

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

# Rivista

**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

[rivista.dirittobancario.it](http://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<sup>+</sup>

## **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



## **Verso la *Savings and Investments Union*: itinerari del diritto dell'economia**

**SOMMARIO:** 1. La *Capital Markets Union* come progetto giuridico, economico e politico – 2. Dal diritto della regolazione al diritto dell'ecosistema finanziario – 3. La fiducia come infrastruttura del mercato – 4. Regolazione, semplificazione ed enforcement - 5. L'integrazione europea tra centralizzazione e pluralismo istituzionale - 6. Oltre la riforma: il significato della *Savings and Investments Union*

### **1. *La Capital Markets Union come progetto giuridico, economico e politico***

Se un elemento accomuna i numerosi contributi raccolti nel presente volume, esso può essere individuato nella consapevolezza che il percorso verso la *Capital Markets Union*, oggi ulteriormente sviluppato nella prospettiva della *Savings and Investments Union*, non possa essere ricondotto alla sola dimensione della tecnica normativa. La costruzione di un mercato europeo degli investimenti costituisce certamente un progetto giuridico, ma prima ancora rappresenta una scelta di politica economica destinata a incidere sul modello di sviluppo dell'Unione, sul ruolo dei mercati finanziari e, in ultima analisi, sul rapporto tra risparmio, impresa e crescita.

Questa consapevolezza attraversa, con accenti differenti, l'intero dibattito sviluppatosi nel corso delle due giornate di studio. Pur nella varietà delle prospettive disciplinari e delle soluzioni proposte, emerge un dato comune, già posto in evidenza nelle riflessioni introduttive di Urbani: la realizzazione di un autentico mercato unico dei capitali non può essere considerata quale mero esercizio di armonizzazione legislativa, né come una semplice revisione della disciplina dei mercati finanziari. Essa presuppone, piuttosto, una precisa visione del processo di integrazione europea, nella quale il diritto diviene strumento di una più ampia strategia istituzionale.

In questa prospettiva si comprende anche l'evoluzione che, negli ultimi mesi, ha condotto dalla *Capital Markets Union* alla *Savings and Investments Union*. Il mutamento terminologico non sembra esprimere soltanto un affinamento lessicale. Esso riflette un ampliamento dell'orizzonte dell'intervento europeo, che non guarda più

esclusivamente all'integrazione dei mercati finanziari, ma alla capacità dell'Unione di mobilitare il risparmio privato, orientarlo verso gli investimenti produttivi e rafforzare la competitività del sistema economico europeo in un contesto internazionale profondamente mutato.

Le recenti trasformazioni dello scenario geopolitico hanno contribuito ad accelerare tale evoluzione. In apertura dei lavori, il *keynote speech* di Lilia Cavallari ha offerto una significativa cornice macroeconomica al dibattito, evidenziando, anche attraverso dati comparativi, il persistente divario tra il mercato europeo e quello statunitense, la limitata profondità dei mercati dei capitali dell'Unione e la perdurante dipendenza dal finanziamento bancario. È proprio tale quadro a spiegare l'urgenza del progetto europeo e la necessità di rafforzare la capacità del mercato dei capitali di sostenere gli investimenti e la crescita. Le tensioni internazionali, il riemergere di politiche economiche improntate al protezionismo, la crescente competizione tra grandi aree economiche e la necessità di finanziare le transizioni digitale, ambientale e industriale hanno evidenziato con particolare chiarezza i limiti di un mercato europeo ancora frammentato. In questo quadro si collocano le riflessioni sviluppate nei rapporti Letta e Draghi, che individuano nella maggiore integrazione dei mercati dei capitali uno dei presupposti necessari per rafforzare l'autonomia strategica dell'Unione e sostenerne la capacità competitiva nel medio e lungo periodo.

Da questo angolo visuale, il mercato unico dei capitali cessa di rappresentare una questione riservata agli operatori del settore finanziario e assume una portata sistemica. Il tema non riguarda soltanto le modalità di raccolta delle risorse finanziarie da parte delle imprese, la disciplina degli intermediari o l'organizzazione della vigilanza. Esso investe la capacità dell'Europa di trasformare l'ingente ricchezza privata accumulata al proprio interno in un fattore di innovazione, crescita e sviluppo, riducendo la persistente dipendenza dal finanziamento bancario e favorendo una più efficiente allocazione del capitale.

Questa prospettiva di vertice sollecita anche una diversa lettura del diritto dei mercati finanziari. In particolare, le regole cessano di essere considerate come un insieme di prescrizioni settoriali destinate a disciplinare singoli istituti e assumono, invece, la funzione di

infrastruttura giuridica di una più ampia politica economica europea. La qualità della regolazione, l'efficienza delle infrastrutture di mercato, la fiducia degli investitori, il coordinamento tra autorità, l'educazione finanziaria e la capacità di attrarre capitali divengono così elementi tra loro strettamente interdipendenti, concorrendo alla costruzione di un mercato che non è più soltanto finanziario, ma autenticamente europeo.

È probabilmente questa la principale indicazione emersa dal confronto scientifico raccolto nel presente volume. La *Savings and Investments Union* non rappresenta semplicemente una nuova stagione della regolazione finanziaria europea. Essa costituisce il tentativo di ridefinire il ruolo del mercato dei capitali all'interno del progetto di integrazione dell'Unione, attribuendogli una funzione che va oltre il settore finanziario e si colloca al centro delle future politiche di competitività, innovazione e crescita.

## 2. Dal diritto della regolazione al diritto dell'ecosistema finanziario

Se il primo dato emerso dal confronto scientifico riguarda la natura politica del progetto europeo, un secondo profilo, forse ancora più significativo sul piano sistematico, riguarda l'oggetto stesso della regolazione. I contributi raccolti nel presente volume, pur muovendo da prospettive differenti e affrontando istituti tra loro assai diversi, convergono verso una medesima conclusione: il diritto dei mercati finanziari sta progressivamente abbandonando la logica settoriale per assumere i caratteri di una disciplina dell'intero ecosistema finanziario.

L'impressione che si ricava dalla lettura complessiva degli scritti è che categorie tradizionalmente considerate autonome risultino oggi sempre meno idonee a descrivere la realtà del mercato. La distinzione tra disciplina delle imprese, regolazione degli intermediari, organizzazione dei mercati, infrastrutture di negoziazione, vigilanza prudenziale, prevenzione del riciclaggio, innovazione tecnologica e sostenibilità continua naturalmente a mantenere una propria utilità sul piano dell'analisi, ma appare ormai insufficiente a cogliere le molteplici interazioni che caratterizzano il funzionamento del sistema finanziario contemporaneo.

La stessa evoluzione della normativa europea conferma questa trasformazione. Le più recenti iniziative legislative non si limitano a intervenire su singoli segmenti del mercato, ma tendono a costruire un

quadro regolatorio nel quale le diverse componenti operano in una costante relazione reciproca. Le regole sulla *governance* influenzano gli assetti organizzativi degli intermediari; le infrastrutture di mercato condizionano l'efficienza dell'attività di investimento; la digitalizzazione ridefinisce le modalità di prestazione dei servizi finanziari; la disciplina antiriciclaggio, la resilienza operativa, la sostenibilità e la tutela dell'investitore cessano di rappresentare ambiti separati per divenire elementi concorrenti di un medesimo assetto ordinamentale.

Sotto questo profilo, la *Capital Markets Union* costituisce molto più di un progetto volto a rafforzare il finanziamento delle imprese attraverso il mercato. Essa induce a ripensare il diritto dell'economia secondo una prospettiva necessariamente unitaria, nella quale i diversi attori del sistema non vengono più osservati isolatamente, ma nella rete di relazioni che li collega. Il mercato finanziario assume così i caratteri di un'infrastruttura complessa, nella quale la competitività dipende dall'equilibrio complessivo tra regole, istituzioni, operatori, tecnologie e meccanismi di controllo.

È proprio in questa direzione che sembrano collocarsi anche le riflessioni di Urbani dedicate all'evoluzione dell'ordinamento finanziario nazionale. L'ipotesi, prospettata nel dibattito, di una revisione organica dell'attuale impianto normativo, sino a ipotizzare la costruzione di un nuovo Codice dell'intermediazione finanziaria, non risponde soltanto ad esigenze di riordino legislativo. Essa riflette un'esigenza più profonda: ricondurre ad unità un sistema regolatorio progressivamente arricchitosi di discipline speciali, interventi settoriali e fonti sovranazionali, nella consapevolezza che la crescente complessità del mercato richiede strumenti interpretativi e normativi capaci di ricomporre, anziché accentuare, la frammentazione.

Anche sotto questo profilo il convegno offre una chiave di lettura che va oltre i singoli temi affrontati. L'impressione complessiva è che il diritto dell'economia stia attraversando una fase di trasformazione nella quale il tradizionale paradigma della regolazione di settore lascia progressivamente spazio a un diverso modello, fondato sulla consapevolezza che stabilità, competitività, innovazione e tutela dell'investitore costituiscono obiettivi tra loro inscindibili e possono essere perseguiti soltanto attraverso una visione integrata dell'intero ecosistema finanziario.

### 3. *La fiducia come infrastruttura del mercato*

Accanto alle profonde trasformazioni che interessano l'architettura del sistema finanziario, i lavori del convegno hanno restituito un'ulteriore consapevolezza, destinata ad assumere un ruolo centrale nella futura evoluzione della *Savings and Investments Union*: un mercato dei capitali efficiente non può essere costruito esclusivamente attraverso interventi sull'offerta di strumenti finanziari o sull'organizzazione degli intermediari. Esso richiede, anzitutto, un ambiente nel quale l'investitore possa maturare decisioni di investimento consapevoli. In questa prospettiva, la fiducia non costituisce soltanto una conseguenza del buon funzionamento del mercato, ma una delle sue condizioni esistenziali.

È significativo che tale prospettiva emerga, seppure da angoli visuali differenti, in numerosi contributi raccolti nel presente volume. Le riflessioni dedicate all'educazione finanziaria (Capriglione), alla consulenza e alla *product governance* (Rabitti), così come quelle concernenti le nuove vulnerabilità generate dalla digitalizzazione (Viciani), appaiono accomunate dall'idea che il problema fondamentale non consista più soltanto nel rendere disponibili maggiori opportunità di investimento, quanto nel creare le condizioni affinché tali opportunità possano essere comprese e valutate in modo effettivo.

La questione assume una rilevanza ancora maggiore alla luce delle trasformazioni tecnologiche che stanno modificando le modalità di accesso ai servizi finanziari. L'utilizzo di piattaforme digitali, l'impiego di sistemi di intelligenza artificiale nei processi di distribuzione e consulenza, la crescente diffusione di modelli operativi fondati sull'immediatezza delle interazioni e sulla disintermediazione informativa hanno ampliato le possibilità di partecipazione al mercato, ma hanno contestualmente fatto emergere nuove forme di vulnerabilità. La rapidità dell'accesso non coincide necessariamente con la qualità della decisione; allo stesso modo, la maggiore disponibilità di informazioni non garantisce, di per sé, una migliore comprensione dei rischi.

Da questo punto di vista, la tradizionale centralità della *disclosure* sembra progressivamente lasciare spazio a un diverso paradigma regolatorio. La semplice moltiplicazione degli obblighi informativi non appare più sufficiente ad assicurare un'effettiva protezione del cliente.

Divengono invece centrali la qualità dell'informazione, la sua comprensibilità, la coerenza tra prodotto e destinatario, nonché la capacità degli intermediari di accompagnare il cliente lungo un percorso decisionale realmente consapevole. La tutela dell'investitore tende così a misurarsi sempre meno sulla quantità delle informazioni trasmesse e sempre più sulla loro effettiva idoneità a consentire scelte consapevoli e razionali.

In questo contesto assume particolare rilievo anche il tema della semplificazione normativa. Ridurre la complessità della regolazione non significa attenuare il livello delle garanzie, ma rendere il sistema più intelligibile e accessibile ai suoi destinatari. Una disciplina eccessivamente frammentata o sovraccarica di adempimenti rischia infatti di compromettere proprio quell'obiettivo di trasparenza che intende perseguire, trasferendo sull'investitore un costo cognitivo non sostenibile.

Sotto questo profilo, uno dei risultati più significativi emersi dal confronto scientifico consiste nell'aver ricondotto ad unità temi che tradizionalmente sono stati affrontati separatamente. Educazione finanziaria, consulenza, innovazione tecnologica, disciplina dei prodotti e protezione dell'investitore non rappresentano politiche autonome, ma strumenti concorrenti alla costruzione di un mercato fondato sulla fiducia. Prima ancora che un'infrastruttura economica o istituzionale, il mercato unico degli investimenti richiede dunque un'infrastruttura culturale, capace di rafforzare la consapevolezza del risparmiatore e di favorirne una partecipazione informata alla vita finanziaria dell'Unione.

#### *4. Regolazione, semplificazione ed enforcement*

Tra le questioni che hanno attraversato le diverse sessioni del convegno, una delle più rilevanti attiene al rapporto tra qualità della regolazione ed effettività della sua applicazione. Il dibattito sviluppatosi nei diversi contributi mostra come la costruzione di un autentico mercato europeo degli investimenti non dipenda tanto dalla quantità delle regole, quanto dalla loro capacità di orientare i comportamenti, ridurre l'incertezza e favorire un ordinato funzionamento del mercato.

Da questo grande angolo, il tema della semplificazione assume un significato ben diverso da quello che tradizionalmente accompagna il dibattito sulla *deregulation*. Nessuno dei contributi sembra prospettare una riduzione delle garanzie o un arretramento della tutela degli interessi coinvolti. Anzi, l'obiettivo perseguito appare piuttosto quello di costruire un sistema regolatorio più coerente, maggiormente leggibile e capace di concentrare gli strumenti normativi sugli obiettivi realmente essenziali. La semplificazione, dunque, non rappresenta un valore in sé, ma il risultato di un processo di razionalizzazione ordinamentale. In questa direzione possono essere lette anche le riflessioni di Annunziata sul paradigma «*Less is More*», che non esprime un'esigenza di deregolazione, bensì la ricerca di una regolazione più efficace. La crescente complessità del mercato finanziario rende infatti sempre più evidente l'impossibilità di affidare la regolazione esclusivamente a discipline analitiche e casistiche.

Accanto alle disposizioni di dettaglio acquistano progressiva rilevanza clausole generali, principi e strumenti di *soft law*, destinati ad assicurare quell'elasticità ermeneutica necessaria per governare fenomeni economici caratterizzati da una continua evoluzione tecnologica e organizzativa. La stabilità dell'ordinamento non deriva, pertanto, dall'immutabilità delle singole regole, ma dalla solidità dei principi che ne orientano l'applicazione.

Proprio questa prospettiva consente di cogliere il ruolo centrale dell'*enforcement*. La regolazione non esaurisce infatti la propria funzione nel momento della produzione della norma, ma trova la propria effettiva misura nella capacità delle istituzioni di assicurarne un'applicazione coerente, prevedibile e proporzionata. La certezza del diritto non costituisce il semplice prodotto della completezza del dato normativo, ma si forma nell'esercizio quotidiano delle funzioni di vigilanza, nell'attività interpretativa delle autorità competenti e, più in generale, nella progressiva sedimentazione delle prassi applicative.

È in questa chiave che acquistano particolare rilievo le riflessioni di Lucantoni sul rapporto tra *public enforcement* e *private enforcement*, dalle quali emerge il progressivo superamento di una tradizionale contrapposizione tra i due modelli. Si delinea, piuttosto, una diversa impostazione, nella quale gli strumenti pubblici di vigilanza e quelli privatistici di responsabilità operano secondo una logica di complementarità.

La protezione dell'investitore, l'integrità del mercato e la correttezza dei comportamenti non rappresentano più obiettivi affidati a meccanismi alternativi, ma il risultato della dialettica tra autorità di controllo, disciplina civilistica e rimedi giurisdizionali.

Parallelamente, emerge una rinnovata valorizzazione del ruolo delle Autorità indipendenti. L'evoluzione dei mercati finanziari attribuisce loro funzioni che travalicano il tradizionale esercizio dei poteri autorizzatori o sanzionatori. Attraverso l'attività di vigilanza, l'emanazione di indirizzi interpretativi, il ricorso agli strumenti di *soft law* e il dialogo costante con gli operatori, esse contribuiscono alla costruzione di un ordinamento nel quale la regolazione si sviluppa in modo dinamico, accompagnando le trasformazioni del mercato senza inseguirle.

Sotto questo profilo, uno dei risultati più significativi emersi dal convegno consiste nell'aver ricondotto regolazione ed *enforcement* ad un'unica prospettiva sistematica. La qualità dell'ordinamento non dipende esclusivamente dalla tecnica legislativa né dalla sola intensità dei controlli, ma dall'equilibrio tra produzione della regola, interpretazione, vigilanza e responsabilità. È proprio tale equilibrio a determinare il grado di affidabilità del mercato e, conseguentemente, la sua capacità di attrarre investimenti. La qualità dell'*enforcement* diviene così non soltanto una componente della tutela degli investitori, ma un vero fattore di competitività dell'ordinamento europeo, nella consapevolezza che la fiducia dei mercati si alimenta anche attraverso la prevedibilità, la coerenza e l'autorevolezza dell'azione regolatoria.

##### *5. L'integrazione europea tra centralizzazione e pluralismo istituzionale*

Un ulteriore tema emerso nel corso del convegno riguarda il modello istituzionale destinato a sostenere il processo di integrazione dei mercati finanziari europei. Si tratta di una questione che trascende il profilo organizzativo delle autorità di supervisione e investe, più in generale, il modo stesso in cui l'Unione intende governare un mercato sempre più unitario, preservando al contempo il patrimonio di esperienze e competenze maturato nei singoli ordinamenti nazionali.

Da questa prospettiva, i contributi raccolti negli Atti muovono da sensibilità differenti e prospettano soluzioni non sempre coincidenti.

Emblematica, sotto questo profilo, è la proposta di Mirella Pellegrini, che individua nell'equilibrio tra centralizzazione e decentramento delle funzioni di vigilanza il punto di possibile composizione tra esigenze di uniformità europea e valorizzazione delle competenze nazionali.

Tuttavia, al di là delle diverse opzioni ricostruttive, emerge una convinzione ampiamente condivisa: la persistente frammentazione istituzionale costituisce uno dei principali fattori che ancora limitano il pieno sviluppo della *Savings and Investments Union*. L'integrazione del mercato richiede infatti un corrispondente grado di integrazione delle sue strutture di governo, senza il quale il rischio è quello di favorire asimmetrie regolatorie, duplicazioni procedurali e costi di *compliance* destinati ad incidere sulla competitività dell'intero sistema europeo.

Nelle tracce di queste considerazioni, il dibattito non si esaurisce nella tradizionale alternativa tra accentramento e decentramento delle funzioni di vigilanza. La questione assume una portata più ampia e riguarda l'individuazione del livello ottimale al quale esercitare le diverse competenze pubbliche, secondo un criterio di efficienza istituzionale piuttosto che di astratta distribuzione delle attribuzioni. La progressiva valorizzazione del ruolo dell'ESMA, il modello di integrazione già sperimentato nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico e le riflessioni sul possibile rafforzamento delle competenze europee testimoniano come il processo di unificazione si stia sviluppando attraverso forme sempre più articolate di cooperazione tra livello sovranazionale e autorità nazionali.

La stessa evoluzione delle infrastrutture di mercato, efficacemente ricostruita da Saguato anche in chiave comparata, sembra confermare questa tendenza. Le controparti centrali, i depositari centrali di titoli e, più in generale, le infrastrutture essenziali per il funzionamento dei mercati finanziari assumono una rilevanza che supera i confini dei singoli ordinamenti. La loro efficienza non costituisce soltanto una condizione tecnica per la circolazione degli strumenti finanziari, ma rappresenta uno degli elementi sui quali si misura la capacità dell'Europa di offrire un mercato realmente integrato e competitivo a livello globale.

In questa medesima direzione si collocano anche le riflessioni di Antonella Brozzetti sul consolidamento bancario europeo, considerate quale presupposto essenziale per consentire agli intermediari europei di

competere efficacemente su scala globale. Le operazioni di concentrazione non vengono infatti considerate esclusivamente come fenomeni di mercato o come vicende di carattere societario, ma quale indicatore del grado di effettiva integrazione raggiunto dall'ordinamento europeo. La possibilità di sviluppare intermediari con una dimensione autenticamente sovranazionale dipende, infatti, non soltanto dalle dinamiche economiche, ma anche dall'esistenza di un quadro regolatorio e istituzionale sufficientemente omogeneo da consentire agli operatori di agire secondo regole prevedibili e uniformemente applicate.

Di talché il problema dell'integrazione europea non può essere affrontato attraverso una logica uniforme o rigidamente accentratrice. La complessità del sistema finanziario suggerisce piuttosto la ricerca di un equilibrio tra unità e pluralismo, nel quale il rafforzamento delle istituzioni europee si accompagni alla valorizzazione delle competenze sviluppate a livello nazionale. L'obiettivo non consiste nell'eliminare ogni differenziazione istituzionale, ma nel costruire un assetto nel quale la pluralità dei soggetti chiamati ad operare concorra a un esercizio coordinato delle rispettive funzioni.

È proprio questo equilibrio a rappresentare una delle principali sfide della *Savings and Investments Union*. L'integrazione dei mercati, infatti, non dipende esclusivamente dall'armonizzazione delle regole o dalla libertà di circolazione dei capitali. Essa richiede altresì un'architettura istituzionale capace di assicurare uniformità negli obiettivi, coerenza nell'azione pubblica e affidabilità delle infrastrutture sulle quali si fonda il funzionamento del mercato europeo. La costruzione di tale assetto costituisce, probabilmente, uno dei passaggi più delicati dell'intero processo di integrazione finanziaria dell'Unione.

#### 6. Oltre la riforma: il significato della Savings and Investments Union

Le riflessioni sviluppate nel corso del convegno consentono, in definitiva, di cogliere un elemento che attraversa trasversalmente i diversi contributi e che, probabilmente, rappresenta il lascito più significativo dell'intero progetto di ricerca. La costruzione di un autentico mercato europeo degli investimenti non può essere affidata esclusivamente alla produzione di nuove regole, né esaurirsi in una

revisione dell'attuale quadro istituzionale. Prima ancora che un processo normativo, essa costituisce un processo culturale.

La prospettiva della *Savings and Investments Union* richiede infatti un mutamento del modo stesso di concepire il rapporto tra risparmio, mercato e sviluppo economico. Per lungo tempo il dibattito europeo si è concentrato prevalentemente sulla necessità di rimuovere ostacoli giuridici alla circolazione dei capitali o di favorire nuove forme di finanziamento delle imprese. Le questioni affrontate nel presente volume mostrano come tali obiettivi, pur essenziali, non siano di per sé sufficienti. L'effettiva integrazione del mercato presuppone una più ampia trasformazione del contesto nel quale le regole sono chiamate ad operare, delle istituzioni che ne garantiscono l'attuazione e, soprattutto, della cultura economica che orienta le scelte degli operatori e dei risparmiatori.

Da questa prospettiva, il mercato europeo degli investimenti non può essere considerato come il risultato spontaneo dell'armonizzazione legislativa. Esso costituisce piuttosto un progetto collettivo, nel quale la qualità delle istituzioni, l'affidabilità della regolazione, la credibilità delle autorità, la maturità degli intermediari e la consapevolezza degli investitori concorrono, ciascuno secondo la propria funzione, alla costruzione di un sistema capace di sostenere crescita, innovazione e stabilità.

È probabilmente proprio questa dimensione culturale a spiegare perché il percorso verso la *Savings and Investments Union* non possa essere valutato esclusivamente sulla base dei provvedimenti normativi adottati. La sua riuscita dipenderà dalla capacità dell'ordinamento europeo di sviluppare una visione condivisa del ruolo che il mercato dei capitali è chiamato a svolgere all'interno del processo di integrazione dell'Unione. Le riforme legislative rappresentano certamente uno strumento indispensabile, ma la loro effettività sarà inevitabilmente condizionata dalla capacità di tradurre gli obiettivi politici in prassi istituzionali coerenti, comportamenti responsabili e assetti di mercato realmente funzionali agli interessi dell'economia europea.

Da questo angolo visuale, il diritto dell'economia conferma la propria peculiare vocazione metodologica. La sua funzione non consiste soltanto nell'interpretare il dato positivo o nel ricomporre sistematicamente le discipline di settore, ma anche nel cogliere le interazioni tra fenomeni giuridici, economici e istituzionali, offrendo

categorie interpretative adeguate a governarne l'evoluzione. Proprio la natura trasversale delle questioni affrontate dimostra come le tradizionali distinzioni tra diritto dei mercati, diritto bancario, diritto societario e disciplina della vigilanza risultino sempre meno idonee a descrivere la complessità del sistema finanziario europeo.

Anche sotto questo profilo, il convegno ha offerto un contributo che va oltre la ricostruzione dello stato dell'arte. Il confronto tra studiosi, autorità e operatori ha evidenziato come il progresso dell'integrazione europea richieda un dialogo permanente tra ricerca scientifica e istituzioni, nella consapevolezza che le grandi trasformazioni dell'ordinamento non maturano esclusivamente nelle sedi della produzione normativa, ma anche attraverso il confronto delle idee, l'elaborazione di nuove categorie ordinanti e la capacità della dottrina di anticipare le esigenze dell'evoluzione economica.

È forse questa l'indicazione più importante che emerge dagli Atti. La *Savings and Investments Union* non rappresenta il punto di arrivo di un processo riformatore, ma l'avvio di una nuova stagione del diritto dell'economia europea. Una stagione nella quale la competitività dei mercati, la tutela degli investitori, la qualità delle istituzioni e l'integrazione dell'ordinamento sono destinate a divenire espressioni complementari di un medesimo progetto, affidato non soltanto al legislatore europeo, ma alla responsabilità condivisa delle istituzioni, degli operatori e della comunità scientifica.