

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

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

Introduzione all'analisi della *Capital Markets Union*

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Impianto sistemico e programma interventistico del CMU – 3. *Il giudizio critico della Commissione UE* – 4. *La fine della globalizzazione*. – 5. *L'incognita Trump ed i limiti della politica europea*. – 6. *La prospettiva di una efficiente educazione finanziaria*. – 7. *Verso un mercato in equilibrio e competitivo*

1. Premessa.

Da tempo gli studiosi di diritto dell'economia hanno ricondotto la *ratio* della Capital Markets Union alla finalità di favorire la raccolta di capitali da convogliare alle imprese allo scopo di favorirne la crescita e di realizzare una maggiore stabilità del sistema finanziario.

Ideata nel 2015, su iniziativa di Jean-Claude Juncker, la CMU perseguiva l'ambizioso obbiettivo di politica economica di promuovere lo sviluppo e l'integrazione finanziaria, sì da superare gli ostacoli che impediscono, soprattutto alle imprese di piccole dimensioni, di avere accesso al mercato dei capitali attraverso il conseguimento di finanziamenti transfrontalieri. Tale progetto si proponeva di vincere la dipendenza delle imprese dalle banche, facilitando l'incontro delle stesse con gli investitori privati e promuovendo la raccolta di capitale di rischio.

Dopo la creazione dell'UBE il regolatore europeo ha ravvisato la necessità di intervenire sullo sviluppo del mercato dei capitali, finalità perseguita favorendo un più agevolato accesso delle imprese, *in primis* le PMI, ai finanziamenti offerti dal mercato mediante collocazione di azioni, obbligazioni e ulteriori variegati prodotti. Si è voluto dar corso ad un *agere* finanziario che si avvale della opportunità di procedere ad una distribuzione dei risparmi privati su una molteplicità di *asset*, diversi tra loro, attuando così una diversificazione dei rischi ritenuta particolarmente idonea in mercati caratterizzati da un alto livello di dinamismo e, dunque, capaci di recepire i flussi finanziari provenienti dai piccoli risparmiatori disposti ad investire nell'economia reale.

Tra le motivazioni sottese alla CMU rileva anche il riferimento alla logica che anima il fenomeno della 'globalizzazione dell'economia', ritenuta dal legislatore idonea ad ampliare il commercio dei prodotti industriali ed a movimentare i capitali finanziari. La globalizzazione,

infatti, sta a significare apertura delle economie e delle frontiere, cui si ricollega anche la diffusione dell'informazione, delle conoscenze e delle tecniche. Da qui l'opportunità di sollecitare lo sviluppo economico cui ha guardato con interesse l'UE, la quale ha ipotizzato di correlare ad esso l'aspettativa degli effetti positivi della CMU, chiamata a svolgere un importante ruolo nella crescita della politica commerciale che l'Unione gestisce attraverso la apertura dei mercati all'esterno dei singoli Stati membri.

Da ultimo, va tenuto presente che nei suoi primi anni di vita la CMU presenta anche una connessione alle iniziative disciplinari promosse dalla Commissione UE in attuazione del cd. *Green Deal*, che vede l'Unione europea interessata alla lotta contro il surriscaldamento globale e l'inquinamento ambientale climatico. In tale contesto, si spiega la *ratio* di una comunicazione della Commissione riguardante il cd. *action plan*, nel quale si raccordano le finalità della CMU al sostegno di una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente. Può dirsi, quindi, che il legislatore europeo ha ipotizzato una formula ordinatoria del mercato finanziario orientata alla realizzazione di un sistema energetico pulito, conforme ai canoni di uno schema di sviluppo tecnologico e industriale rispettoso della natura.

2. Impianto sistemico e programma interventistico del CMU

Sulla base di tali premesse, nel 2015 la Commissione Europea - dopo aver avviato una consultazione sul progetto in parola - ha individuato alcune aree di intervento. Nel Libro Verde "Costruire un' Unione dei Mercati dei Capitali" sono raccolti gli esiti di detta consultazione, che si compendiano nella: (a) revisione della disciplina sul prospetto informativo, finalizzata al reperimento di finanziamenti; (b) predisposizione di maggiori dati informativi sulla situazione creditizia delle PMI; (c) definizione di proposte per lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni; (d) promozione di investimenti a lungo termine, per sviluppare i fondi di investimento del settore (c.d. ELTIF); (e) sviluppo di un mercato europeo del *private placement*, per favorire gli investimenti diretti nelle imprese di minori dimensioni.

A tali obiettivi si affianca la predisposizione di idonee misure volte ad assicurare la tutela dei consumatori, nonché la prospettiva di una adeguata riforma della regolamentazione dei servizi finanziari e di una

revisione del ‘sistema europeo di vigilanza finanziaria’. Tale originario impianto sistemico della CMU è stato ribadito negli anni successivi in talune indicazioni della Commissione UE che hanno sottolineato la necessità di sviluppare, a livello europeo, mercati dei capitali forti e ben integrati, sì da incentivarne l’efficienza e la reattività.

Al riguardo ritengo particolarmente significativo il *Report* per il completamento dell’Unione dei Mercati dei Capitali del 2017 nel quale si ribadisce l’esigenza di: rafforzare la convergenza delle pratiche di vigilanza ed il ruolo dell’ESMA; adattare il contesto regolamentare alle esigenze delle PMI; evitare differenze prudenziali ingiustificate tra le imprese di investimento; utilizzare i benefici della innovazione finanziaria (*Fintech*); risolvere il problema dei crediti deteriorati; rafforzare il quadro regolamentare per una ‘finanza sostenibile’ ed i progetti “verdi”; abbattere le barriere transfrontaliere per facilitare gli investimenti *intra* UE.

Si è in presenza di un ampio programma interventistico cui avrebbe dovuto far seguito la realizzazione di riforme. Significativo, nel delineato contesto, è l’intento di assicurare una convergenza della attività di vigilanza sui mercati dei capitali, prefigurando la creazione di un’autorità europea conforme al modello “federale” rappresentato dalla BCE. Va segnalata anche l’esigenza, indicata da numerosi studiosi, di provvedere ad eliminare le divergenze esistenti negli ordinamenti giuridici nazionali in tema di diritto civile, societario e fiscalità.

Ed ancora. Nel 2021 è stato emanato un pacchetto di nuove misure per raccordare le imprese agli investitori, ottimizzare le opportunità di finanziamento ed integrare ulteriormente i mercati dei capitali. Nello specifico, si è proposto il riesame del regolamento relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA), del regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR) e della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II).

3. *Il giudizio critico della Commissione UE*

Significativa si configura, poi, l’indicazione metodologica enunciata in una comunicazione della Commissione (COM (2020) 590 final) nella quale si ravvisa che nell’attuazione della CMU “l’unico percorso da

seguire per compiere progressi consistenti nel procedere per passi, in tutti i settori nei quali continuano a persistere ostacoli alla libera circolazione di capitali”; criterio che ci fa comprendere la ragione della lentezza con cui si è proceduto nella realizzazione del programma in parola.

Tale indicazione inizialmente ha ricevuto una sostanziale condivisione da parte degli *stakeholders* (imprese, investitori e soggetti del mondo finanziario e politico) i quali hanno condiviso l’esigenza di costruire una Capital Markets Union con un approccio di fattibilità graduale. Analoga valutazione positiva è venuta, poi, dalle autorevoli considerazioni di coloro che hanno ravvisato nell’azione della CMU un incremento della competitività del settore industriale, conseguenza della possibilità offerta alle imprese di accedere a un mercato ampio e concorrenziale a seguito della eliminazione delle barriere che a lungo ne hanno ostacolato la crescita.

Tuttavia, non può tacersi che la Commissione, nel formulare detta valutazione complessiva sullo stato di avanzamento della CMU, ha poi osservato che: “nonostante i progressi compiuti, oggi i mercati dei capitali rimangono ancora segmentati e sono in genere organizzati su base nazionale”; al riguardo sottolineando la diminuzione del livello di “integrazione dei mercati finanziari verificatasi in seguito alla crisi”. Risultava, infatti, ancora troppo elevato lo scarto competitivo che in quel momento distingueva l’UE rispetto agli altri paesi industrializzati del pianeta nei quali, negli ultimi anni, si è registrata una rilevante crescita della raccolta di capitale.

4. *La fine della globalizzazione*

Ulteriori motivazioni confermano tale giudizio critico sul CMU, con riguardo alle prospettive future; può dirsi, infatti, che permane tuttora la necessità di sviluppare un adeguato mercato dei capitali a livello europeo.

Mi riferisco, in primo luogo alla fine della globalizzazione la quale, com’è noto, è legata al mercato ed ai suoi cambiamenti, per certi versi identificandosi col modello di sviluppo statunitense (Caracciolo). Il generalizzato convincimento in ordine alla positività del fenomeno in parola ha indotto a non considerare l’intento di imperio che ad esso talora si accompagnava da parte degli Stati Uniti; ciò con la

conseguenza che non si è valuta appieno la logica di dominio ad esso sottesa, la quale ha finito col conferire scarsa protezione all'ambiente, ai diritti umani ed al lavoro.

Negli ultimi anni il processo d'integrazione economica globale si è invertito per un insieme di fattori economici, geopolitici, tecnologici e sociali. Infatti, il confronto tra Stati Uniti e Cina ha portato a restrizioni tecnologiche e ad una reciproca diffidenza che incide negativamente sulle catene globali del valore, donde la configurabilità di una situazione di tensione, aggravata dalla prospettiva di guerre commerciali e da alcuni conflitti regionali in atto.

A ciò si aggiunga la tendenza di molte imprese a "ri-localizzare" (*reshoring*) o "diversificare" (*friendshoring*) la produzione, cui fa riscontro la logica protezionistica, riscontrabile in alcuni Stati. Si delinea uno scenario caratterizzato dal cambiamento delle modalità esplicative del processo produttivo, che attualmente tende a sottrarsi alla dipendenza da fattori globali.

5. L'incognita Trump ed i limiti della politica europea.

Vengono, poi, in considerazione gli effetti di quella che ho definito in altra sede l'incognita politica di Trump. Mi riferisco alla circostanza che il nuovo presidente USA - com'è noto - ha attivato un singolare innalzamento dei dazi doganali i quali, congiuntamente all'adozione di misure interventistiche di vario genere, perseguono - a tacer d'altro - obiettivi espansionistici in modalità che destano preoccupazione e timori in coloro che assistono a questi eventi.

Tralascio di soffermarmi sull'incidenza della politica di Trump sulla democrazia americana che sembra avviata verso una deriva che le fa perdere le caratteristiche delle c.d. democrazie liberali. Ciò che mi interessa sottolineare è la verosimile prospettiva che dovranno essere sottoposti a revisione i programmi ipotizzati nel riferimento alla adozione del Green Deal, atteso che il regolatore europeo ha ricordato all'obiettivo di una ripresa economica verde le finalità della CMU.

È il caso di far presente che la regolazione europea degli anni recenti ha avuto di mira la finalità di dare attuazione agli impegni assunti con l'Accordo di Parigi e con l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Nello specifico, il Regolamento UE n. 852 del 2020 ha offerto una compiuta classificazione delle attività necessarie per la sfida ambientale ed ha

individuato gli investimenti ecosostenibili che avrebbero consentito alla UE di raggiungere il traguardo della neutralità carbonica entro l'anno 2050. Detto complesso disciplinare si completa col Regolamento UE n. 631 del 2019 che definisce i livelli di prestazione in materia di emissioni di CO₂ delle autovetture nuove e dei veicoli commerciali leggeri nuovi, puntando alla decarbonizzazione del trasporto su strada in vista della realizzazione degli indicati obiettivi dell'Unione.

Si è individuata una meta cui è di ostacolo l'attuale situazione economico finanziaria dell'UE, oggi colpita dalla crisi dell'auto e del suo indotto, con conseguenti effetti negativi sulle prospettive di sviluppo nei prossimi anni; a ciò si aggiunga l'incognita Trump, dianozi richiamata, la quale contribuisce a rendere prevedibile che il modello di ecosostenibilità subisca, nella migliore delle ipotesi, un rinvio.

Emerge nel contempo il limite di una “ambivalenza di fondo” che, purtroppo, penalizza la UE a causa della intrinseca debolezza della sua politica; l'Unione non riesce a trovare, infatti, l'abbrivio per un ‘cambio di passo’ che la conduca ad una più stretta coesione e, auspicabilmente, all'assunzione di una forma federativa, la quale di certo potrebbe favorire l'aspettativa di una effettiva integrazione dei mercati a base della CMU. A livello sistemico si individua, pertanto, il rischio di una potenziale discrasia tra innovazione disciplinare del rapporto tra imprese e mercato dei capitali, da un lato, e realtà fattuale, dall'altro; ciò in quanto le linee applicative di tale progetto potrebbero infrangersi nelle criticità dell'attuale tessuto finanziario europeo. In altri termini, volendo usare una terminologia calcistica, possiamo dire che la CMU, come paventato dalla stessa Commissione - si veda COM(2025) 124 final –, rischia di finire in un ‘fuori gioco’.

6. La prospettiva di una efficiente educazione finanziaria.

D'altronde, non può sottacersi che è lo stesso regolatore europeo a rendersi conto delle concrete difficoltà di attuazione della CMU, donde l'intento di incrementare la fiducia degli investitori.

A partire dall'anno 2020 si sono registrati, infatti, alcuni interventi a tutela dei consumatori: questi sono stati messi in condizioni più adeguate per prendere decisioni di investimento informate. La Commissione UE con una comunicazione di quell'anno ha annunciato l'intenzione di presentare una strategia volta a garantire che gli

investitori al dettaglio possano trarre vantaggio dai mercati dei capitali e fare affidamento su norme coerenti con tale obiettivo (cfr. COM/2020/590 definitivo); nel 2023 è stata poi, formulata una proposta di direttiva riguardante la normativa a tutela degli investitori al dettaglio (COM (2023) 279 *final*).

Si è dato vita, per tal via, ad un disegno disciplinare volto a rafforzare la fiducia nei mercati dei capitali, avvicinando a questi i cittadini che sono incoraggiati ad aumentare la loro partecipazione negli investimenti, assicurando ottimali risultati finanziari.

A tal fine la Commissione ha individuato le ragioni che riducono la capacità degli investitori di fruire appieno dei benefici della CMU, soffermandosi sulla difficoltà di accedere a informazioni pertinenti, comparabili e facilmente comprensibili sui prodotti finanziari. E' questa una presa d'atto che l'alfabetizzazione finanziaria nell'UE è molto bassa, donde la conseguente carenza di conoscenze e di competenze necessarie per operare nel mercato dei capitali. Se ne è dedotta l'esigenza di ravvisare nell'educazione finanziaria una priorità da perseguire, anche con riguardo all'attuale processo di digitalizzazione della finanza; sì da consentire agli investitori di poter valutare se la consulenza ricevuta supporta validamente le decisioni finanziarie orientandole nel loro interesse. Siamo in presenza, dunque, di una problematica che ravvisa nella trilogia 'educazione finanziaria' - 'consapevolezza operativa' - 'capacità d'investimento' il fulcro di un corretto *agere* destinato allo sviluppo del CMU, in quanto individua una opportuna combinazione dei fattori dianzi nominati, facilita la assunzione di decisioni appropriate e, dunque, un'apertura fiduciaria al mercato.

È forse questa la direzione giusta per un'indagine che si proponga di verificare se le leggi dei singoli Stati membri attuative della CMU abbiano contenuti rispettosi delle indicazioni UE. Per quanto concerne l'Italia, la legge n. 21/2024 presenta al riguardo contenuti di particolare rilievo. Significativa, in proposito, deve ritenersi la modifica recata all'art. 1 della legge del 20/08/2019 n. 92, relativa all'educazione civica. L'art. 25 della l. n. 21/2024 sottolinea, infatti, che l'educazione civica contribuisce a formare cittadini responsabili e attivi; è questo il presupposto per procedere, poi, alla condivisione e promozione dei principi fondanti di una cittadinanza attiva, tra i quali spiccano il diritto alla salute, al benessere della persona, al risparmio e all'investimento,

all'educazione finanziaria e assicurativa, nonché alla pianificazione previdenziale. Se ne deduce la legittimazione della educazione finanziaria a supportare l'attività di investimento.

Tale forma di educazione consente un *agere* consapevole in ambito economico-finanziario; quivi a volte si rinvencono sofisticati prodotti di risparmio, ai quali spesso sono sottese tecniche manipolative e supporti subliminali, come è stato correttamente puntualizzato in letteratura. In altri termini, il regolatore ha inteso, per tal via, mettere in guardia gli investitori vuoi dalle insidie dei c.d. “persuasori occulti” (i quali frequentemente orientano i risparmiatori in maniera distorta), vuoi dai pericoli riferibili «all'utilizzo delle nuove tecnologie digitali di gestione del denaro». Infatti, la chiarificazione dei processi cognitivi conferisce trasparenza e sicurezza ai mercati, donde la prospettiva di più intensi flussi di capitali a questi ultimi e, dunque, la possibilità di crescita in linea con gli obiettivi perseguiti dalla legge capitali.

In tale logica s'inquadra, altresì, l'introduzione di programmi educativi a vari livelli scolastici per aumentare le competenze dei cittadini in materia finanziaria, nonché l'istituzione del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, con il compito di “promuovere e programmare iniziative di sensibilizzazione ed educazione finanziaria”.

7. Verso un mercato in equilibrio e competitivo.

Dalla disamina della regolazione europea riguardante la Capital Markets Union (CMU) si evince con chiarezza che il modello operativo con cui il legislatore ha inteso perseguire gli obiettivi perseguiti si compendia in interventi variegati che incidono sul rapporto tra imprese, mercati, intermediari e vigilanza; ferma restando la possibilità di promuovere ulteriori forme di armonizzazione e di convergenza normativa.

Sicché a tale schema necessita guardare per comprendere la direzione verso cui gli studiosi devono orientare l'indagine *in subiecta materia*. Per quanto concerne le imprese rileva la previsione di fonti diversificate di finanziamento, attuata soprattutto tenendo conto della specificità delle PMI; consegue la riferibilità alla struttura societaria degli enti in parola e alle tecniche procedurali con cui vengono attuati gli incrementi patrimoniali, nonché all'acquisizione di mezzi

finanziari attraverso emissioni obbligazionarie (misure, queste, che facilitano la riduzione della dipendenza degli operatori dalle banche, nonché la creazione di un mercato dei capitali più accessibile e integrato).

L'analisi deve prestare, quindi, attenzione alla soddisfazione delle esigenze economico finanziarie delle imprese produttive, in particolare di quelle medio piccole, per verificare quali siano le possibilità di autofinanziamento ad esse consentite dalla creazione di un mercato dei capitali unico. Vengono, poi, in considerazione i presidi predisposti a tutela degli investitori che, in relazione allo sviluppo di un mercato *retail*, trovano il loro epicentro nell'educazione finanziaria. Di fondo rileva l'esigenza di rafforzare la fiducia degli investitori nella CMU, obiettivo che consente di migliorare la competitività dell'UE sui mercati globali, nonché di aumentare la resilienza economica di questa ultima, riducendo la dipendenza dal credito bancario e facilitando la transizione al digitale. Va da sé che la trasparenza risulta la modalità più adeguata per salvaguardare la posizione degli investitori e, dunque, per accrescere la loro empatia col mercato; significativa, in proposito, deve ritenersi la disciplina riguardante il *Prospetto* da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

A ben considerare, siamo in presenza di una tematica che, sul piano delle concretezze, finisce col coincidere con quella riguardante la regolazione dei mercati finanziari *tout court* e dei soggetti che in questi operano. Ciò trova conferma nel fatto che gli obiettivi della CMU, come emerge da quanto fin qui detto, sono orientati alla finalità di realizzare un mercato in equilibrio, per cui vanno collegati anche all'attivazione di alcune particolari iniziative tra le quali: (a) l'armonizzazione delle normative sui mercati finanziari, (b) la standardizzazione delle regole per gli investimenti transfrontalieri, (c) il miglioramento dell'accesso ai mercati finanziari (d) la promozione degli investimenti in *startup* ed in imprese innovative, (e) una più completa disciplina riguardante gli investimenti ESG.

Da qui il nesso tra la problematica oggetto dell'incontro odierno e quelle proprie della *governance* societaria, dei poteri del C.d.A. e del collegio sindacale, nonché della informazione societaria e dei ritardi nella semplificazione del *Prospetto*; questioni tutte che, come molti

sanno, sono stato oggetto di un ottimo convegno, svoltosi presso l'Università di Rona tre nel decorso mese di aprile.