare il risparmio verso investimenti produttivi a beneficio di cittadini e imprese⁴.

individua nello specifico (paragrafo “Semplificare le norme”, pagina 30 della traduzione in italiano del rapporto qui reperibile: <https://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/AT033.pdf>) i principali ostacoli regolamentari che le aziende europee devono affrontare in relazione al crescente peso della normative: «conformarsi all'accumulo o alle frequenti modifiche apportate alla normative UE nel corso del tempo; affrontare un onere aggiuntivo a causa del recepimento nazionale, ad es. quando gli Stati membri “sovraregolamentano” la normative dell'UE (c.d. *gold plating*) o attuano norme con requisiti e standard divergenti da un Paese all'altro; sopportare nel caso delle PMI e delle piccole imprese a media capitalizzazione un onere proporzionalmente maggiore rispetto alle aziende più grandi». Per un approfondimento si rinvia a G. MOCAVINI, *I rapporti Letta e Draghi sul futuro del mercato unico e sulla competitività europea*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, 2024, 4, 1313 ss.; M. COCCONI, *L'Unione europea ad un bivio sul futuro del mercato unico e della competitività europea*, in *Federalismi.it*, 2025, 4, 144 ss.

³ Sulla *Savings and Investments Union* v., in ultimo, C. DI NOIA, *Savings and Investments Union e concorrenza nei mercati dei capitali internazionali*, in *L'Europa e il diritto delle imprese. A che punto è la notte?*, in *Analisi giuridica dell'economia*, M. CERA, G. D. MOSCO e F. VELLA (a cura di), 2025, II, 399 ss.; e F. RIGANTI, *Previdenza complementare, sostenibilità e Savings and Investments Union*, in questa *Rivista*, 2025, III, 473 ss.

⁴ Il cambio degli obiettivi dell'integrazione europea (dalla *Capital Markets Union* nel 2015, mai realizzata, alla *Savings and Investments Union* nel 2024) consegue anche al riconoscimento del fatto che la rivoluzione tecnologica è il *driver* del cambiamento. In sintesi, con l'Unione dei Mercati dei Capitali (EMU, 2015) le istituzioni europee intendevano creare un mercato unico per i capitali, diversificando le fonti di finanziamento e riducendo la dipendenza dal finanziamento bancario. I principali strumenti erano: 1. punto di Accesso Unico Europeo (ESAP); 2. disposizioni sul registro consolidato; 3. riforme delle norme sui mercati azionari; 4. misure di rilancio della cartolarizzazione. La Unione di Risparmio e Investimenti (SIU, 2024) rappresenta un cambiamento di paradigma, e pone i cittadini e i loro risparmi al centro della strategia di integrazione, sulla base di quattro pilastri strategici: 1. Cittadini e Risparmio – Conti di Risparmio UE con vantaggi fiscali. 2. Investimenti e Finanziamenti – Miglioramento dell'accesso al capitale per l'innovazione. 3. Integrazione e scala – Consolidamento del mercato e liquidità. 4. Supervisione efficiente – Processi snelli e poteri delle ESAs potenziati.

In questa prospettiva, assumono rilievo profili “nuovi”, quale è quello della difesa: si noti, in merito, che il riarmo dell’Unione⁵ – considerato necessario, quantomeno in ottica di sopravvivenza dell’UE – non può gravare esclusivamente su un debito pubblico già in affanno a causa di diverse variabili di stampo economico richiedendo, di contro, anche il concorso di risorse private.

Il tema è di vertice, insistendo su uno scenario più ampio e in cui la “sicurezza economica” dialoga direttamente con quella militare e con le esigenze della “difesa”, così come peraltro dimostrato dalla recente riforma italiana sul cd. “golden power” del marzo 2026, che codifica i più recenti arresti giurisprudenziali, europei e nazionali⁶, in tema raggiunti.

2. La regionalizzazione degli investimenti nel rinnovato quadro geopolitico

Tenendo presente le annotazioni poc’anzi esposte, le traiettorie regolamentari dell’Unione europea si muovono oggi con il chiaro obiettivo di incentivare la partecipazione massiva dei privati al mercato

⁵ Cfr. in argomento anche COMMISSIONE EUROPEA, *Preservare la pace — Tabella di marcia sulla prontezza alla difesa per il 2030, 2025*, qui reperibile: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_25_2396.

⁶ Si vedano sul punto: F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti diretti esteri e il golden power italiano*, in *Eurojus*, 2026, I, 168 ss., e gli interventi pubblicati nei *Dialoghi di Diritto dell’Economia*, supp. 2025, e in particolare: A. MAGLIARI, *Il golden power tra ampliamento del campo di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale?*, 1 ss.; R. LENER, R. MAGLIANO, *Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudenziale*, 23 ss.; A. SACCO GINEVRI, L. SCIPIONE, *Golden Power, mercati finanziari e Unione dei mercati dei capitali (CMU)*, 49 ss.; G. MONTEDORO, *Il Golden power fra globalizzazione e deglobalizzazione, negli orientamenti della Commissione e nella giurisprudenza del Consiglio di Stato e dei giudici amministrativi*, 57 ss.; D. ROSSANO, M. PIGNATTI, *Golden Power e controllo degli investimenti esteri diretti: verso un sistema europeo di screening coordinato*, 81 ss.; F. PETROSINO, *L’ampliamento dell’ambito soggettivo: operazioni domestiche, controllo di fatto e nozione funzionale di “investitore estero”*, 111 ss. Con specifico riferimento al settore bancario, v. poi F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal «governo» delle banche al governo nelle banche?*, in *Banca imp. soc.*, 2022, I, 105 ss.

dei capitali. Risultato, questo, in via di ipotesi realizzabile attraverso la previsione di un doppio binario, capace per un verso di assicurare rendimenti congrui al rischio e, per l'altro verso, di offrire agli investitori – *retail, in primis*⁷ – strumenti chiari e semplici, innanzitutto di stampo informativo e educativo e, come tali, incentivanti la partecipazione al mercato⁸. In altri termini, strumenti capaci di rendere i mercati più accessibili, semplificati (ma non eccessivamente deregolamentati) e allineati alle aspirazioni finanziarie dei cittadini, con prodotti chiari ed efficienti, e con un'attenzione seriamente rivolta al tema dell'educazione finanziaria, con correlati benefici di lungo periodo (dalla sicurezza finanziaria alla formazione, fino alla pensione).

Lo sviluppo delle strutture europee nei termini menzionati, oltretutto economicamente necessario – val la pena ricordare, infatti, che pure le scelte di politica commerciale e la centralità dei grandi gestori extra-UE nella gestione del risparmio europeo accentuano l'urgenza di soluzioni capaci di preservare la sicurezza economica del “vecchio continente” – offre l'occasione per interrogarsi circa la possibilità di ridisegnare il *framework* normativo unionale dettato in tema di mercato finanziario⁹. In questa direzione rileva, in quanto di particolare interesse, il progetto della *Savings and Investments Union*¹⁰.

⁷ A tal fine, per un mercato più dinamico sarebbe utile anche una classificazione della clientela più articolata, in grado di ridurre oneri amministrativi e ampliare l'accesso a categorie di investitori informati.

⁸ In argomento v. di recente L. SABELLI, *Gli obblighi di informazione nella Capital Markets Union: verso la fiducia dell'investitore?*, in *L'Europa e il diritto delle imprese. A che punto è la notte?*, in *Analisi giuridica dell'economia*, M. CERA, G D. MOSCO e F. VELLA (a cura di), 2025, II, 595 ss.

⁹ Sul punto v. F. ANNUNZIATA, *Unione europea e disciplina del mercato finanziario: uno sguardo d'insieme*, in *L'Europa e il diritto delle imprese. A che punto è la notte?*, in *Analisi giuridica dell'economia*, M. CERA, G D. MOSCO e F. VELLA (a cura di), 2025, II, 507 ss.; e A. TUCCI, *Il diritto del mercato finanziario europeo: armonizzazione massima e persistenti disarmonie*, ivi, 667 ss.

¹⁰ Sul tema, cfr. C. DI NOIA, *Savings and Investments Union e concorrenza nei mercati dei capitali internazionali*, cit.; F. RIGANTI, *Previdenza complementare, sostenibilità e Savings and Investments Union*, cit.; e A. GUCCIONE, F. VELLA, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della Savings and Investments Union*, in *L'Europa e il diritto delle imprese. A che punto è la notte?*, in *Analisi giuridica dell'economia*, M. CERA, G D. MOSCO e F. VELLA (a cura di), 2025, II, 407 ss.

La SIU è definita a livello eurounionale quale “*fattore abilitante orizzontale*”, capace di creare “*un ecosistema di finanziamento a beneficio degli investimenti negli obiettivi strategici dell'UE*”¹¹, in un quadro profondamente problematico e nel quale le sfide attuali – cambiamento climatico, tecnologico e demografico¹² – richiedono investimenti significativi. Investimenti che, secondo le stime del citato Rapporto Draghi, ammontano a 750-800 miliardi di euro all'anno entro il 2030 e che sono ulteriormente influenzati dall'aumento delle esigenze in materia di difesa¹³, così come dagli andamenti del mercato, con particolare interesse per le piccole e medie imprese europee.

La corretta implementazione della *Savings and Investments Union* risponde a esigenze di sistema e, più nello specifico, mira a canalizzare il risparmio europeo in modo efficiente e anche alternativo ai più classici schemi di deposito bancario; con ciò proponendo gli estremi di un contesto nuovo e in cui, a partire dall'attenzione riservata ai temi assicurativi e soprattutto previdenziali¹⁴, la partecipazione economica dei cittadini attraverso il proprio risparmio diventa chiave di volta del sistema produttivo.

In questi termini, il “*cambio di registro*” e, così, lo spostamento dell'attenzione dall'Unione dei capitali all'Unione del risparmio e degli investimenti – passaggio che, non a caso, trova impulso a seguito dei dazi, prima minacciati e poi imposti dagli Stati Uniti al resto del mondo, tra cui molti paesi dell'Unione europea¹⁵ – riveste anche una finalità acceleratoria dello sviluppo e della resilienza dei mercati. Nello specifico esso comporta un doppio effetto: (i) contribuire a realizzare un'autentica unione dei capitali, convogliando direttamente gli

¹¹ Cfr., per un'analisi, https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/savings-and-investments-union_en?prefLang=it&etrans=it.

¹² In tema, di recente, v. di interesse anche S. LANDINI E G. LUCHENA (a cura di), *Ageing e longevity risk: itinerari di diritto dell'economia*, , Bari, 2026.

¹³ Così il Rapporto Draghi, *cit.*, 63.

¹⁴ Per un'analisi dei quali cfr. F. RIGANTI, *Fondi pensione. Impresa, mercato e sostenibilità*, Torino, 2025.

¹⁵ Si noti infatti che, considerati i flussi economici globali, e il fatto che negli ultimi trent'anni la produzione negli Stati Uniti è scesa in modo considerevole, mentre è cresciuto il ruolo centrale degli Stati Uniti come luogo principale d'elezione degli investimenti (anche europei), la vera risposta ai dazi non è imporre agli Stati Uniti dazi equivalenti, ma creare condizioni di mercato che rendano più accessibile e favorevole ai risparmiatori europei l'investimento in Europa.

investimenti europei sull'industria europea; in tal modo (ii) riconoscere che la regionalizzazione della globalizzazione — già visibile nelle catene del valore — implica anche una fisiologica, e per molti versi necessaria, regionalizzazione dei flussi di investimento.

3. L'evoluzione del mercato eurounionale e domestico tra globalizzazione e regionalizzazione

L'attenzione all'ordinamento finanziario, nella prospettiva del mercato unico dei capitali e dell'Unione del risparmio e degli investimenti, impone di tenere insieme livello europeo e domestico. Entrambi vanno declinati nell'ottica dell'evoluzione dei mercati – e, così, della regolazione – dal piano globale a quello regionale, secondo una parabola che, da un lato, richiede una maggiore integrazione tra Stati membri e, dall'altro lato, pone l'accento sulla necessità di rielaborare il contesto UE nel suo complesso nell'ottica della competizione tra ordinamenti.

Nondimeno, la medesima attenzione ai temi finanziari “*regionali*” non deve far dimenticare le specificità (economiche, giuridiche, sociali e culturali) dei singoli ordinamenti, che assumono rilevanza ancor più centrale per la corretta previsione e implementazione di regole in ultima analisi indirizzate, come visto, a incentivare i mercati e tutelare i cittadini.

In questo senso, si noti – a titolo di inquadramento generale – che le economie dell'Unione non risultano perfettamente allineate, quanto piuttosto (almeno potenzialmente) complementari.

Con riferimento all'ordinamento domestico interno, “*lavorare*” sulla finanza, anche in chiave di progressiva armonizzazione, implica di ragionare sulle strategie di crescita industriale e sulla competitività di un sistema Paese che (diversamente da altri Stati membri), deve innanzitutto rafforzare la fiducia nel (e del) tessuto imprenditoriale, anche attraverso la predisposizione di meccanismi efficienti per quanto riguarda la crisi di impresa e la “*giustizia*”.

I passaggi in ultimo indicati costituiscono il “*livello minimo*” da garantire per affermare una stagione nella quale risulterebbe possibile sviluppare un mercato industriale competitivo e dialogante con la finanza.

Un mercato in relazione al quale, peraltro, per un verso, si sono già

mosse numerose e ambiziose iniziative europee, quali il “*Chips Act*” (che ha fatto convergere investimenti sull’industria europea dei microprocessori¹⁶) e, il piano strategico per il settore aerospaziale e per quello della difesa (ReArmEU/SAFEEU)¹⁷. Per l’altro verso, anche le iniziative domestiche in tema di riforma del mercato finanziario paiono trovare oggi nuovo vigore, nonché offrire una spinta mirata per reagire al preoccupante fenomeno di *delisting* e favorire la crescita delle PMI, pur entro condizioni operative complesse che impongono di non perdere di vista l’obiettivo e, al contempo, di accelerare dove possibile. Si tratta, evidentemente, di profili tra loro molto diversi, e con un diverso coefficiente di difficoltà di realizzazione.

Quanto appena affermato conduce, altresì, a interrogarsi, con maggiore attenzione, su un fronte regolatorio in merito al quale è opportuno offrire qualche ulteriore considerazione mirata.

Come noto, la stratificazione normativa maturata a seguito delle crisi globali e degli episodi di “*risparmio tradito*” ha prodotto un impianto complesso e oneroso, da cui l’attuale esigenza di semplificazione: l’approccio “minimalista” del “*less is more*”¹⁸ – negli ultimi tempi assai

¹⁶ Il Regolamento (UE) 2023/1781 del Parlamento europeo e del Consiglio (*Chips Act*), ha numerosi strumenti operativi (*Chips Joint Undertaking* – partenariato pubblico-privato; centri di competenza europei per formazione e supporto alle imprese; piattaforme di *design* e *pilot lines* per prototipazione e test) per la gestione di circa 43 miliardi € (3,3 miliardi € dal bilancio UE – *Horizon Europe* + *Digital Europe* e altre risorse da Stati membri e investimenti privati).

¹⁷ *ReArm Europe / Readiness 2030* è un piano strategico della Commissione europea per aumentare la spesa e la capacità industriale di difesa dell’UE, e si fonda su una Comunicazione della Commissione europea (*ReArm Europe/Readiness 2030* (2025) e sulle Conclusioni del Consiglio europeo del 6 marzo 2025. A questo si aggiunge (e sostituisce, in parte) il Regolamento (UE) 2025/1106 del Consiglio del 27 maggio 2025 che istituisce lo strumento di azione per la sicurezza dell’Europa (SAFE), che crea uno strumento finanziario UE da circa 150 miliardi € sotto forma di prestiti agli Stati membri per investimenti nella difesa e appalti congiunti.

¹⁸ Come noto, l’argomento è particolarmente importante. In materia cfr. D.A. ZETZSCHE, *The Case for Targeted Deregulation of Finance*, in *FutureFinTech Working Paper Series No.2024-05*, 2025, reperibile in www.ssrn.com; e F. ANNUNZIATA, *EU Capital Markets Law and the Claim for “Simplification”*. *Suggestions for a Possible Legal Methodology*, in *European Company and Financial Law Review*, 2026, 22(5-6), 597 ss. Si veda, altresì, AA. VV., *Less is more. Proposals to simplify and improve European rule-making in the financial services sector*, 10 febbraio 2025, consultabile su ww.ebf.eu; e il report EBI, *Report on Simplification of EU Financial Law*, reperibile su ww.ebi-europa.eu.

apprezzato – invita quindi a recuperare una regolazione per principi, rafforzare la supervisione unica e, insieme, valorizzare il ruolo delle autorità nazionali nella fase ascendente di produzione delle regole, specie di *soft law*, in costante dialogo con il mercato e in una dimensione regionale unionale.

Il nuovo approccio al tema normativo identifica pertanto, in particolare, l'*over-regulation* in termini di eccessiva complessità e sovrapposizione degli oneri e, così, in costi di *compliance* e in rischi sanzionatori che, nel loro insieme, paiono capaci, da un lato, di precludere l'ingresso sul mercato di operatori innovativi e, dall'altro lato, di contribuire al citato problema di *delisting*, con correlata riduzione della capacità del mercato di finanziare la crescita. Le norme, in questo senso, giocano un ruolo chiave e, attraverso l'identificazione di un delicato punto di incontro tra semplificazione e *fast-track deregulation*, divengono uno degli elementi chiave di un sistema maggiormente attrattivo per gli investitori.

4. *Partecipazione degli investitori e “democratizzazione della finanza”*

La partecipazione degli investitori, in particolare *retail*, agli scambi finanziari rappresenta un tassello ulteriore dello sviluppo del mercato dei capitali europeo e dell'Unione dei risparmi e degli investimenti. Il “*flusso*” di investimenti garantito da una tale, ampia, partecipazione al mercato è, infatti, elemento chiave del finanziamento alle PMI, anche nell'ottica di un progressivo e auspicato (quantomeno in chiave di *risk diversification*) allontanamento dal settore bancario.

Anche quest'ultimo profilo impone, in verità, di rapportarsi al quadro di riferimento regionale, come composto dai singoli ordinamenti domestici. Ordinamenti, come noto e già anticipato, tra loro non perfettamente allineati in quanto a partecipazione al mercato finanziario e distribuzione di strumenti, prodotti e risorse.

In merito, si può ad esempio notare che, allo stato attuale, il mercato italiano permane strutturalmente conservativo, con forte preferenza per obbligazioni e titoli di Stato. La quota di *asset* in gestione attribuibile agli investitori *retail* – come anticipato, particolarmente importante per le finalità eurounionali di crescita e tutela – rimane contenuta e la diffusione dell'educazione finanziaria resta modesta, mentre la partecipazione ai fondi pensione è debole, nonostante l'aumento della

longevità renda tali strumenti sempre più essenziali¹⁹. Questi elementi suggeriscono di procedere adottando alcune strategie di *policy*, che siano in grado di condurre a un contesto regolatorio maggiormente performante.

Rinviando al paragrafo che segue il profilo delle regole, e rimanendo così su questioni di stampo generale, è innanzitutto evidente la necessità – già anticipata – di indirizzare ingenti risorse a favore dell’alfabetizzazione finanziaria, al fine di consentire una pianificazione (finanziaria) che venga seriamente ad adattarsi alle esigenze poste dall’allungamento della vita media e dalla correlata richiesta di strategie di lungo periodo, che siano flessibili e orientate a obiettivi reali – previdenza e salute –, oltretutto accompagnate da misure di incentivo.

Al contempo, una seria opera “*edufin*” consentirebbe agli investitori tutti (non solo a quelli istituzionali, che già dispongono di una tale preparazione) (i) di rapportarsi, con cognizione, alla digitalizzazione che sta trasformando l’industria (e, dunque, gli investimenti), dall’automazione delle strategie, all’uso dell’intelligenza artificiale generativa; (ii) di muoversi con attenzione all’interno di un mercato dove già si intravedono nuove generazioni di clienti che preferiscono esperienze fluide, multicanale e personalizzate, mentre i meno giovani mantengono una preferenza per canali tradizionali e filiali fisiche, in un contesto di crescente consapevolezza ESG e di nuove abitudini di spesa e risparmio²⁰. Un mercato in cui prendono piede modelli più snelli, digitali, scalabili e proattivi, e si riscontra la correlata esigenza di distribuire prodotti distintivi e competitivi, così come la necessità di realizzare sistemi (magari *AI based*) di consulenza patrimoniale evoluta e non convenzionale, capaci di rapportarsi anche al complesso tema dei passaggi generazionali dei patrimoni e agli *asset* alternativi.

Va detto che, al di là di prospettive future, resta fermo il principio di

¹⁹ Sul punto, v. F. RIGANTI, *Fondi pensione. Impresa, mercato e sostenibilità*, op. cit.

²⁰ In argomento cfr. anche P. M. FERRARESI, G. PERNAGALLO, G. RUSSO e G. VITALI, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2025. La Silver Age e il risparmio: welfare familiare, protezione e nuovi orizzonti*, 2025, reperibile in www.centroeinaudi.it. Quanto al fronte degli investimenti v., *ex multis*, M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. Soc.*, 2021, 5-6, 1253 ss.

base che vede ogni investimento essere, per definizione, un'operazione rischiosa.

Un tale principio tuttavia può, e deve, essere per certi aspetti “*smussato*” dalla consapevolezza – altrettanto importante – circa l'importanza di quegli adeguati presidi di *governance*, che oggi consentono di perseguire rendimenti più elevati, in coerenza con gli obiettivi individuali. In questa direzione, si noti che, ad esempio, il Regolamento ELTIF 2.0²¹ ha introdotto un accesso semplificato al *retail*, collocando tali fondi – non “*sicuri*” quanto i titoli di Stato ma coerenti con l'ottica SIU – tra gli strumenti idonei a orientare il risparmio verso progetti europei con presidi adeguati.

Parallelamente, il mercato segnala tendenze complementari: la crescita degli ETF, tanto passivi quanto attivi, sostenuta da costi contenuti, trasparenza, innovazione tematica e contesto regolatorio favorevole; l'accesso ampliato ai mercati privati tramite la *tokenizzazione*, che fraziona investimenti un tempo riservati a investitori istituzionali e introduce un profilo di “*democratizzazione*” che, però, esige nuove forme di tutela, informazione chiara e un livello più elevato di alfabetizzazione.

In un tale quadro, proprio la cosiddetta “*democratizzazione della finanza*”, in parte sostenuta dall'evoluzione tecnologica ma fin qui più teorica che reale, ha contribuito a produrre un sistema frammentato che tenta, allo stato, di bilanciare iniziativa economica e tutela del risparmio, efficienza dei mercati e protezione degli investitori, tramite una stratificazione di regole che però ha reso il mercato europeo degli investimenti meno attraente e più costoso. Problema, questo, in merito al quale efficaci strategie regolatorie, correttamente implementate, parrebbero in grado di fornire adeguata soluzione.

²¹ Trattasi del Regolamento (UE) 2023/606 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 marzo 2023 che modifica il Regolamento (UE) 2015/760 per quanto riguarda gli obblighi relativi alle politiche di investimento e alle condizioni di esercizio dei fondi di investimento europei a lungo termine e il novero delle attività di investimento ammissibili, gli obblighi in materia di composizione e diversificazione del portafoglio e l'assunzione in prestito di liquidità e altre norme sui fondi.

5. La centralità della Product Governance nel contesto regionale eurounionale e il vantaggio competitivo su scala globale

Se, per un verso, una finanza maggiormente democratizzata può senza dubbio alcuno ispirare reazioni positive (quantomeno per la maggiore condivisione che una tale impostazione potrebbe garantire), per l'altro verso la spinta verso strutture asseritamente più democratiche implica di ragionare, con attenzione, sulla corretta individuazione di soluzioni operative che, in ogni caso, devono assicurare un adeguato grado di tutela, anche attraverso una seria opera di classificazione della clientela.

In questi termini, la condivisibile constatazione – fin quasi evidente anche ai non addetti ai lavori – secondo la quale “*non tutti i prodotti sono per tutti*”, conduce quindi a impostare un sistema indirizzato a garantire, sul versante *ex ante*, l'attenta selezione dei “prodotti” offerti sul mercato, e ad assicurare, sul versante *ex post*, e cioè a valle, un'offerta ampia e variegata di soluzioni a favore dei consumatori, capace di indirizzarne le scelte.

Tecnologia avanzata, *big data* e intelligenza artificiale possono senza dubbio concorrere a rendere questo processo più efficiente e controllabile, nel quadro più ampio di un'evoluzione regionale della disciplina dei mercati e di uno scenario eurounionale maggiormente competitivo a livello globale.

Alla luce dei mutamenti delineati e della crescente rilevanza dei mercati privati, così come delle altre sfide alle quali la SIU vuole dare risposta (frammentazione dei mercati, utilizzo efficiente del risparmio, regole più semplici, ecc.), si conferma pertanto la necessità di un serio cambio di paradigma che, libero da preconcetti, sia in grado di rapportarsi in modo efficiente con gli investitori tutti, secondo un approccio “*sano e prudente*”²² al mercato, alle sue strutture e agli scambi relativi²³.

²² Sulla “sana e prudente” gestione v., ex multis, F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 2, 131 ss.

²³ Qualche cenno si trova in M. RABITTI, *Gli intermediari finanziari nel contesto attuale dei mercati finanziari: considerazioni “minime” introduttive*, in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, A. SACCO GINEVRI (a cura di), Milano, 2025, 155 ss.

Ecco dunque che, in tali termini declinato, il nuovo *framework* che dovrebbe orientare le strategie regolamentari pare dunque maggiormente incentivato ad abbandonare l'idea di una “*democratizzazione*” astratta – che promette accesso ampio a quasi ogni prodotto per poi affidare al test di adeguatezza l'abbinamento *ex post* cliente-prodotto – per adottare un *modus operandi* funzionale all'efficienza. Efficienza che, a ben vedere, può essere perseguita anche mediante strumenti già noti alla disciplina dei mercati finanziari, sempre più orientati ad offrire ai clienti prodotti *fit for purpose*, secondo una logica più attenta a soddisfarne l'interesse.

In particolare, la via da percorrere parrebbe infatti essere già tracciata da una *Product Governance*²⁴ che, a ben vedere, risulterebbe idonea a superare i limiti strutturali e operativi del citato test di adeguatezza²⁵, in quanto capace di offrire maggiori possibilità agli operatori, richiedendo a monte *design* di prodotti competitivi, *clusterizzazione* di tali prodotti e della clientela, definizione non formale del *target market* e adozione di strumenti di profilazione algoritmica, inclusa l'*AI* generativa.

La concreta capacità della POG di divenire “*motore*” della disciplina finanziaria – in un'ottica quindi distintiva del contesto regionale eurounioniale, anche rispetto ad altri sistemi concorrenti e meno attenti ai profili in discussione – nonché leva di crescita, dipende tuttavia anche

²⁴ In tema di POG cfr., *ex multis*, F. GRECO, *Dall'informazione precontrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli di controllo*, in questa *Rivista*, 2017, 25, 10 ss.; E. GALANTI, *La “Product Oversight Governance” (POG) tra “marketing” e sana e prudente gestione*, in *Diritto dei mercati finanziari e assicurativi*, 2017, 359 ss.; G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 4, 566 s.; P. MARANO, *La Product oversight and governance tra innovazione europea e divergenze parallele italiane*, in *Assicurazioni*, 2017, 211 ss.; e F. PETROSINO, *Le regole di product governance nei mercati finanziari*, Torino, 2024; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2016, 1, 1 ss.

²⁵ L'impressione è che ormai il test di adeguatezza sia “obsoleto”. Questa considerazione sembra confortata dall'evidenza empirica. Cfr. in questo senso F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, e P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, in *Discussion Paper Consob*, Roma, 2022, 11.

da fattori esterni, quale è quello regolamentare e, così, dalla capacità di risolvere alcune “*questioni pendenti*”, di natura terminologica e concettuale, prima ancora che operativa.

6. *Segue: Dalla profilazione del cliente alla profilatura algoritmica*

In questi termini, giova quindi introdurre una distinzione importante, che chiarisce e rafforza l’impianto definitorio e nozionale della regolamentazione finanziaria: “*profilazione*” e “*profilatura*” non sono sinonimi e come elementi diversi e distinti, sebbene potenzialmente dialoganti (anche grazie alla citata evoluzione tecnologica), vanno considerati.

Infatti, la profilazione, definita in positivo dall’articolo 4 del GDPR e richiamata anche dall’*AI Act*, consiste nella raccolta, analisi ed elaborazione di dati personali per creare profili e segmentare la clientela in gruppi omogenei, perseguendo finalità commerciali; quando effettuata tramite *AI*, l’ampiezza dei dati comportamentali e la capacità di inferenza consentono una targetizzazione più precisa con livelli di granularità variabili ed alto livello di precisione.

La profilatura, invece, riguarda il singolo cliente e si realizza attraverso il noto questionario “dialogico” tra intermediario e cliente (eventualmente e sempre più anche tramite *robo-advisor*), rientrando nelle regole MiFID II, di impatto sul tema della *suitability*. Nel caso in ultimo indicato, l’accuratezza è qualitativa e riferita alla posizione individuale, anche quando diverga dai criteri statistici.

Le due nozioni, pertanto, non si pongono in rapporto di specificazione: differiscono per finalità, giacché la profilazione serve la strategia commerciale, mentre la profilatura risponde a esigenze di *compliance* e tutela.

Muovendo da tale distinzione, la domanda – già discussa in dottrina – è se oggi sia legittimo ed efficiente effettuare la profilatura “MiFID” secondo il modello generale della profilazione, anziché tramite il questionario tradizionale²⁶, peraltro negli ultimi anni anche accompagnato dalle, non sempre chiare, “*preferenze di sostenibilità*”.

²⁶ Su questo tema si veda la compiuta analisi condotta da M. DE MARI, *La profilatura finanziaria algoritmica*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 135 ss. e spec. 155.

La risposta, che si condivide, è positiva: i dati richiesti dalla normativa MiFID sono inferibili tramite sistemi di *AI*, in particolare generativa, che riducono comportamenti opportunistici e reticenze spesso legati a scarsa educazione finanziaria e consentono una valutazione del rischio più completa e oggettiva.

Si noti che questa oggettività non esclude, ma forse finanche rafforza, il ruolo del consulente²⁷, che rimane centrale per confermare e validare le informazioni raccolte, anche mediante monitoraggi *ex post* supportati da *AI* con domande di verifica rivolte al cliente: una sorta di *auto-assessment* del funzionamento degli algoritmi con supervisione umana, che recupera la dimensione qualitativa necessaria ad una consulenza che, per definizione, rimane personalizzata.

7. Strategie regolatorie e processi tecnologicamente avanzati

I temi in ultimo sollevati rivestono particolare centralità tanto per la disciplina finanziaria intesa in senso stretto, quanto per un profilo più ampio, e relativo al rapporto tra regole del mercato e innovazione tecnologica. Argomento, quest'ultimo, in relazione al quale è necessario offrire alcune altre considerazioni sintetiche ma mirate.

Dal punto di vista giuridico, l'impianto MiFID è tecnologicamente neutrale, peraltro non ponendo gli interventi recenti preclusioni all'uso dell'*AI*²⁸; tuttavia, l'adozione di tali strumenti di intelligenza artificiale senza dubbio introduce nuovi rischi e impone oggi dunque di spostare

²⁷ Infatti, la consulenza deve funzionare come momento qualificante dell'attività degli intermediari e come valore aggiunto rispetto alle piattaforme: se la profilazione della clientela e quella dei prodotti sono svolte a monte con robustezza metodologica, il servizio di consulenza può essere realmente su misura, con la tecnologia in funzione di co-pilota e con baricentro sulla qualità delle raccomandazioni. In tale ottica, una profilatura robusta – non l'attuale test di adeguatezza nella sua forma burocratizzata – e la selezione delle piattaforme costituiscono contenuti propri della consulenza. In generale, a prescindere dal ricorso alle tecnologie, sottolinea il ruolo sempre più strategico della consulenza finanziaria nel contesto del risparmio intermedio, F. ANNUNZIATA, *Le offerte al pubblico di prodotti finanziari e il prospetto informativo. Un totem della Capital Markets Regulation (da riconsiderare?)* in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, A. SACCO GINEVRI (a cura di), Milano, 2025, 109 ss.

²⁸ Sull'utilizzo di strumenti tecnologicamente avanzati sul mercato v. già M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in questa *Rivista*, 2023, 1, 175 ss.

il *focus* dal “*se*” al “*come*” l’uso dell’*AI* incida sull’assetto delle tutele predisposto dalla *Markets in Financial Instruments Directive* (e non solo).

Calato in questi termini, il rapporto tra “*segmenti*” diversi della regolazione conduce pertanto a evidenti complessità, derivanti dall’intreccio tra normative orizzontali (*AI Act*, GDPR, iniziative sul *digital fairness*) e verticali (MiFID, IDD), in un sistema sempre più multilivello, all’interno del quale, tuttavia, già sono rinvenibili strumenti di tutela rafforzata, quali ad esempio: trasparenza sull’uso dell’*AI*, spiegabilità, diritto all’intervento umano, principi di pertinenza e non eccedenza dei dati, e una *compliance* rafforzata per garantire coerenza nelle valutazioni di adeguatezza automatizzata²⁹.

Se da un punto di vista “*micro*”, l’evoluzione tecnologica pone quindi questioni di vertice, dal punto di vista “*macro*” non vanno peraltro taciuti i rischi sistemici, già sottoposti all’attenzione delle autorità europee: discriminazioni e *bias*, anche indiretti, dovuti all’opacità di alcuni modelli e all’uso di variabili *proxy*; prezzi iniqui mediante differenziazioni non proporzionate al rischio effettivo, con fenomeni di “*price walking*” che penalizzano la clientela fedele in sede di rinnovo; *lock-in* contrattuali, dove l’impossibilità di trasferire la propria “*storia comportamentale*” tra operatori riduce la mobilità dei clienti, per citarne alcuni. Tali profili suggeriscono l’adozione di presidi *tali* *made* di *data governance*, che siano capaci di rilevare e mitigare i citati *bias*, documentare finalità, portata e logica degli algoritmi, e rendicontare gli esiti con metriche verificabili.

Si noti che le questioni derivanti dal rapporto tra strategie regolatorie e processi tecnologicamente avanzati non si esaurisce, inoltre, con le questioni critiche indicate, rimanendo in controluce un tema di principio, particolarmente “*sfidante*” e di rilevanza operativa: la posizione de cliente, soprattutto se *retail*, nei confronti dell’adozione di strumenti ad alto valore tecnologico.

Lungi da facili preconcetti e posizioni di principio, deve infatti essere ricordato che il “*best interest of the client*” – che, come noto, è chiave di volta delle regole di gestione dei patrimoni – potrebbe

²⁹ M. RABITTI, *Trasparenza e spiegabilità*, in *Il Regolamento europeo sull’intelligenza artificiale. Problemi e sistema*, G. CERRINA FERRONI, S. ORLANDO E G. VETTORI (a cura di), Bologna, 2025, 267 ss.

finanche implicare, in taluni casi, un vero e proprio diritto del cliente a essere profilato con *AI*, ove ciò aumenti l'accuratezza delle raccomandazioni e l'accesso a soluzioni coerenti. La riflessione è aperta e chiama in causa proporzionalità, trasparenza e controllabilità dei processi tipizzanti l'intelligenza artificiale, in un contesto in cui quest'ultima, come anticipato, non sostituisce il giudizio umano ma opera come un co-pilota capace di aumentare qualità e coerenza delle decisioni, purché a condizioni di *accountability* chiare.

La prospettiva tecnologica, pertanto, si intreccia con le evoluzioni infrastrutturali del mercato, e ciò ancor più nel contesto eurounionale laddove, come visto, corpi normativi distinti sono chiamati a dialogare e a delineare un quadro regionale innovativo e concorrenziale sul piano globale. Le considerazioni offerte non sono solo relazionate al tema dell'*AI* e dello scenario MiFID, ma anche rese con riferimento ad altri profili, quale è quello dell'*open finance*. Contesto, quest'ultimo, che, fondato sul consenso del cliente, abiliterebbe la condivisione e l'utilizzo di dati finanziari in un perimetro più ampio, rendendo possibile una profilazione — e, se del caso, una profilatura — più completa e meno soggetta ad asimmetrie informative, con potenziali benefici in termini di competitività e inclusione, ma anche con esigenze crescenti di standardizzazione, sicurezza e interoperabilità. Quanto precede, senza volersi in questa dilungare sull'evoluzione delle *blockchain* che, come noto, consentono di operare su DLT con modelli distribuiti di piattaforme interconnesse³⁰.

8. Conclusioni

Nel contesto delineato dalle recenti evoluzioni in tema di *Savings and Investments Union* e innovazione tecnologica, appare più che mai necessario ragionare sull'adozione di regole capaci di incentivare lo sviluppo dei mercati, anche in un'ottica regionalizzante e distintiva rispetto ai *competitors* globali.

³⁰ L'utilizzo di questi strumenti è particolarmente importante dal punto di vista giuseconomico. Per un inquadramento di alcuni aspetti collegati, cfr. M. RABITTI, *Due diligence sulla sostenibilità e digitalizzazione della catena del valore: l'apporto di blockchain e smart contracts*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2023, 2, 166 ss.; e M. RABITTI, e F. BASSAN, *Recenti evoluzioni dei contratti sulla blockchain. Dagli smart legal contracts ai "contracts on chain"*, in questa *Rivista*, 2023, 3, 561 ss.

Le proposte di recente avanzate in sede europea risultano, in questo senso, di particolare interesse e impongono di riflettere sulla più corretta combinazione dei fattori in gioco, alcuni dei quali già noti alla disciplina dei mercati finanziari: in questi termini, il dialogo tra POG e uso consapevole di *AI* e tecnologia, e il rapporto tra una consulenza fondata su profilazione/profilatura e raccomandazioni, unita a un ripensamento delle regole di adeguatezza per evitare che restino meri costi aggirabili, può infatti costituire una condizione necessaria per avviare rapidamente la crescita di un risparmio europeo, investito in modo produttivo.

Come anticipato, anche la semplificazione di alcune regole di condotta, peraltro diversificate per tipologie di clientela, contribuirebbe a ridurre i costi di *compliance* degli intermediari e, per riflesso, quelli a carico degli investitori finali; costi in relazione ai quali deve peraltro venire sempre più valorizzato il criterio del *value for money*³¹ nella dimensione del *pricing*, rapportando i costi alla complessità del prodotto, senza introdurre ulteriori oneri comparativi che generano inefficienze.

Al di là degli elementi di dettaglio, vero è che le trasformazioni in atto, e le varie soluzioni attualmente in fase di ideazione e sperimentazione, spingono l'Unione verso una stagione politica in cui la delimitazione degli investimenti (attuata attraverso la predisposizione di regole regionali-unionali e non più globali o locali) non si qualifica certo come arretramento, quanto piuttosto come strumento capace di trattenere e valorizzare il risparmio, sostenere settori strategici, promuovere crescita e rafforzare l'autonomia finanziaria europea.

Come anticipato poc'anzi, la realizzazione di un tale risultato richiede un'industria competitiva, una regolazione per principi con supervisione efficace, un alleggerimento dei costi di *conformità*, una rinnovata centralità dell'educazione finanziaria e della consulenza di qualità, un disegno di prodotto fondato su POG e tecnologie abilitanti, nonché un'architettura di tutele che differenzi responsabilmente la clientela.

³¹ Con un taglio trasversale rispetto agli argomenti trattati v. R. LO CONTE, *Il value for money nei processi POG: profili applicativi e prospettive future*, in questa Rivista, 2023, 2, 239 ss.

Obiettivi, questi, ai quali si deve aggiungere una più ampia esigenza di *governance “istituzionale”*: le autorità di settore e quelle trasversali – inclusi i garanti per la protezione dei dati e le agenzie per la cybersicurezza e la trasformazione digitale – sono oggi chiamate a cooperare stabilmente per promuovere *best practices*, linee guida e iniziative di educazione finanziaria, nella consapevolezza che solo un approccio integrato e multidisciplinare può garantire un equilibrio sostenibile tra innovazione, tutela del cliente e stabilità del sistema finanziario ed economico, soprattutto nel suo complesso regionale.