

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

SOMMARIO

ALBERTO URBANI, L'ordinamento finanziario italiano tra <i>Capital Markets Union</i> e <i>Savings and Investments Union</i> : alcune riflessioni introduttive	1
LILIA CAVALLARI, Keynote speech	13
CINZIA MOTTI, La Capital Markets Union delle Macchine (Processori di tutta Europa, unitevi!).....	31
MADDALENA RABITTI, La regionalizzazione degli investimenti tra CMU e SIU. Il mercato europeo tra tutele e innovazione tecnologica	53
DIEGO ROSSANO, Finanziamenti Bancari e Finanza Innovativa: il «caso» dei Minibond tra «Legge Capitali» e difficoltà interpretative	71
FRANCESCO CAPRIGLIONE, Introduzione all'analisi della <i>Capital Markets Union</i>	83
VINCENZO DONATIVI, Il sistema dei controlli interni: prospettive e riflessi sistematici	93
MARCO MAUGERI, Mercato unico dei capitali e scelte di politica del diritto	115
NICOLETTA MICHIELI, Brevi note sul ruolo dei sindaci nella prevenzione e gestione della crisi di società quotate (con uno sguardo sul novellato art. 2407 c.c.).	133
FILIPPO ANNUNZIATA, Verso la “semplificazione” della disciplina UE sui mercati finanziari: il nodo del metodo	161
PAOLA LUCANTONI, La <i>Savings and Investments Union</i> tra tutela preventiva degli investitori e carenza di rimedi giudiziali	181

RAFFAELE LENER, Qual è l’impatto del mercato unico dei capitali sugli intermediari?	199
CATERINA LUISA APPIO, Il contributo della <i>stewardship</i> al raggiungimento degli obiettivi del mercato unico dei capitali: spunti di riflessione	205
GIULIANA MARTINA, L’ordinamento assicurativo italiano nel prisma dell’Unione dei mercati dei capitali: prospettive <i>de iure condendo</i> . 215	
CLAUDIA MILLI, La nozione di investitore nella prospettiva della <i>Capital Markets Union</i> : profili giuridico-economici	227
SIMONA VICIANI, Assessing Risk Awareness in Financial Investments to Protect Young Investors	251
MIRELLA PELLEGRINI, Gli assetti di vigilanza tra centralizzazione e prossimità ai soggetti vigilati	269
TAVOLA ROTONDA 8 Maggio 2025.....	287
FILIPPO SARTORI, Verso la <i>Savings and Investments Union</i> : itinerari del diritto dell’economia	315

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Keynote speech

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il contesto internazionale. – 3. Verso l'unione dei risparmi e degli investimenti. – 4. Uno sguardo all'economia italiana. – 5. Osservazioni conclusive.

1. *Introduzione*

È stato un privilegio contribuire all'avvio dei lavori di questo convegno, che si distingue per l'elevata qualità e rilevanza dei temi affrontati. La ricchezza dei contributi in programma testimonia la vitalità del dibattito scientifico e la capacità di esaminare, con rigore metodologico e prospettive multidisciplinari, questioni complesse per l'ordinamento finanziario italiano e per l'auspicabile completamento del mercato unico dei capitali.

In questo contesto, la mia relazione si propone di offrire un quadro macroeconomico di riferimento e di suggerire alcuni spunti di riflessione sulle implicazioni che l'attuale assetto del mercato dei capitali europeo comporta per l'economia e la finanza pubblica in Italia.

L'architettura odierna del mercato dei capitali in Europa appare, per dimensione e frammentarietà, non pienamente adeguata a fronteggiare le sfide poste da un contesto internazionale sempre più complesso. Sono in corso profonde trasformazioni nell'economia e nella società che richiedono di affrontare per tempo lo sviluppo e la gestione delle nuove frontiere tecnologiche, la transizione demografica, i cambiamenti climatici, così come garantire la sicurezza e l'ordine economico globale. Occorrono risorse massicce per adeguare il sistema produttivo, integrando fondi pubblici e capitali privati.

E tuttavia, il potenziale di sviluppo è significativo: l'area dispone di un ampio bacino di risparmio che potrebbe essere indirizzato verso impieghi più produttivi. Per liberare tali potenzialità è necessario rimuovere barriere, sia nazionali sia comuni, che limitano le operazioni transfrontaliere, frammentano la regolamentazione finanziaria e ostacolano l'accesso al capitale, soprattutto per le imprese giovani e innovative.

La Commissione europea ha presentato il 4 dicembre scorso un ambizioso pacchetto legislativo con l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che si frappongono all'avanzamento dell'Unione dei risparmi e degli investimenti. «Una maggiore armonizzazione delle norme in materia di autorizzazione, di funzionamento e di vigilanza garantirà alle imprese chiarezza giuridica e prevedibilità, consentendo loro di allocare le risorse in modo più efficiente, ampliare le proprie attività e competere in modo più efficace sia all'interno dell'Unione europea che a livello globale»¹.

Mentre la debolezza del mercato dei capitali blocca le potenzialità delle imprese e delle economie europee, la congiuntura internazionale contribuisce a frenare la crescita. Per l'Italia, le prospettive di crescita sono tornate al di sotto della media europea e rimangono esposte a rischi prevalentemente orientati al ribasso. Il nostro tessuto produttivo conta un numero ancora ridotto di imprese innovative e di grandi dimensioni, mentre è limitata l'attività nei settori a più alta intensità tecnologica. Ciò pesa sulle prospettive di crescita potenziale.

In questo quadro, le politiche pubbliche possono esercitare un ruolo decisivo nel creare un ambiente favorevole all'innovazione e alla competitività attraverso misure mirate a sostenere gli investimenti e la capitalizzazione delle imprese, interventi di semplificazione normativa e procedurale lungo l'intero ciclo di vita aziendale, nonché la rimozione delle barriere che limitano la contendibilità dei mercati e l'accesso a fonti di finanziamento diversificate.

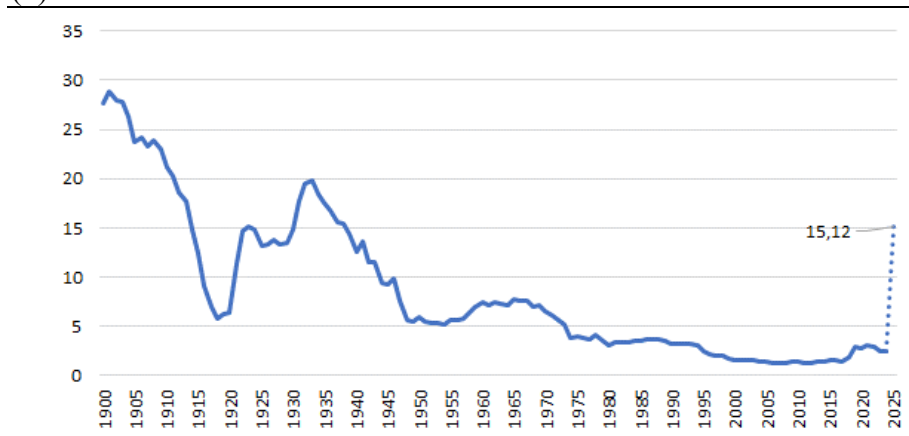
2. Il contesto internazionale

Il contesto internazionale è dominato da uno straordinario livello di incertezza e forti tensioni geopolitiche. Gli indicatori di incertezza globale e del commercio registrano picchi inusitati, vicini per dimensione al massimo registrato durante la pandemia. L'incertezza investe non solo l'entità, il profilo e l'estensione degli aumenti tariffari ma scuote le fondamenta stesse dell'ordine economico globale.

¹ *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European central bank, the European economic and social committee and the committee of the regions*, COM (2025) 940.

L'acuirsi di tensioni protezionistiche innescato dal nuovo corso dell'amministrazione statunitense sta frenando il commercio mondiale e rischia di accentuarne la frammentazione. L'aliquota implicita dei dazi effettivi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti è oggi superiore alla media registrata dal secondo dopoguerra di oltre 11 punti percentuali ed è solo di poco inferiore al picco raggiunto negli anni Trenta del secolo scorso (fig. 1). È cresciuto di riflesso il grado di restrizione tariffaria nell'intera economia mondiale.

Fig. 1.1 – Aliquota media effettiva dei dazi degli Stati Uniti
(1)



Fonte: *The Budget Lab at Yale*.

(1) Il dato sul 2025 risulta da una stima che tiene conto anche degli annunci al 1° giugno 2025.

Si profila un'accelerazione nel processo di riorientamento degli scambi internazionali. La geografia di queste riconfigurazioni resta incerta, sia per l'estensione delle dispute commerciali alla quasi totalità dei partner degli Stati Uniti, sia per l'imprevedibilità delle reazioni degli attori coinvolti. Gli sviluppi futuri dipenderanno dalla capacità dei paesi e delle imprese di creare nuovi legami commerciali e di rafforzare quelli esistenti, rimuovendo le barriere, interne ed esterne, che ostacolano una più ampia circolazione di beni, servizi, capitali, persone e conoscenza. In questo quadro, la riorganizzazione delle filiere produttive globali dovrà perseguire un delicato equilibrio tra l'esigenza di assicurare la sicurezza degli approvvigionamenti strategici e il controllo delle

tecnologie di frontiera e, dall'altro lato, la necessità di preservare l'efficienza produttiva e la capacità innovativa.

Neppure il sistema monetario internazionale e i mercati finanziari rimangono indenni di fronte a cambiamenti di tale portata. Dalla primavera di quest'anno si osserva un aumento della volatilità sui mercati azionari, obbligazionari e valutari. Pur essendo state recuperate le perdite seguite agli annunci sulle politiche tariffarie statunitensi del 2 aprile, persistono forti oscillazioni di prezzo nei mercati finanziari unite a segnali di un indebolimento della fiducia nel ruolo del dollaro quale perno del sistema monetario internazionale. Le quotazioni dell'oro, tradizionale bene rifugio nelle fasi di turbolenza, hanno raggiunto nuovi massimi storici e, per la prima volta da decenni, hanno mostrato un andamento divergente rispetto ai titoli sovrani statunitensi.

Le incertezze che gravano sul commercio internazionale, unite a condizioni di marcata volatilità nei mercati finanziari e in alcuni comparti delle materie prime, hanno spinto al ribasso le prospettive di crescita dell'economia globale. Le più recenti previsioni del Fondo monetario internazionale segnalano infatti un rallentamento diffuso dell'attività economica a livello mondiale nel biennio 2025-26, sebbene di entità minore rispetto alle attese del luglio scorso (tab. 1).

Tab. 1 - FMI, World Economic Outlook October 2025

	WEO ottobre 2025			Differenze con WEO luglio 2025	
	2024	2025	2026	2025	2026
Prodotto mondiale	3.3	3.2	3.1	0.2	0.0
<i>Economie avanzate</i>	1.8	1.6	1.6	0.1	0.0
<i>Stati Uniti</i>	2.8	2.0	2.1	0.1	0.1
<i>Area dell'euro</i>	0.9	1.2	1.1	0.2	-0.1
<i>Economie emergenti</i>	4.3	4.2	4.0	0.1	0.0
<i>Cina</i>	5.0	4.8	4.2	0.0	0.0
Commercio mondiale	3.5	3.6	2.3	1.0	0.4

La fragilità del quadro internazionale rende ancora più arduo individuare soluzioni condivise alle grandi questioni globali – dal cambiamento climatico alla duplice transizione verde e digitale, fino alla *governance* delle nuove tecnologie informatiche. Rimane urgente un coordinamento più stretto degli interventi di mitigazione del cambiamento climatico, che coinvolga il maggior numero possibile di

attori. In assenza di un approccio concertato, infatti, misure isolate rischiano di risultare non solo poco efficaci ma ben più onerose. Anche le politiche di adattamento potrebbero beneficiare di una strategia cooperativa, che consenta di ampliare la scala degli interventi e di tener conto, in modo più completo, delle esternalità prodotte dalle diverse azioni intraprese.

Evidenze preliminari dell'Ufficio parlamentare di bilancio indicano che, nel lungo periodo, l'impatto sulla finanza pubblica dei soli eventi climatici estremi risulterebbe oltre cinque volte più contenuto qualora si adottassero politiche comuni finalizzate al raggiungimento della neutralità carbonica entro il 2050.²

Parallelamente, le sfide legate al rafforzamento della resilienza economica, della sicurezza e della stabilità delle relazioni internazionali si intensificano. Al tempo stesso aumentano le pressioni affinché le politiche fiscali nazionali assumano un ruolo più attivo, sia in materia di difesa sia nel sostegno alla crescita. Tuttavia, livelli elevati di debito pubblico in molti paesi, costi di finanziamento in aumento e spazi fiscali eterogenei nei diversi paesi rappresentano elementi di vulnerabilità oltre a costituire vincoli non trascurabili per l'azione di policy.

In Europa, le crescenti pressioni per rafforzare i sistemi di difesa hanno generato, finora, risposte prevalentemente nazionali. La Commissione europea ha invitato gli Stati membri a ricorrere alla clausola di salvaguardia nazionale, al fine di accrescere in modo rapido e coordinato la spesa per la difesa. Tale strumento consentirebbe di incrementare la spesa pubblica in questo ambito che non verrebbe conteggiata per i prossimi quattro anni nel percorso di spesa netta raccomandato dal Consiglio.

Attualmente, 16 Stati membri hanno richiesto l'attivazione della clausola, ma ulteriori domande potrebbero ancora pervenire. La Germania ha annunciato un piano decennale particolarmente ambizioso, mirato a potenziare sia gli investimenti infrastrutturali sia la capacità difensiva del paese. Il finanziamento di tali interventi attraverso il ricorso all'indebitamento, reso possibile dall'allentamento del freno al debito, comporterà un aumento significativo del debito pubblico tedesco nel medio termine. I mercati finanziari hanno già incorporato queste prospettive, riflettendole in un incremento dei

² UPB, *Rapporto sulla politica di bilancio 2025*.

rendimenti sui titoli di Stato tedeschi, con potenziali ripercussioni sul costo del finanziamento per l'intera area dell'euro.

3. *Verso l'unione dei risparmi e degli investimenti*

L'avanzamento verso un'area comune del risparmio e degli investimenti in Europa è oggi più che mai cruciale. Un mercato dei capitali ampio ed efficiente è indispensabile per consentire ai risparmiatori di allocare la ricchezza nel tempo in modo ottimale, accrescendone il valore attraverso opportunità di investimento stabili e redditizie. Esso rappresenta, inoltre, una fonte essenziale di finanziamento per le imprese ed è condizione necessaria per favorire un equilibrato rapporto tra capitale proprio e debito. La disponibilità di capitale di rischio e di strumenti obbligazionari assume un ruolo decisivo nelle fasi del ciclo di vita aziendale orientate all'innovazione tecnologica – dalla trasformazione digitale all'efficientamento energetico – nonché nei processi di crescita dimensionale e di espansione verso nuovi mercati.

Nel confronto con le principali economie avanzate, il mercato dei capitali dell'Unione europea appare significativamente sottodimensionato, oltre che frammentato e disomogeneo tra gli Stati membri. La capitalizzazione di mercato delle borse europee è pari a poco più di un quarto di quella statunitense; nel 2024 ammontava al 73 per cento del prodotto interno lordo nell'Unione rispetto al 270 per cento negli Stati Uniti. Risultano particolarmente deboli i segmenti di mercato legati alla creazione di nuove attività imprenditoriali, quali il *venture capital*, la cartolarizzazione e, più in generale, la raccolta di capitale di rischio.

Per contro, la debolezza del mercato dei capitali in Europa si traduce in una maggiore dipendenza delle imprese dal finanziamento bancario, mentre rimane contenuta la quota di capitale di rischio e, in particolare, di finanziamento azionario. Il credito bancario non è pienamente adeguato per sostenere progetti altamente innovativi, caratterizzati da un elevato grado di rischio e da un potenziale di rendimento altrettanto elevato. Valutare il merito creditizio di iniziative imprenditoriali promettenti ma prive di adeguate garanzie collaterali e con flussi di cassa negativi nel breve periodo è, infatti, complesso. Dal punto di vista delle imprese, inoltre, il costo del credito può risultare particolarmente

oneroso proprio nelle fasi iniziali dell'attività, limitando la capacità di espansione e crescita dimensionale.

Le differenze nei modelli di finanziamento – più orientato al credito bancario in Europa e più basato sul mercato dei capitali negli Stati Uniti – si riflettono nelle dinamiche degli investimenti e nelle caratteristiche del tessuto produttivo. A fronte di andamenti simili degli investimenti complessivi nel periodo post-pandemico, la crescita risulta essere trainata principalmente dalla componente pubblica in Europa, mentre quella privata fatica a tenere il passo degli Stati Uniti. Un'ampia evidenza empirica mostra che l'accesso al mercato dei capitali favorisce investimenti per la crescita dimensionale, l'adozione di tecnologie avanzate e l'innovazione di prodotto. Secondo analisi della Banca europea per gli investimenti, le imprese che possono emettere azioni per finanziare nuovi prodotti o servizi registrano tassi di crescita degli investimenti superiori di circa 7 punti percentuali rispetto alle altre e hanno una probabilità più elevata di circa 13 punti percentuali di sviluppare nuovi prodotti.³

Gli Stati Uniti, grazie a una quota di finanziamento in capitale di rischio molto più elevata rispetto all'Europa, presentano imprese mediamente più grandi, più dinamiche e con una maggiore presenza nei settori ad alta intensità tecnologica. Queste differenze contribuiscono in misura rilevante a spiegare il divario di produttività e capacità tecnologica che separa le due sponde dell'Atlantico.

Eppure, il mercato europeo presenta un potenziale straordinario. Il tasso di risparmio delle famiglie, pari al 15 per cento del reddito disponibile, è quasi doppio rispetto a quello degli Stati Uniti. La ricchezza finanziaria superava i 35 trilioni di euro nel 2024, mentre il flusso annuale di risparmio ammontava a circa 1,5 trilioni. Si tratta di una capacità di raccolta ingente, che tuttavia risulta solo parzialmente utilizzata. Poco meno di un terzo della ricchezza finanziaria complessiva è detenuto in contante; la parte restante è investita prevalentemente in depositi bancari e titoli sovrani. Rispetto agli Stati Uniti, la quota di investimenti azionari è sensibilmente più contenuta, così come risulta molto inferiore la dotazione di attività finanziarie pro capite. Nonostante livelli di risparmio più elevati, nell'ultimo decennio

³ EIB – *European Investment Bank* (2025), *Innovation, integration and simplification in Europe*, EIB Investment Report 2024/2025.

la ricchezza finanziaria in Europa è quindi cresciuta a un ritmo decisamente più lento di quello statunitense, pari a circa un terzo.

Criticità rilevanti emergono anche osservando la struttura interna del mercato europeo. I mercati dei capitali risultano fortemente sottodimensionati in numerosi paesi dell'Europa centrale, orientale e meridionale; persistono ampie eterogeneità tra Stati membri negli standard di regolazione, trasparenza, tassazione ed efficienza; permangono barriere all'ingresso per gli investimenti transfrontalieri e una limitata attrattività nei confronti degli investitori extra-UE. A ciò si aggiunge la scarsa disponibilità di strumenti comuni sia per il finanziamento sovrano sia per la raccolta di capitale di rischio.

Molto è stato realizzato, soprattutto a seguito della crisi finanziaria globale, ma molto resta ancora da fare. È necessario rafforzare i segmenti più deboli del mercato, sviluppando un vero mercato europeo per le cartolarizzazioni e per il *venture capital*; potenziare le attività transfrontaliere mediante la rimozione delle barriere nazionali e l'adozione di *standard* comuni in materia di regolazione, trasparenza, vigilanza e sicurezza; promuovere piattaforme condivise per la negoziazione delle transazioni finanziarie. Attualmente nell'Unione operano 14 piattaforme per la sola negoziazione dei titoli e 32 per il deposito, per lo più organizzate su base nazionale e dunque frammentate. In prospettiva, risulta cruciale dotarsi di una piattaforma europea unica sia per la negoziazione sia per la custodia dei titoli, in grado di competere efficacemente sui mercati globali.

4. *Uno sguardo all'economia italiana*

Il deterioramento del contesto internazionale si riflette inevitabilmente sulle prospettive dell'economia italiana. Nel Documento di finanza pubblica dello scorso aprile, il Governo aveva dimezzato le previsioni di crescita per l'anno in corso e rivisto lievemente al ribasso quelle per il 2026. Il Documento programmatico di finanza pubblica dello scorso ottobre ha limato ulteriormente al ribasso le previsioni tendenziali per il biennio 2026-27, mentre prevede un lieve impulso espansivo, pari a 0,1 punti percentuali, nel 2027-28 per effetto della manovra di bilancio 2026. L'UPB ha validato l'intero quadro macroeconomico tendenziale e programmatico.

Nel 2024 il PIL reale è aumentato dello 0,7 per cento, in linea con il ritmo dell'anno precedente e, per la prima volta dal periodo pandemico, inferiore a quello dell'area dell'euro. Alla crescita hanno contribuito in misura analoga la domanda interna al netto delle scorte e la domanda estera. L'inflazione si è ridotta sensibilmente, scendendo all'1,0 per cento; il calo ha interessato anche la componente di fondo, tradizionalmente più vischiosa. Il mercato del lavoro ha continuato a mostrare una dinamica favorevole: gli occupati sono aumentati dell'1,6 per cento e le ore lavorate di circa l'1,0 per cento nell'industria e oltre il 2 per cento nei servizi. Gli incrementi sono stati particolarmente significativi nel Mezzogiorno, sebbene il divario nei livelli di reddito e produzione rispetto al Nord rimanga ampio. Il tasso di disoccupazione continua a diminuire, avvicinandosi al 6,0 per cento nel corso dell'anno. Le retribuzioni reali sono cresciute, pur recuperando solo parzialmente la perdita di potere d'acquisto accumulata dal 2021.

Nel primo trimestre dell'anno in corso, il PIL è aumentato dello 0,3 per cento in termini congiunturali, al di sotto della media dell'Unione europea; il secondo trimestre ha registrato una contrazione dello 0,1 per cento, mentre nel terzo è prevalsa una sostanziale stagnazione. La crescita acquisita per il 2025 è pari allo 0,5 per cento. La dinamica congiunturale è trainata principalmente dalla domanda interna, con un lieve aumento dei consumi e un recupero degli investimenti, tornati a crescere a ritmi sostenuti già nella parte finale del 2024. Il contributo della domanda estera è rimasto marginale, nonostante l'accelerazione delle esportazioni nel primo trimestre.

Nel settore manifatturiero, dopo i lievi segnali di ripresa emersi tra la fine del 2024 e l'inizio dell'anno in corso, il tono congiunturale rimane debole e non si intravede una inversione di tendenza a breve termine. L'attività nelle costruzioni, pur in rallentamento rispetto alle dinamiche sostenute che hanno caratterizzato il post-pandemia, è ancora vivace e non sembra risentire in modo significativo del ridimensionamento degli incentivi fiscali all'edilizia residenziale. Al contrario, l'attività nei servizi ristagna. Il clima di fiducia si mantiene complessivamente debole, soprattutto dal lato delle imprese.

La moderata espansione dell'attività economica, in continuità con gli andamenti degli ultimi due anni, suggerisce che si sia ormai esaurita la spinta derivante dalla forte ripresa del biennio post-pandemico. Nelle stime di consenso, le potenzialità di crescita dell'economia italiana

restano modeste, condizionate da tendenze demografiche sfavorevoli e da una dinamica della produttività contenuta.

Nel periodo post-pandemico, la produttività del lavoro ha ristagnato in un contesto in cui il mercato del lavoro ha evidenziato una sorprendente capacità di generare occupazione, recuperando rapidamente e poi superando i livelli precedenti alla crisi. L'erosione dei salari reali dovuta alla fiammata inflazionistica ha contribuito a sostenere la domanda di lavoro, ma ha al tempo stesso favorito una riduzione dell'intensità di capitale e una riallocazione dell'occupazione verso settori a più basso valore aggiunto.

Il ritorno a dinamiche di crescita moderate non è, tuttavia, un destino inevitabile. La progressiva contrazione della forza lavoro indotta dalla transizione demografica potrà essere almeno in parte compensata da un aumento dei tassi di partecipazione, in particolare tra donne e giovani, per i quali negli ultimi anni si sono registrati progressi significativi. I flussi migratori possono contribuire a colmare le carenze di manodopera che già emergono in settori come il turismo e le costruzioni; in prospettiva, sarà cruciale rafforzare la capacità di attrarre lavoratori qualificati. Sotto questo profilo, la distribuzione per titolo di studio del saldo migratorio risulta sfavorevole nel confronto internazionale: la quota di immigrati con almeno un titolo universitario è pari al 13,9 per cento, contro una media europea del 31,8 per cento, mentre è elevato il numero di laureati italiani che cercano all'estero opportunità professionali più coerenti con le proprie aspettative di carriera e di crescita⁴.

Compensare integralmente gli effetti di una demografia avversa richiederà, in ultima analisi, un deciso cambio di passo volto a innalzare in modo persistente la produttività. In questo quadro, un significativo elemento di discontinuità rispetto all'esperienza degli ultimi decenni è rappresentato dal Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), che mobilita risorse ingenti con l'obiettivo di accelerare le transizioni tecnologiche – in particolare quella verde e digitale – promuovere la coesione territoriale e sociale, sostenere l'istruzione e la ricerca,

⁴ Si veda l'audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio presso la Commissione parlamentare di inchiesta sugli effetti economici e sociali derivanti dalla transizione demografica in atto, 8 maggio 2025.

potenziare il sistema sanitario e adeguarlo alle esigenze di una popolazione che invecchia.

Il Piano può incidere in modo rilevante sulle potenzialità di crescita, non tanto per l'entità della spesa in sé – che si riflette soprattutto sugli andamenti congiunturali – quanto per la capacità di trasformare l'ambiente produttivo e sociale. La leva decisiva sarà la capacità di innovare: diffondere e adottare su larga scala tecnologie di frontiera, rafforzare le competenze professionali, sostenere l'imprenditorialità e accrescere la competitività del sistema produttivo. A tal fine sarà determinante garantire continuità, anche oltre l'orizzonte temporale del Piano, ai progetti di potenziamento infrastrutturale e agli interventi di riforma dei mercati e delle Amministrazioni pubbliche, sostenendo parallelamente i processi di accumulazione di capitale fisico e umano.

I cambiamenti strutturali richiedono tempo per essere realizzati e per dispiegare appieno i loro effetti. Analisi dell'UPB indicano che una progressiva convergenza verso gli *standard* europei di partecipazione al mercato del lavoro potrebbe aumentare la produttività del lavoro, con un impatto significativo sul potenziale di crescita – stimabile nell'ordine di un punto percentuale nel lungo periodo. La produttività dell'economia dipende inoltre dall'efficienza con cui le Amministrazioni pubbliche erogano servizi e prestazioni sull'intero territorio nazionale e gestiscono i processi di spesa e di prelievo fiscale.

Nonostante la debolezza del quadro macroeconomico, l'andamento della finanza pubblica è rimasto in linea con gli obiettivi programmatici di graduale consolidamento dei conti. Il 2024 si è chiuso con un indebitamento netto pari al 3,4 per cento del PIL, in forte diminuzione rispetto al 7,2 per cento dell'anno precedente e inferiore alle stime contenute nei documenti programmatici. Il saldo primario è tornato positivo dopo quattro anni, confermando la tendenza verso un ritorno alla normalità dopo le emergenze pandemica ed energetica.

Il miglioramento del quadro tendenziale deriva da una riduzione significativa della spesa rispetto all'anno precedente, riconducibile in larga parte al ridimensionamento degli effetti del Superbonus, e dal buon andamento delle entrate. La dinamica delle entrate è risultata favorevole sia rispetto all'anno precedente sia rispetto alle previsioni formulate in corso d'anno, trainata soprattutto dall'imposta sui redditi. Le ritenute sul lavoro dipendente hanno beneficiato dell'aumento delle retribuzioni registrato nell'economia e, in particolare, dell'incremento

delle retribuzioni medie; il buon andamento del mercato del lavoro e il graduale recupero dei salari prefigurano il protrarsi di tendenze positive anche nel medio termine.

Il debito pubblico è tornato a crescere in rapporto al PIL dopo tre anni consecutivi di calo, raggiungendo a fine 2024 il 135,3 per cento, un valore leggermente inferiore alle attese. L'aumento riflette il peggioramento della componente di aggiustamento stock-flussi, legato agli effetti di cassa del Superbonus, e, in misura minore, il differenziale divenuto sfavorevole tra costo medio del debito e crescita del PIL nominale. Una gestione attenta delle scadenze e delle emissioni ha consentito di mantenere elevata la vita media residua del debito delle Amministrazioni pubbliche (7,9 anni) e dello stock dei titoli di Stato (7 anni). Un ampio orizzonte di vita residua permette di pianificare le nuove emissioni in modo da sfruttare condizioni di mercato favorevoli e accresce la resilienza del debito a eventuali improvvise tensioni finanziarie.

L'anno in corso segna l'avvio del nuovo ciclo di programmazione quinquennale previsto dal Piano strutturale di bilancio 2025-29. Il Piano prevede una progressiva riduzione dell'indebitamento netto, che scenderebbe sotto il 3 per cento del PIL nel 2026, consentendo l'uscita dalla procedura per disavanzi eccessivi nel 2027. Alla fine del periodo, il disavanzo si attesterebbe all'1,8 per cento. Lo sforzo annuale di aggiustamento – una riduzione del saldo primario strutturale di circa mezzo punto percentuale di PIL in media – è leggermente inferiore alla traiettoria di riferimento della Commissione europea, pur prevedendo aggiustamenti più intensi nei primi anni del Piano.

Il Piano si fonda su previsioni macroeconomiche di medio termine validate dall'UPB. Le stime per il PIL 2024, al netto delle revisioni dei conti trimestrali, si sono dimostrate accurate. Il percorso di consolidamento, improntato a prudenza e responsabilità, appare coerente con una plausibile riduzione del rapporto debito/PIL nel medio termine. Dopo il picco previsto nel 2026, il rapporto inizierebbe a diminuire gradualmente fino alla fine del Piano e per tutto il decennio successivo, raggiungendo il 113,7 per cento nel 2041. Le analisi condotte dall'UPB in sede di valutazione del Piano indicano che tale dinamica sarebbe robusta anche in presenza di condizioni macro-finanziarie meno favorevoli, in linea con l'esperienza storica, e di ipotesi più caute riguardo all'andamento del prodotto potenziale.

Alla luce dell'aggiornamento del quadro programmatico di finanza pubblica pubblicato lo scorso ottobre, il percorso del debito risulterebbe lievemente più favorevole rispetto a quanto previsto nel Piano strutturale fino al 2027, per poi allinearsi all'obiettivo nel periodo successivo. Sul profilo del debito continueranno a pesare gli effetti di cassa del Superbonus; al contrario, la realizzazione degli obiettivi di privatizzazione – pari complessivamente a 0,8 punti percentuali di PIL nel triennio 2025-27 – e la riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro dovrebbero contribuire positivamente alla dinamica del rapporto debito/PIL.

L'impostazione prudente della politica di bilancio ha contribuito a rafforzare la credibilità del percorso di risanamento dei conti pubblici, con benefici evidenti nella valutazione del merito di credito sovrano da parte dei mercati finanziari. Circa un terzo del debito pubblico è detenuto da investitori esteri, mentre poco più del 14 per cento è nei portafogli delle famiglie e delle imprese non finanziarie residenti. Ogni anno il Tesoro colloca nuove emissioni di titoli di Stato per importi molto rilevanti: per il 2025, l'UPB stima emissioni nette – al netto dei programmi dell'Eurosistema – pari a 173 miliardi di euro.

In tale contesto, anche variazioni moderate dei rendimenti all'emissione possono avere effetti significativi sulla spesa per interessi. Secondo stime UPB, una diminuzione permanente del tasso medio all'emissione pari a 100 punti base genererebbe, nell'arco di tre anni, un risparmio complessivo pari a circa 21 miliardi di euro nel servizio del debito. Un impegno di risanamento credibile contribuisce dunque ad accelerare la riduzione del disavanzo e la discesa del rapporto debito/PIL, liberando nel tempo risorse che potrebbero essere destinate a usi produttivi e socialmente rilevanti.

Mantenere una linea di prudenza e responsabilità è tanto più importante in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza macroeconomica e da molteplici rischi per la finanza pubblica. Un andamento dell'attività economica significativamente diverso rispetto a quello incorporato negli scenari programmatici potrebbe infatti allontanare i saldi di bilancio e la traiettoria del debito dal percorso desiderato, rendere necessari interventi correttivi o far emergere nuove priorità di spesa. In questo quadro, indicare tempestivamente le linee di indirizzo che si intendono perseguire contribuisce ad ancorare le

aspettative degli operatori e a mantenere elevata la fiducia nell'impegno di risanamento.

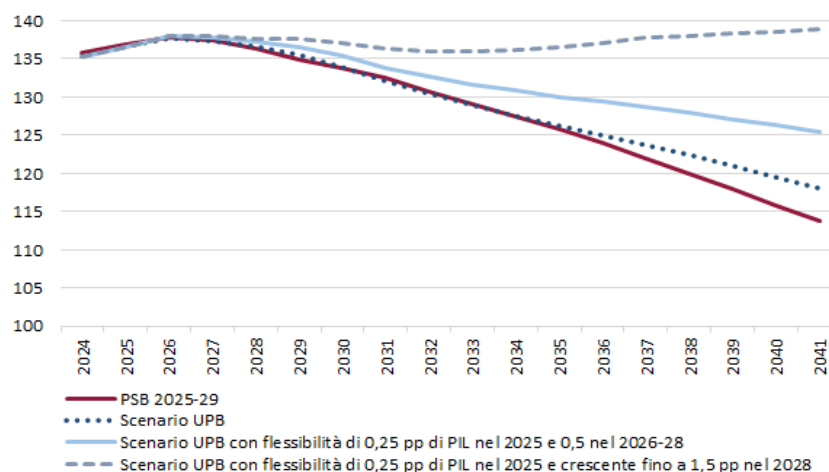
Le previsioni di crescita aggiornate nel Documento programmatico di finanza pubblica, pur riflettendo il peggioramento del quadro internazionale, non hanno reso necessario modificare gli obiettivi programmatici del Piano strutturale, anche grazie a entrate più favorevoli del previsto. Nel medio termine, tuttavia, i rischi rimangono prevalentemente orientati al ribasso. Pesa la fragilità del contesto globale; sul fronte interno, risulta cruciale accelerare la transizione verso un sistema produttivo più resiliente, competitivo e sostenibile. L'attuazione tempestiva del PNRR e la prosecuzione del percorso di riforma e di sostegno agli investimenti delineato nel Piano strutturale di bilancio rappresentano, in tal senso, opportunità decisive.

Contestualmente, si rafforzano le pressioni sulla spesa per la sicurezza e la difesa, anche alla luce degli impegni assunti in sede internazionale. Il ricorso all'indebitamento in una fase di transizione per accogliere un aumento permanente della spesa per la difesa in rapporto al PIL potrebbe avere effetti significativi sul percorso di riduzione del debito.

Secondo le simulazioni UPB, un utilizzo parziale della flessibilità consentita dalla clausola di salvaguardia nelle nuove regole europee – che faccia progressivamente aumentare la spesa per la difesa fino allo 0,5 per cento del prodotto interno lordo – sarebbe compatibile con il mantenimento del debito su un sentiero discendente nel medio termine (fig. 2).

Al contrario, l'uso integrale della clausola di salvaguardia, con un aumento della spesa di difesa pari a 1,5 punti percentuali di PIL, farebbe aumentare il rapporto debito/PIL e richiederebbe uno sforzo aggiuntivo di consolidamento nel successivo Piano strutturale di bilancio.

Fig. 2 – Evoluzione del debito pubblico (in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazione su dati DFP 2025, PSB 2025-29, Commissione europea, Banca d'Italia e Istat.

5. Osservazioni conclusive

La crescente complessità del quadro internazionale rende essenziale un rafforzamento del ruolo economico e politico dell'Europa. Per l'economia europea, come per l'Italia, la variabile strategica è rappresentata dalla capacità di innovazione: essa costituisce il presupposto per ridurre il divario tecnologico nei confronti dei principali partner commerciali e per accelerare la trasformazione del modello produttivo europeo. In questo senso, l'orientamento delle politiche è delineato con chiarezza dalla Bussola per la competitività oltre che dai diversi piani e indirizzi strategici ispirati dai Rapporti Draghi e Letta⁵.

Sarebbe auspicabile proseguire nel solco tracciato da Next Generation EU per promuovere soluzioni condivise ai problemi comuni. Azioni coordinate, insieme a strumenti e risorse comuni, sono

⁵ M. DRAGHI, "The future of European competitiveness", European Commission, 2024; E. LETTA, "Much More Than a Market-Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens", European Commission, 2024.

indispensabili per la produzione dei beni pubblici europei e per il pieno funzionamento del mercato unico, che rappresenta un cruciale punto di forza dell'Europa. È urgente rimuovere le barriere, nazionali e comuni, che ancora frammentano i mercati europei e sviluppare appieno le notevoli potenzialità dell'Unione dei risparmi e degli investimenti. Avanzare nell'attuazione dei principi del Pilastro europeo dei diritti sociali contribuirà a garantire che i benefici della crescita siano equamente distribuiti tra paesi e gruppi sociali.

La complessità del quadro internazionale rende parimenti essenziale mantenere una linea di prudenza e responsabilità nella gestione dei conti pubblici. La politica di bilancio nazionale dovrà trovare un equilibrio tra la necessità di rispondere a priorità vecchie e nuove e l'esigenza di preservare finanze pubbliche solide. Ciò richiede visione strategica e trasparenza.

Gli obiettivi del Piano strutturale di bilancio e del PNRR delineano un percorso chiaro per il consolidamento fiscale e per accompagnare le trasformazioni economiche e sociali necessarie a sbloccare il potenziale di crescita del Paese. Occorre dare continuità alle azioni di riforma previste, sostenendo contestualmente i processi di accumulazione e adeguamento del capitale fisico e umano.

La ritrovata normalità della finanza pubblica dopo le crisi pandemica ed energetica impone di superare interventi emergenziali e misure provvisorie, a favore di un disegno più organico, stabile e orientato alla sostenibilità nel lungo periodo. Si apre una stagione di scelte impegnative, che richiama la politica alla responsabilità di definire con chiarezza le priorità verso cui indirizzare le risorse disponibili. La sostenibilità e l'efficacia dei principali istituti dello Stato sociale dipendono dalla capacità di predisporre misure adeguate a rispondere a bisogni in continua evoluzione.

Una programmazione di bilancio trasparente contribuisce ad ancorare le aspettative dei mercati, delle imprese e delle famiglie, creando condizioni favorevoli per interventi di ampio respiro e scelte lungimiranti. Disporre per tempo di un quadro completo delle prospettive dell'economia e della finanza pubblica nel medio termine è garanzia di trasparenza dell'azione pubblica e presupposto per un pieno e informato confronto democratico sulle scelte di bilancio. La solidità della finanza pubblica, infatti, non si basa soltanto sulla prudenza nella gestione dei conti, ma richiede l'esistenza di linee di indirizzo chiare,

capaci di orientare l'azione pubblica di fronte a scenari inattesi o avversi. In un contesto caratterizzato da elevata incertezza, la politica di bilancio può e deve costituire un'ancora per la stabilità del sistema economico.

La Capital Markets Union delle Macchine (Processori di tutta Europa, unitevi!)

SOMMARIO: 1. La dimensione “digitale” della *Capital Markets Union*. – 2. La fase di “osservazione”: l’*Action Plan 2015*. – 3. La revisione dell’*Action Plan 2015* e l’*Action Plan 2020*. – 4. Transizione al diritto societario digitale e *Savings and Investments Union*. – 5. L’avvento della *machina sapiens*. I casi d’uso e i rischi. – 6. Lusinghe e misfatti della *platform governance* – 7. Qualche auspicio per il futuro.

1. La dimensione “digitale” della Capital Markets Union

Il tema delle tecnologie digitali (espressione qui adoperata per brevità al fine di indicare tutte le famiglie di programmi e sistemi basati sull’impiego del codice binario) intercetta le politiche miranti a realizzare l’Unione dei mercati dei capitali (in breve, secondo l’acronimo inglese, CMU) a livello di Unione europea sotto una molteplicità di profili.

Anzitutto, non sembrano esservi dubbi in ordine al ruolo che un mercato dei capitali europeo solido e ben funzionante potrebbe svolgere in vista di un obiettivo largamente condiviso, ossia la necessità di procedere celermente al superamento del divario tecnologico rispetto alle maggiori potenze su scala globale (USA e Cina anzitutto), mobilitando risorse finanziarie in grado di promuovere la creazione di “campioni” europei nell’industria dell’intelligenza artificiale e attenuando così la dipendenza strategica nei processi di innovazione.

In secondo luogo, l’industria dei servizi finanziari – fattore cruciale per la realizzazione della CMU – è forse il settore economico che fin dalla fine degli anni Ottanta del secolo scorso ha fatto più ampiamente ricorso all’innovazione digitale (basti qui citare l’esempio dell’utilizzo di sistemi per il trading automatico, giudicato tra i fattori scatenanti del Big crash del 1987¹, sperimentando per primo le potenzialità della piattaforme per consentire prima il passaggio dalla contrattazione “alle

¹ V. per tutti M. CARLSON, *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response*, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2007.

grida” alla contrattazione per via telematica e poi al trading algoritmico ad alta frequenza. Ricerche empiriche recenti hanno messo in luce i massicci investimenti in nuove tecnologie già realizzati o programmati, con una progressiva estensione dell’impiego dei nuovi strumenti a disposizione – da ultimo, l’intelligenza artificiale agentica – a tutte le aree di attività e a tutte le funzioni aziendali. Dopo la fase sperimentale, un ulteriore contributo delle nuove tecnologie all’efficienza delle infrastrutture di mercato e alla stessa attività di *compliance* e vigilanza è atteso dagli sviluppi dell’utilizzo delle *distributed ledger technologies*, dalla RegTech e dalla SupTech.

Un terzo elemento di intersezione tra il processo di unificazione del mercato dei capitali e l’innovazione tecnologica è rappresentato dalla capacità acquisita dalle “macchine” di lavorare al servizio degli obiettivi della CMU non solo come fattore di efficientamento del sistema finanziario, ma quale vero e proprio motore del processo di integrazione, superando barriere linguistiche e geografiche. Mi riferisco ai progressi resi possibili dal largo impiego dei *Large Language Model* e dalle loro pressoché infinite potenzialità applicative, che nel volgere di pochi anni – combinandosi con altre tecnologie, già in uso da tempo, di elaborazione, analisi e diffusione dei dati – ha indotto radicali innovazioni nel comportamento di investitori, imprese e mercati, aprendo scenari caratterizzati da rilevanti opportunità, ma al tempo stesso tutt’altro che immuni da rischi.

Di qui l’interesse ad analizzare – ed è per l’appunto questo il tema di cui intendo occuparmi – il ruolo che i documenti di *policy* dell’Unione, ed alcune delle iniziative di attuazione, affidano alle “macchine” al servizio degli obiettivi della CMU, delle conseguenze che possono derivarne alla luce degli ultimi sviluppi, nonché di alcune ipotesi di possibili interventi regolatori per fronteggiare i potenziali rischi di uso non corretto.

A questo fine, sembra opportuno anzitutto ripercorrere le tappe della progressiva presa di coscienza del rapporto fra innovazione tecnologica e CMU, che per semplicità possono distinguersi in tre fasi: la fase di “osservazione” del fenomeno, di cui si iniziano ad intravedere le potenzialità (2015-2017); la stagione dell’entusiasmo, forse un po’ troppo acritico (2017-2020); la transizione al diritto societario digitale,

che riceve nuovo impulso grazie ai Rapporti Draghi e Letta². Sullo sfondo vi è il nuovo obiettivo di creare un mercato unico dei capitali che non sia auto-referenziale (ossia funzionale agli interessi della stessa finanza), ma che sia capace di mobilitare i risparmi a vantaggio dell'economia reale (*Savings and Investments Union* – in breve, SIU), secondo le indicazioni del Rapporto Letta. Ciascuna di queste fasi rispecchia un determinato stadio della tecnologia e delle sue applicazioni già note e sperimentate.

2. La fase di “osservazione”: l'Action Plan 2015

L'Action Plan 2015 risale ad un'epoca in cui il fenomeno del Fintech era ancora agli esordi e al centro del dibattito pubblico vi era soprattutto il mondo dell'*open finance*, avvertito come una fonte di rischi più che come un'opportunità di inclusione finanziaria, nel timore che i *disruptor* potessero minacciare non solo gli *incumbent*, ma – operando al di fuori del sistema delle regole di vigilanza prudenziale – la stessa stabilità del sistema.

Non desta sorpresa, dunque che – a differenza dei successivi documenti di *policy* – non venga riservata un'attenzione specifica al tema degli effetti dell'innovazione tecnologica in termini di nuove opportunità per la CMU. Traspare tuttavia una certa curiosità per i nuovi canali di finanziamento, specie a vantaggio delle piccole e medie imprese, attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, la cui

² M. DRAGHI, *The future of European competitiveness. A competitiveness strategy for Europe*, settembre 2024, https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20-%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf; E. LETTA, *Much more than a Market. Speed, Security, Solidarity - Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, aprile 2024, ed ivi a p. 109, quale parte di un più ambizioso progetto di creare un 28° regime di diritto degli affari attraverso l'adozione di un *European Business Code*, la proposta di creare una *Simplified European Company* (<https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>). Da qui l'iniziativa nota come *Business Compass* della Commissione: Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *A Competitiveness Compass for the EU*, gennaio 2025, 10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en.

regolamentazione si reputa peraltro “prematura” (e in effetti il regolamento europeo in materia verrà varato solo cinque anni dopo)³ e per la prestazione di servizi finanziari online (inizialmente, per i soli servizi di tipo tradizionale: servizi di pagamento, conto corrente, finanziamento e servizi assicurativi), principalmente allo scopo di accrescere la concorrenza nel campo dell’offerta alla clientela al dettaglio⁴. A quest’ultimo riguardo, all’*Action Plan* fa seguito ben presto una iniziativa di consultazione della Commissione, attraverso il Libro verde sui servizi finanziari, per valutare fra l’altro l’impatto della digitalizzazione sui servizi finanziari al dettaglio⁵. Lasciando da canto le iniziative sul fronte dei servizi di pagamento, le misure poi effettivamente adottate in attuazione dell’*Action Plan* hanno avuto ad oggetto il marketing online di quote di investimento collettivo, al fine di favorirne la distribuzione transfrontaliera⁶.

L’approccio pro-concorrenziale della Commissione UE, che intravede nel ricorso a Internet uno strumento essenziale per abbattere le barriere geografiche (i c.d. geo-blocchi imposti dai fornitori) a vantaggio del benessere dei consumatori, risulta particolarmente evidente nel Libro verde del 2015, che richiamando le precedenti iniziative⁷ inserisce le azioni dirette a realizzare la CMU tramite

³ Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 e la Direttiva (UE) 2019/1937.

⁴ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali*, settembre 2015 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468>).

⁵ *Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio Prodotti migliori, maggiore scelta e più opportunità per consumatori e imprese*, COM/2015/0630 final, consultabile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A52015DC0630>.

⁶ Regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i Regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014; Direttiva (UE) 2019/1160 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 che modifica le Direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo.

⁷ V., in particolare, il richiamo al Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico (COM/2007/0226 definitivo); e al Libro verde "Verso un mercato

l'offerta online di servizi finanziari al dettaglio⁸ nel quadro degli obiettivi del mercato unico digitale⁹. Restano sullo sfondo – pur se vengono evocati – i rischi per gli utenti, all'epoca individuati principalmente nella sicurezza informatica e nell'uso improprio dei dati personali.

3. *La revisione dell'Action Plan 2015 e l'Action Plan 2020*

La curiosità per le nuove tecnologie cede il passo all'entusiasmo in occasione della Revisione dell'*Action Plan 2015*, avvenuta ad appena due anni di distanza: «La fintech è in grado di offrire soluzioni in diversi segmenti e funzioni del mercato dei capitali, ad esempio: emissioni azionarie; governo societario; gestione di attivi; intermediazione negli investimenti; distribuzione di prodotti; infrastruttura di mercato post-negoziazione, compresi i servizi di custodia titoli»¹⁰.

A riprova dell'interesse ad esplorare le potenzialità dell'innovazione tecnologica in funzione degli obiettivi della CMU, la redazione del nuovo *Action Plan* è stata preceduta da alcuni importanti Documenti di studio, aventi ad oggetto prima l'impatto della digitalizzazione sul diritto societario in generale e poi specificamente in tema di rapporti con gli azionisti nonché di operazioni transfrontaliere¹¹.

europeo integrato dei pagamenti tramite carte, internet e telefono mobile" (COM/2011/0941 definitivo).

⁸ V. già la Direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica la Direttiva 90/619/CEE del Consiglio e le Direttive 97/7/CE e 98/27/CE.

⁹ Delineato dalla Comunicazione della Commissione "Strategia per il mercato unico digitale in Europa" (http://ec.europa.eu/priorities/digital-single-market/docs/dsm-communication_en.pdf).

¹⁰ V. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni sulla revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, punto 4.3. - *Sfruttamento delle potenzialità della tecnologia finanziaria* (COM/2017/0292 final), consultabile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292>.

¹¹ V. THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG) *Report on Digitalisation in Company Law*, 2016 (<https://commission.europa.eu/system/files/2020-03/icleg-report-on-digitalisation->

Non a caso, nell'*Action Plan 2020* sono almeno tre i campi di azione in cui l'ICT è chiamata a giocare un ruolo fondamentale:

- Azione 1: si propone l'istituzione della piattaforma ESAP, destinata a fornire un punto di accesso unico europeo che permetta agli investitori di accedere senza soluzione di continuità a informazioni societarie sia in materia finanziaria che in materia di sostenibilità;

- Azione 12: per facilitare l'impegno degli investitori transfrontalieri (riprendendo qui i suggerimenti del *Report 2020* dell'*High Level Forum on the Capital Markets Union*)¹², si annuncia il proposito di chiarire e armonizzare ulteriormente le norme che disciplinano l'interazione tra investitori, intermediari ed emittenti, nonché di valutare le potenziali barriere normative nazionali all'uso delle nuove tecnologie digitali in campo societario, con speciale attenzione alle assemblee virtuali degli azionisti, ampiamente sperimentate a partire dalla stagione dell'emergenza sanitaria da Covid-19¹³;

24-march-2016_en_1.pdf); EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Cross-border mobility of companies and use of digital solutions in company law* 2018 ([https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2018\)621851](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2018)621851)); ERNEST&YOUNG, *Identification and assessment of legal and practical impediments for the use of digital tools for interaction between companies and their shareholders, Final Report to the European Commission*, 2018. V. inoltre il documento OECD, *Using digital technologies to strengthen shareholder participation*, 2021 (https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2021/05/using-digital-technologies-to-strengthen-shareholder-participation_a32ffef/0fe52016-en.pdf).

¹² V. HIGH LEVEL FORUM ON THE CAPITAL MARKETS UNION, *A new Vision for Europe's capital markets. Final Report*, 2020, spec. raccomandazione 9, in cui si suggerisce una revisione mirata della Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017: «*Lack of harmonisation and standardisation across Member States of rules governing the attribution of entitlements to voting rights and shareholders' participation in corporate events prevent investors from the exercise of ownership rights and generally dissuade them from cross-border investment.*».

¹³ V. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *On possible national regulatory barriers to the use of new digital technologies in the interaction between investors, intermediaries and issuers (Action 12 of 2020 Capital Markets Union Action Plan*, 2022 (SWD(2022) 447 final), che così riassume il compito assegnato: «This Staff Working Document focuses on whether national regulatory barriers exist to the use of new digital technologies for establishing the identity of the company's shareholders, for participation and voting by shareholders in GMs or for any other purposes related

- Azione 14: la Commissione annuncia il progetto di istituire un sistema consolidato di pubblicazione post-negoziazione efficace ed esaustivo per gli strumenti di capitale e gli strumenti finanziari simili agli strumenti di capitale.

L'accesso su scala paneuropea alle informazioni rilevanti per le scelte di investimento e la rimozione degli ostacoli alla partecipazione attiva degli azionisti, indipendentemente dal luogo di residenza, sono resi possibili dall'innovazione tecnologica, dalla quale si attendono significativi progressi sul piano (fra l'altro) delle procedure di identificazione degli azionisti da parte degli emittenti, già previste (al pari della partecipazione a distanza alle assemblee dei soci) dalle Direttive sui diritti degli azionisti di società quotate¹⁴.

to the exercise of shareholder rights or other issuer, intermediary, shareholder interactions.».

¹⁴ Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, modificata successivamente dalla Direttiva (UE) 2017/828.

4. *Transizione al diritto societario digitale e Savings and Investments Union*

Le potenzialità delle reti di comunicazione già da tempo erano state utilizzate a servizio della creazione del mercato unico¹⁵, obiettivo al quale si richiamano sia vari documenti di *policy* pubblicati fra il 2020 e il 2021¹⁶, sia le prime iniziative per la digitalizzazione del diritto societario¹⁷.

I vantaggi derivanti dall'impiego delle tecnologie ICT, sia sul piano dell'accesso alle informazioni, sia sul piano del trattamento automatizzato, inducono le istituzioni europee dapprima ad incoraggiare il ricorso al linguaggio-macchina o quanto meno a dati strutturati in formati

¹⁵ Basti ricordare l'istituzione del BRIS: cfr. Direttiva 2012/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2012, che modifica la direttiva 89/666/CEE del Consiglio e le direttive 2005/56/CE e 2009/101/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di interconnessione dei registri centrali, commerciali e delle imprese; Regolamento di esecuzione (UE) 2021/1042 della Commissione del 18 giugno 2021, che reca modalità di applicazione della Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le specifiche tecniche e le procedure necessarie per il sistema di interconnessione dei registri e che abroga il Regolamento di esecuzione (UE) 2020/2244 della Commissione.

¹⁶ Si vedano le Comunicazioni del 9 marzo 2021 dal titolo «Bussola per il digitale 2030: il modello europeo per il decennio digitale», «Una strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale», del 10 marzo 2020, e «Aggiornamento della nuova strategia industriale 2020: costruire un mercato unico più forte per la ripresa dell'Europa», del 5 maggio 2021.

¹⁷ V. la Direttiva (UE) 2019/1151 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, recante modifica della Direttiva (UE) 2017/1132 per quanto concerne l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario; la Direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica la Direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere; e più recentemente la Direttiva (UE) 2025/25 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 dicembre 2024 recante modifica delle Direttive 2009/102/CE e (UE) 2017/1132 per quanto concerne l'ulteriore ampliamento e miglioramento dell'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario.

standardizzati¹⁸, anche per favorire l'interoperabilità dei sistemi¹⁹, e di lì a poco a renderlo obbligatorio²⁰.

Uno snodo fondamentale nella creazione di grandi *repository* di dati, pubblicamente accessibili e idonei a permettere il trattamento automatizzato

¹⁸ Per le definizioni dei due tipi di formato v. art. 2, punti 3 e 4, del Regolamento (UE) 2023/2859 istitutivo dell'ESAP (ove si prevede altresì lo scambio di informazioni da macchina a macchina), che a sua volta rinvia alle definizioni di cui all'art. 2, punti 13 e 14, della Direttiva (UE) 2019/1024.

¹⁹ V. il Considerando 4 del Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione del 3 settembre 2018 che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti: «Per agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti e renderlo più efficace, in particolare a livello transfrontaliero, dovrebbe essere incoraggiato l'uso di tecnologie moderne nella comunicazione tra gli emittenti e i loro azionisti e da parte degli intermediari, compresi altri fornitori di servizi che partecipano a tali processi. Ogni comunicazione tra gli intermediari dovrebbe, nella misura del possibile, avvenire tramite formati leggibili a macchina e standardizzati che siano interoperabili e utilizzabili da tutti gli operatori e che consentano un trattamento interamente automatizzato (*straight-through processing*). Gli intermediari dovrebbero comunque rendere accessibili agli azionisti che non sono intermediari informazioni e mezzi per reagire secondo modalità ampiamente disponibili, e che consentano un trattamento interamente automatizzato da parte degli intermediari.».

²⁰ Il formato *machine-readable* è stato introdotto per le informazioni finanziarie delle società quotate, come noto, dal Regolamento delegato (UE) 2019/815 della Commissione, del 17 dicembre 2018 (Regolamento European Single Electronic Form, in breve ESEF, modificato dal Regolamento delegato (UE) 2026/283 della Commissione del 12 dicembre 2025). L'adozione dell'ESEF ha inciso anche sulle modalità di stoccaggio delle informazioni a norma dell'art. 21 della Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la Direttiva 2001/34/CE (più volte successivamente modificata) e (a seguito dell'integrazione nella relazione sulla gestione) anche sulla rendicontazione di sostenibilità (Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022). Negli altri casi è in genere previsto l'invio dei dati in formato strutturato, ma se richiesto dal diritto dell'Unione (attraverso l'imposizione di standard tecnici) l'invio deve avvenire in formato *machine-readable*: cfr. Regolamento (UE) 2024/3005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 (rating ESG); Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (Regolamento prospetti).

anche per finalità di analisi e *reporting*²¹, è rappresentato dall'istituzione dell'*European Single Access Point* (in breve, ESAP), destinato a fornire un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità²².

Da ultimo, l'intersezione fra gli obiettivi dell'ulteriore rafforzamento del mercato interno all'insegna della creazione della *Savings and Investments Union* (SIU)²³, proposta nel Rapporto Letta, e l'imperativo del recupero di competitività lanciato dal Rapporto Draghi, hanno impresso una forte accelerazione alla digitalizzazione del diritto societario, con l'obiettivo di convogliare il risparmio verso gli investimenti produttivi, permettendo alle imprese di crescere e ai risparmiatori di incrementare la propria ricchezza.

²¹ Negli USA, come è noto, è stata avviata fin dal 1983 la prima fase sperimentale di EDGAR (acronimo di Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system), il sistema di disseminazione e stoccaggio relativo a emittenti quotati e investment fund, gestito dalla Securities and Exchange Commission e accessibile gratuitamente. Già a partire dal 2009, al fine di migliorare l'accesso alle informazioni rilevanti per i mercati mobiliari, sono stati progressivamente estesi gli obblighi di "trasparenza strutturata" [Structured Disclosure: <https://www.sec.gov/page/osdhistoryandrulmaking>].

²² Regolamento (UE) 2023/2859 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 dicembre 2023, che istituisce un punto di accesso unico europeo, nonché la Direttiva (UE) 2023/2864 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 dicembre 2023, che modifica talune direttive per quanto concerne l'istituzione e il funzionamento del punto di accesso unico europeo.

²³ Si veda la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Unione del risparmio e degli investimenti Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, presentato dalla Commissione il 19 marzo 2025 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025DC0124>).

Le iniziative più recenti sono ispirate dall'opzione *digital by default*: si veda la recentissima proposta per l'introduzione di un 28° regime di diritto societario, in cui l'intero ciclo di vita dell'impresa è affidato ad una piattaforma centralizzata multilingue²⁴.

Il "capitalismo delle piattaforme"²⁵ si espande così oltre i confini del commercio elettronico e dei *social media*, coinvolgendo dapprima le grandi società quotate (basti pensare all'impiego di tale strumento per lo svolgimento delle assemblee societarie virtuali, e potenzialmente per l'intero processo di governance societaria), ed ora in prospettiva anche il mondo delle piccole e medie imprese. E ha ormai a disposizione le necessarie infrastrutture digitali, oltre ad una gran mole di dati, finanziari e non, "puliti" e affidabili, pronti ad essere processati.

5. *L'avvento della machina sapiens. I casi d'uso e i rischi*

La terza fase della digitalizzazione del diritto societario ha coinciso con lo sviluppo impetuoso della famiglia di tecnologie comunemente identificate con l'etichetta di intelligenza artificiale. I sistemi esperti, basati sull'implementazione di regole (nel tentativo di riprodurre il ragionamento umano) e caratterizzati da alta precisione ma solo entro un campo di azione assai limitato, sono stati di fatto soppiantati dai

²⁴ Il riferimento è alla proposta della Commissione per l'istituzione di uno strumento euro-unitario pensato in funzione delle esigenze di operatività transfrontaliera a costi ridotti, tipiche delle start up e delle piccole e medie imprese, denominato EU Inc.: v. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 18 marzo 2026, COM(2026) 320 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52026DC0320>, che propone il nuovo modello organizzativo euro-unitario EU Inc. (Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th Regime Corporate Legal Framework - "EU Inc.", https://commission.europa.eu/document/download/3e9822aa-8cef-40a1-904e-a53fc68e7265_en?filename=Proposal%20for%20an%20EU%20Inc%20corporate%20legal%20framework.pdf). Le finalità perseguite possono leggersi nel documento COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Impact Assessment Report Accompanying the Document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th Regime Corporate Legal Framework - 'EU INC* (https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:1c49b57d-22df-11f1-8c3a-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF).

²⁵ V. *infra*, § 6.

sistemi basati su logiche inferenziali e reti neurali profonde, in grado di produrre analisi, formulare predizioni o addirittura prendere decisioni sulla base di valutazioni probabilistiche alimentate dai dati. A partire dal 2022 (ma la progettazione e sperimentazione sono state avviate più di dieci anni prima) si sono diffuse le applicazioni che impiegano i c.d. *Foundation Model*, addestrati sulla base di enormi quantità di dati e in grado di svolgere una molteplicità di compiti “creativi” (c.d. intelligenza artificiale generativa); fra questi rientrano i *Large Language Model* (in breve, LLM), specializzati nelle funzioni che implicano l’uso del linguaggio, in forma parlata (NLP, *Natural Language Processing*), scritta (testi) o simbolica (codici di programmazione). Infine, l’aggiunta di ulteriori componenti ad un LLM ha permesso di sviluppare la c.d. IA Agentica, in grado di raggiungere autonomamente un obiettivo pianificando le azioni da compiere e valutando i risultati in modo da auto-correggersi²⁶.

Le indagini sull’utilizzo dell’AI generativa basata su LLM mostrano come sia particolarmente apprezzata la sua capacità di produrre output, in forma testuale o discorsiva, sulla base dell’input immesso dall’utente (prompt), grazie alla padronanza del linguaggio, che permette di analizzare grandi masse di documenti, o qualsiasi altra fonte, anche sotto forma di dati “non strutturati” (paradossalmente, le nuove macchine non hanno più bisogno del linguaggio-macchina), di curarne la sintesi o la traduzione multilingue, di fornirne un’interpretazione (anche anticipando tendenze future, grazie alla c.d. *sentiment analysis*) e di occuparsi dell’attività di *reporting*.

Sistemi di intelligenza artificiale di tipo tradizionale e di IA generativa sono in grado, poi, di collaborare fra loro per risolvere problemi complessi, in cui sono necessarie tanto la capacità di produrre dati quantitativi con grande precisione, quanto la capacità di spiegare i dati fornendo una interpretazione coerente.

²⁶ La letteratura in argomento (anche giuridica) è ormai vastissima; per una spiegazione tecnica comprensibile anche per i non addetti ai lavori, si rinvia a N. CRISTIANINI, *La scorciatoia. Come le macchine sono diventate intelligenti senza pensare in modo umano*, Bologna, 2023; ID., *Machina sapiens. L'algoritmo che ci ha rubato il segreto della conoscenza*, Bologna, 2024; ID., *Sovrumano. Oltre i limiti della nostra intelligenza*, Bologna, 2025.

Un esempio illuminante di questa interazione è data dall'utilizzo dell'AI nell'ambito delle assemblee virtuali su piattaforma, che ho chiesto a ChatGPT di analizzare. In sintesi, l'AI tradizionale cura l'identificazione degli aventi diritto ad intervenire, e in genere gli aspetti relativi alla sicurezza, provvede alle operazioni di voto, controlla il rispetto delle regole e assicura la *compliance*; l'AI generativa modera la discussione (ad esempio rilevando i casi di uso di un linguaggio inappropriato), fornisce assistenza ai partecipanti, redige il verbale, provvede ad elaborare sintesi e a dare spiegazioni, e si occupa della *investor relation* (analisi del *sentiment* degli interventi, clustering dei temi discussi, identificazione di criticità).

Molte altre cose utilissime può fare l'AI generativa nella governance societaria a vantaggio della partecipazione attiva degli azionisti: può formulare raccomandazioni di voto (pare che vi facciano largo ricorso gli stessi consulenti di voto); selezionare le domande più frequenti in sede di informazione pre-assembleare per la pubblicazione delle risposte sul sito web dell'emittente, e magari collaborare in veste di chatbot anche in fase di evasione delle richieste; preparare *report*, curare la redazione di analisi di scenario, ecc.

Le macchine sembrano in grado, in ultima analisi, di realizzare il paradigma hayekiano di un mercato perfettamente informato, grazie alla capacità di trasformare dati in informazioni curandone la disseminazione, e addirittura di servirsene in autonomia per attuare decisioni senza alcun intervento umano. Sempre che, naturalmente, ad esse si affianchi la supervisione umana, ad evitare le conseguenze dei difetti di funzionamento segnalati dall'esperienza, quali i *bias* e le c.d. allucinazioni (ossia la tendenza ad inventare pur di dare una risposta)²⁷.

²⁷ Tali aspetti sono stati indagati soprattutto nell'ambito del mercato finanziario. Per un interessante indagine empirica sugli effetti paradossali della consulenza affidata all'intelligenza artificiale, v. C. A. SALIYA, *Algorithmic Paradox and Market Integrity: A Critical Analysis of AI-Driven Investment Recommendations in the Colombo Stock Exchange* (October 06, 2025). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5569941>; per gli effetti sull'attività di negoziazione v. I. GUFLER et al., *(Deep) Learning to Trade: An Experimental Analysis of AI Trading and Market Outcomes*, (March 04, 2025). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5375160>, e con specifico riguardo all'IA agentica, W. DOU et al., *Financial Market Fragility in the Era of AI Planning* (November 18, 2025). HKUST Business School Research Paper No. 2025-246, The Wharton School Research Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5763222>. Per un panorama completo delle problematiche legate all'uso dell'intelligenza artificiale in

Alcuni casi d'uso, tuttavia, destano qualche preoccupazione. Mi riferisco, in particolare, all'impiego dell'intelligenza artificiale nelle attività di *investor intelligence*: ormai da decenni diffuse (specie negli USA) ma per lungo tempo svolte sulla base delle risultanze del libro dei soci e tramite contatto diretto fra esseri umani. Per contro più di recente, e specie nel corso dell'ultimo decennio, hanno potuto contare sul lavoro delle macchine, grazie all'ampia disponibilità di dati di varia origine e grado di affidabilità, dai documenti societari ufficiali raccolti nei sistemi di stoccaggio delle informazioni, alle notizie di stampa, ai post pubblicati su siti di vario genere, e per finire alle opinioni che circolano sui social media. Tali attività consistono anzitutto nell'identificazione dei "bersagli" (*in primis* gli azionisti), poi nella profilazione al fine di formare cluster di individui con caratteristiche omogenee, consentendo così di produrre e veicolare contenuti "mirati" con lo scopo di fidelizzare investitori attuali e potenziali, non diversamente da quanto avviene già massicciamente nei confronti dei consumatori, attivando un meccanismo che è stato efficacemente definito di "*crypto-violence*"²⁸.

ambito societario v. i contributi raccolti nel volume a cura di N. ABRIANI E R. COSTI, *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale*, Milano, 2023.

²⁸ J. DOMINGO-FERRER, *Le capitalisme de plate-forme: cryptoviolence symbolique par aliénation et contrôle (Platform Capitalism: Symbolic Cryptoviolence Through Alienation and Control)* (June 18, 2024). Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=4876375>; M. GUIHOT, H. MCNAUGHT, *Platform Power, Technology, and Law: Consumer Powerlessness in Information Capitalism* (April 22, 2021), in *Law Innovation and Technology*, 2022, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3831655>; Più recentemente, v. in argomento le considerazioni critiche (pur non condividendo affatto una visione distopica del ruolo dei *social media*) di P. MATERA, *Between Promise And Power: Artificial Intelligence, Shareholder Activism, And The Corporate Governance Of The Next Generation*, 31 *Journal of Science & Technology Law* 1 (2026), https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5160&context=faculty_scholarship.

Basta inserire l'espressione "*investor intelligence*" in un motore di ricerca, per rendersi conto di quanto sia ampia l'offerta di servizi funzionali alla creazione di canali di comunicazione con l'azionariato basati sulle nuove tecnologie (lo stesso Nasdaq opera in questo settore tramite una società del gruppo, Nasdaq IR Intelligence), tema che forse merita attenzione, ma non viene solitamente neppure sfiorato dagli studiosi (prevalentemente nordamericani) che esaltano le virtù della *platform governance*. Il problema è che a veicolare contenuti studiati in base ai risultati dell'*investor intelligence* sono precisamente le piattaforme (proprietarie, come nel caso della Disney, oppure gestite da terzi e che ospitano le pagine *social* allestite e moderate dall'emittente); il ruolo di questi canali ha tuttavia di recente attratto l'attenzione del forum Corporate governance di Harvard, che ha pubblicato diversi post in cui si segnala l'impatto delle campagne sul sostegno al board e sull'abbandono delle iniziative di M&A²⁹.

Per comprendere meglio il ruolo dell'intelligenza artificiale (e in particolare di quella generativa), mi sono affidata ancora una volta alle risposte di ChatGPT, scoprendo che in effetti l'intelligenza artificiale gioca un ruolo cruciale, anzitutto nel processo di identificazione degli azionisti (compresi quelli "indiretti", o che semplicemente hanno frazionato il proprio pacchetto azionario in una pluralità di conti presso intermediari diversi, frustrando così le possibilità di identificazione tramite la procedura regolata). L'IA riesce infatti ad acquisire una visione integrata partendo da dati di fonte diversa (libro dei soci, informazioni regolamentate, dati di mercato, notizie di varia fonte), nonché dall'identificazione tramite piattaforma in sede di intervento in assemblea. Con varie tecniche (*fuzzy matching*, *graph analysis*, *knowledge graph*) riesce a ricostruire la rete di relazioni fra individui e/o istituzioni, e a tracciare grafi di partecipazione (chi controlla chi, relazioni tra fondi, catene di proprietà). In mancanza di dati certi ricorre a procedure inferenziali (probabili detentori di azioni, movimenti di fondi, comportamento di investitori simili), o ai c.d.

²⁹ V. *Harvard Corporate Governance Forum: AI and the Future of Proxy Research: How New Tools Are Reshaping Stewardship Workflows; The Recent Evolution of Shareholder Activism in the United States*, Posted by Matteo Tonello, The Conference Board, Inc., on Wednesday, December 24, 2025; *Can Social Media Inform Corporate Decisions? Evidence from Merger Withdrawals*, Posted by J. Anthony Cookson (University of Colorado Boulder), Marina Niessner (Indiana University), and Christoph Schiller (The Ohio State University), on Monday, December 22, 2025.

device fingerprinting (ossia le “impronte” lasciate in rete dai dispositivi), eventualmente incrociando queste informazioni con gli indirizzi IP. Procede poi alla profilazione e al clustering, e a questo scopo (oltre che per la stessa identificazione degli azionisti) si avvale anche dell’analisi del comportamento tenuto durante l’assemblea su piattaforma (interventi, domande, segnali di interesse), del voto espresso e dei *sentiment* catturati grazie all’attività di sintesi degli interventi e di verbalizzazione, che utilizza anche in chiave predittiva (probabilità di dissenso futuro, rischio di attivismo, cambiamento di strategia degli investitori).

Anche in questo genere di attività AI tradizionale e AI generativa collaborano, con ruoli diversi: la prima si occupa della disambiguazione, del clustering e delle reti di relazioni; la seconda spiega la struttura dell’azionariato, sintetizza i profili degli investitori, redige i *report* e cura l’analisi di news e sentimenti. Infine, sempre l’IA generativa suggerisce quali investitori contattare, personalizza le comunicazioni e ottimizza *roadshow* e incontri.

In questo modo l’*investor intelligence* si è trasformata in una funzione strategica, predittiva e non più solo descrittiva, integrata con la *sentiment analysis* e in grado di attingere ad una pluralità di fonti, social media compresi. Il risultato non è una lista perfetta, bensì “una mappa probabilistica e dinamica” (parole testuali di ChatGPT); qualcuno potrebbe commentare che il capitalismo della sorveglianza è sbarcato in Borsa.

6. *Lusinghe e misfatti della platform governance*

Il passaggio al modello c.d. di *platform governance*, di fatto, potrebbe essere il precipitato dell'interazione tra assemblee virtuali su piattaforma, *social media* aziendali con forum di discussione aperti ai portatori di interesse e *investor intelligence*, grazie al supporto dell'intelligenza artificiale. Secondo una corrente di pensiero, sarebbe questo il migliore rimedio ai mali che affliggono le grandi imprese "tradizionali", dalla burocratizzazione allo *short termism*³⁰. Newsletter innovative, rendiconti finanziari interattivi, comunicazioni "mirate" per specifiche categorie di destinatari sono fra i mezzi più efficaci di cui un numero crescente di emittenti quotati si avvale per attrarre e fidelizzare l'azionariato, applicando le stesse tecniche da tempo sperimentate dalle piattaforme commerciali nei rapporti con i consumatori, tanto da reclutare *storyteller* o nominare *influencer* nei consigli di amministrazione per migliorare lo stile e la qualità della comunicazione. Alcune indagini empiriche sottolineano una correlazione di segno positivo tra tali innovazioni e la capacità di attrarre gli investitori, nonché gli effetti benefici sugli stessi indicatori di performance dell'emittente³¹.

³⁰ I. IVANINSKIY, *The Impact of the Digital Transformation of Business on Corporate Governance. An Overview of Recent Studies*, in *Journal of Corporate Finance Research*, Vol. 13, No. 3, (2019), 36 ss.; M. FENWICK, J. A. MCCAHERY, E.P. VERMEULEN, *The End of 'Corporate' Governance: Hello 'Platform' Governance*, in *European Business Organization Law Review* (2019) Vol. 20, 171 ss.; M. FENWICK, W. A. KAAL, E. P. VERMEULEN, *The 'Unmediated' and 'Tech-Driven' Corporate Governance of Today's Winning Companies*, in *New York University Journal of Law and Business*, 16(1), 75 ss.; H. A. KHUDOYKULOV, A. B. SHEROV, *Digital Economy Development in Corporate Governance of Joint Stock Company*, in *Journal of Economy and Business*, vol. 3-2 (73), (2021), 217 ss. Ma v. in senso opposto le acute considerazioni di L. ENRIQUES, D. A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *72 Hastings L.J.*, (2020), 55 ss.

³¹ U. BERTO et al., *Stakeholder Engagement on Social Media and Firm Performance: Evidence from Multi-Platform Digital Interactions*, in *J. Risk Financial Manag.* 2026, 19(2), 107; <https://doi.org/10.3390/jrfm19020107>; L. A. CUNNINGHAM, *Initiative on Quality Shareholders Highlights*, C-Leaf Occasional Paper Series (Fall 2020); ID., (2021), *Lessons from Quality Shareholders on Corporate Governance Practice, Research and Scholarship*, in *The Business & Finance Law Review* (Vol. 5:1), 1 ss.

Per sgomberare subito il campo da possibili equivoci, occorre partire dall'assunto che le tecniche di *platform governance*, o comunque le altre forme di dialogo basate su strumenti ICT, non siano un mezzo per aggirare/violare la disciplina in materia di informazioni riservate. A parte i profili di responsabilità, la semplice eventualità che la comunicazione possa comportare un "contatto" tale da legare le mani rispetto ad un'eventuale attività di *trading* sul titolo, infatti, sarebbe sufficiente a tener lontani gli investitori istituzionali, e cioè precisamente una componente essenziale di quei *quality shareholders* che l'emittente si propone di attrarre. La pubblicazione del comunicato sul sito internet o sul profilo Facebook ufficiale dell'emittente, infatti, non assolve all'obbligo di disseminazione dell'informazione *price sensitive*, e dunque non può precederla. E lo stesso dovrebbe dirsi per ogni palese violazione delle regole che governano il mercato mobiliare, se si vuole ragionare sull'argomento partendo dalla fisiologia e non dalla patologia.

Nella terra d'origine, tuttavia, lo sviluppo di strategie di personalizzazione del dialogo fra emittenti e azionisti ispirate al modello delle piattaforme commerciali non ha incontrato l'ostacolo principale, inevitabilmente frapposto dal diritto euro.unitario, ossia la protezione dei dati personali: con quel che ne consegue sul piano della responsabilizzazione del titolare e del responsabile del trattamento secondo il GDPR, a partire dalla necessità di un'idonea base giuridica per il trattamento, dalla necessità di specificarne le finalità (con divieto di ulteriore trattamento), e via discorrendo.

Rispetto alle tecniche di profilazione dei consumatori, l'utilizzo dei dati personali degli azionisti (e, se questi sono persone giuridiche, delle persone fisiche in ruoli-chiave) pone un problema in più: nel caso delle comuni piattaforme si può ricorrere a tecniche di anonimizzazione del dato "pescato nel mucchio"; nel caso in esame per contro si dovrebbe partire precisamente dall'identificazione. L'introduzione di regole dirette a permettere agli emittenti quotati l'identificazione dei propri azionisti "non irrilevanti" (art. 3-*bis* della Direttiva 2007/36, nel testo modificato) rappresenta una misura funzionale all'obiettivo di favorire la partecipazione attiva di un nucleo tendenzialmente stabile di azionisti, esterni al gruppo di comando, ma potenzialmente inclini a condividerne le strategie di medio-lungo periodo. Di tale complessa procedura, peraltro, sembra non esservi più necessità, potendosi pervenire allo

stesso risultato (se non addirittura a un risultato migliore), come si è detto, grazie all'intelligenza artificiale.

L'*authority* di settore europea aveva a suo tempo tentato, in verità, di contenere entro limiti accettabili la compressione del diritto alla protezione dei dati personali³²; tuttavia, il richiamo alla Carta fondamentale dei diritti e alla normativa sulla *privacy* è poi rimasto solo nel Preambolo (cfr. *considerando* nn. 52-53). La comunicazione con gli azionisti, secondo il tenore letterale della Direttiva, sembra per vero correlata alla finalità di consentire loro l'esercizio dei diritti e l'*engagement* ("I dati personali degli azionisti sono trattati a norma del presente articolo per permettere alla società di identificare i suoi azionisti esistenti al fine di comunicare con loro direttamente, nell'ottica di facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli azionisti con la società"); ma poi si aggiunge che "Gli Stati membri possono disciplinare per legge il trattamento dei dati personali degli azionisti per altre finalità."

Nel caso in cui il canale prescelto per il dialogo con gli azionisti fosse in grado di procedere al tracciamento, contribuendo così alla raccolta di informazioni utili alla profilazione, dovrebbero entrare in gioco anche le prescrizioni al riguardo dell'*Artificial Intelligence Act*.

E di questi problemi sembra consapevole anche ChatGPT, che alle mie interrogazioni sul ruolo dell'intelligenza artificiale nella gestione delle assemblee virtuali e nell'identificazione/profilazione degli azionisti ha risposto con una serie di *caveat* rispetto ai rischi di violazione del GDPR.

³² V. spec. *Opinion of the European Data Protection Supervisor on the Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC*, in cui si suggeriva fra l'altro di specificare e limitare "the purposes for which the information disclosed may be used (i.e. facilitation of the exercise of the rights of the shareholder)" (par. 2.3, punto 17).

7. Qualche auspicio per il futuro

Il diritto della protezione dei dati personali, in verità, non sembra la cornice più appropriata per la soluzione dei problemi dell'informazione societaria basata sulle tecnologie ICT, e in particolare sulle applicazioni dell'intelligenza artificiale. Non solo perché si registra negli ultimi tempi una diffusa propensione a rivalutare il legittimo interesse del titolare del trattamento quale base giuridica idonea: il che rischia di mettere in gran parte fuori gioco il sistema del GDPR, dato che rispetto al dialogo con gli investitori (il cui fondamento è nella stessa Direttiva SHR II) tale interesse in capo all'emittente sembra difficilmente contestabile.

La ragione principale, a mio avviso, è un'altra. La tutela degli investitori non può essere assicurata (o meglio, non solo) nella prospettiva dei diritti fondamentali della persona, poiché deve essere garantita sul piano della qualità dell'informazione societaria, a tutela del risparmio, dell'integrità e dell'efficienza del mercato dei capitali.

La convinzione che non si possa prescindere dalla transizione digitale, anche nell'ambito del governo societario, è ormai talmente radicata sia fra i *policy maker* che presso l'opinione pubblica, da non richiedere più neppure una solenne enunciazione fra le azioni dirette a realizzare la *Savings and Investments Union*: si fa e basta. Tuttavia, questo non elimina (al contrario, rende ancora più urgente) la necessità di estendere ai nuovi canali di dialogo la stessa attenzione che viene riservata a tutte le comunicazioni degli emittenti che fanno appello al mercato del capitale di rischio, fosse anche un semplice annuncio pubblicitario. Nel momento in cui l'Unione europea si propone di convogliare il risparmio verso gli investimenti produttivi, e annuncia a questo scopo l'intenzione di rafforzare i meccanismi di vigilanza e supervisione, questo aspetto non dovrebbe essere trascurato³³. Nei

³³ Cfr. per analoghe considerazioni sull'insufficienza del quadro normativo attuale W. J. MAGNUSON, *Artificially Intelligent Markets* (February 26, 2026). 16 *Harvard Business Law Review* (forthcoming), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=6308440>; R. KHALIL, *AI Driven Sentiment Analysis in Financial Markets: Using Transformer Base Models and Social Media Signals for Stock Market Predictions* (January 16, 2026). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=6148927> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.6148927>. Sui rischi di frode e manipolazione, v. T. C. LIN, *Artificial Intelligence, Misinformation,*

programmi per diffondere a livello di massa l'educazione finanziaria, non dovrebbero mancare i *caveat* sui rischi dell'intelligenza artificiale. Nell'attesa, dovrebbero essere gli stessi emittenti a valutare responsabilmente il potenziale impatto della *platform governance*, nell'ambito delle politiche per la gestione del rischio, e a dar conto delle soluzioni prescelte nell'informazione sul governo societario³⁴.

and Market Misconduct (August 27, 2025). 85 *Ohio State Law Journal* 685 (2025), Temple University Legal Studies Research Paper Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5409945>.

³⁴ Soluzione analoga per gli analisti finanziari è sostenuta da K. WANG, *AI Adoption in Financial Markets and Information Quality* (March 14, 2026). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=6417018>.

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, collocano 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 *tailor 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 preconetti 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.

Finanziamenti Bancari e Finanza Innovativa: il «caso» dei Minibond tra «Legge Capitali» e difficoltà interpretative

SOMMARIO: 1. Premessa metodologica di diritto dell'economia. – 2. La riforma dell'art. 2483 c.c. e le ricadute sul mercato dei *minibond*: ... – 3. (Segue) ... un'analisi empirica degli effetti normativi. – 4. Considerazioni conclusive.

1. Premessa metodologica di diritto dell'economia

Ringrazio sentitamente il Prof. Alberto Urbani per l'invito ad intervenire su un tema di così elevato spessore scientifico; disquisire di *Capital Markets Union* (CMU) ha una rilevanza, tra l'altro, anche figurativa, in considerazione della circostanza che il presente incontro si colloca a ridosso delle celebrazioni della Giornata dell'Europa che richiama gli ideali fondativi del progetto europeo improntati alla solidarietà tra Stati.

Sotto tale profilo, la CMU e il *Savings and Investments Union* (SIU) sono progetti ambiziosi per l'UE essendo preordinati a superare la frammentazione dei mercati finanziari europei, attraverso la canalizzazione del risparmio privato verso l'economia reale.

È facilmente intuibile il motivo per cui, nell'instabile situazione geopolitica propria dei nostri tempi, la realizzazione di una CMU potrebbe allora rappresentare un'importante risposta istituzionale in linea con l'intento di rafforzare l'UE nel complesso. Si è in presenza, dunque, di progetti che non traggono le proprie ragioni squisitamente da scelte giuridico-economiche o politiche, ma che ben si raccordano con il senso della Giornata dell'Europa.

In qualità di coordinatore del PRIN 2020 dal titolo *An analysis of the italian financial legal framework vis-a-vis the capital markets union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*¹, desidero in questa sede conclusiva – che segna il termine di un percorso triennale di intensa attività scientifica – illustrare alcuni risultati che il gruppo di ricerca ha conseguito. Nello specifico, come già anticipato in occasione dell'incontro di Napoli tenutosi ad ottobre 2024 presso il Monastero di Santa Chiara, il nostro contributo

¹ Le attività del Prin sono tutte consultabili sul sito www.prinrossano.it

ha avuto l'opportunità di concretizzarsi anche sul piano operativo, attraverso la partecipazione attiva al processo di riforma di alcune disposizioni del Codice civile introdotte con la cd. Legge Capitali (legge n. 21 del 5 marzo 2024).

Preliminarmente, ritengo però opportuno soffermarmi, seppur brevemente, sul piano metodologico e, per così dire, del *feeling* interpretativo. L'approccio metodologico, com'è noto, concerne il complesso degli strumenti logico-analitici utilizzati per inquadrare una specifica problematica con sistematicità; epperò, in ambiti regolatori in continua trasformazione, come quello in questa sede affrontato, accanto alla dimensione tecnica, acquista rilievo, a nostro avviso, una componente non meno decisiva ovvero quella dell'*intuizione* intesa come sensibilità contestuale. Il nesso tra metodo e *feeling* emerge chiaramente nella capacità dell'interprete di calibrare l'impianto normativo alle necessità del contesto, valorizzando i fattori che consentono di cogliere i bisogni di un certo ambito.

Si condivide, pertanto, in questa sede, l'orientamento dottrinale secondo cui non è più sufficiente limitarsi allo studio delle singole disposizioni, quasi che l'ordinamento economico potesse essere studiato con un approccio meramente sezionale. Occorre, piuttosto, un salto qualitativo nel metodo che sappia valutare l'impatto che ogni intervento normativo o interpretativo produce sui mercati, adottando una visione d'insieme capace di cogliere le interconnessioni esistenti tra regole e dinamiche economiche. Il metodo del diritto dell'economia, come è stato opportunamente osservato, richiede l'impegno da parte degli studiosi volto all'individuazione di «criteri di misurazione» che, pur nella difficoltà di una quantificazione esaustiva, rendano le scelte interpretative verificabili e l'impatto sul mercato almeno stimabile². Occorre, in altri termini, coniugare rigore e sensibilità avendo la premura di dialogare con l'economia.

Va allora affinata la capacità di misurare l'impatto delle riforme non soltanto sul piano giuridico, ma anche in termini di effetti reali sull'ordinamento economico; ne deriva l'opportunità di tenere in debito conto gli indicatori quantitativi, i dati empirici, le dinamiche di sistema, introducendo così, seppur gradualmente, una logica di misurabilità e

² Cfr. M. RABITTI, *Diritto dell'economia e funzione ordinante del mercato*, in corso di pubblicazione.

accountability anche nell'ambito delle scienze giuridiche. In tale prospettiva, dovrebbe attenuarsi quella tradizionale separazione tra settori bibliometrici e non bibliometrici, aprendo ad un metodo multidisciplinare in cui la rilevanza dell'elaborazione scientifica si misura anche per la sua incidenza sul piano di sistema. Ma, com'è evidente, questa è, per certi versi, un'altra questione; una riflessione che investe direttamente il significato della scienza giuridica nel presente e il suo rapporto con le altre scienze sociali, soprattutto in ambito universitario.

2. La riforma dell'art. 2483 c.c. e le ricadute sul mercato dei minibond:

La riforma di diritto societario ha bilanciato, tra l'altro, l'esigenza di favorire l'accesso delle PMI-S.r.l. a nuove fonti di finanziamento con quella di garantire comunque un'adeguata tutela per gli investitori meno esperti. In quest'ottica, l'art. 2483 c.c. ha consentito alle s.r.l. di emettere titoli di debito, riservando tuttavia la sottoscrizione degli stessi esclusivamente a soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale (come, ad esempio, le banche).

Si è inteso per tale via contenere i pericoli derivanti dalla circolazione dei menzionati strumenti emessi da società non quotate a favore di soggetti *retail*, i quali potevano confidare sull'esperienza e la solidità patrimoniale di intermediari vigilati³. Merita, tuttavia, di essere evidenziato che la norma richiedeva la sottoscrizione da parte del soggetto supervisionato anche nell'ipotesi in cui i titoli fossero stati destinati esclusivamente ad investitori professionali, ossia in contesti nei quali non risultavano in concreto configurabili esigenze di protezione di soggetti *retail*. Tale circostanza ha suscitato perplessità in

³ La *ratio* sottesa a tale disposizione normativa è unanimemente ricondotta all'esigenza di tutelare le ragioni del risparmiatore cfr., per tutti, N. ABRIANI, *Emissioni di titoli di debito*, in *Codice della Società*, Milano, 2016, 2106 ss. Tale interesse emerge chiaramente dal testo della Relazione Illustrativa allo schema di d. lgs. n. 3, del 17 gennaio 2003 secondo cui «la soluzione elaborata (...) dall'art. 2483 c.c., sulla base delle indicazioni della legge di delega, è stata quella (...) di imporre, nel caso in cui i titoli vengono successivamente trasferiti, come può risultare economicamente necessario al fine di procacciarsi la provvista, a carico dei sottoscrittori stessi una garanzia *ex lege* per la solvenza della società sostanzialmente coincidente con quella prevista in materia di cessione del credito».

dottrina, in quanto di fatto ha limitato l'autonomia negoziale dei privati senza che vi fossero effettive esigenze di tutela⁴.

Tale orientamento, sul piano delle concretezze, non ha contribuito a favorire lo sviluppo del mercato di riferimento. Nonostante i diversi interventi del legislatore italiano (già a partire dal 2012) volti a promuovere strumenti di finanziamento in favore delle PMI, infatti, la rigidità di talune disposizioni normative, come quella oggetto di indagine in questa sede, ha costituito un ostacolo al pieno sviluppo del mercato dei capitali: la finalità di ridurre la cronica dipendenza delle PMI dal credito bancario si è spesso scontrata con un impianto normativo poco incline a sostenere un'effettiva apertura delle imprese al mercato.

In controtendenza rispetto alla menzionata impostazione, la recente novella dell'art. 2483 c.c., introdotta dall'art. 3, comma 3, della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "Legge Capitali"), segna un passaggio di significativa rilevanza nel quadro delle fonti di accesso delle società a responsabilità limitata al mercato dei capitali. Con la previsione del nuovo terzo comma, si consente, infatti, alle S.r.l. di emettere titoli di debito destinati ad investitori professionali, i quali potranno essere sottoscritti anche da soggetti non sottoposti a vigilanza prudenziale, purché tale condizione sia chiaramente indicata nel regolamento di emissione, senza possibilità di modifica.

Si è in presenza di un intervento che mira ad alleggerire, in modo mirato, i vincoli tradizionalmente imposti a tutela dei risparmiatori, valorizzando l'autonomia negoziale nel contesto di rapporti tra operatori qualificati. Viene così meno, per dette operazioni, l'obbligo della cd. "interposizione qualificata" del soggetto vigilato, con il correlato effetto di ridurre sensibilmente il costo della provvista per le imprese emittenti. La scelta legislativa si fonda, come è stato sottolineato anche nel *dossier* illustrativo del Senato⁵, sulla considerazione che la garanzia offerta da un intermediario vigilato comporta oneri significativi che incidono sulla sostenibilità economica delle operazioni di finanziamento. È solo il caso di precisare che, a

⁴Al riguardo si rinvia, anche per i riferimenti bibliografici, a D. ROSSANO, P. MESSINA, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in *Riv. dir. soc.*, 1, 2021, 208 ss.

⁵Cfr. Dossier del 6 novembre 2023, Interventi a sostegno della competitività dei capitali, A.C. 1515.

seguito del menzionato intervento legislativo, resta immutato il regime di tutela previsto per gli investitori al dettaglio: in caso di circolazione secondaria dei titoli verso tale categoria di soggetti, continuerà ad applicarsi l'obbligo della sottoscrizione o interposizione da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale, al fine di assicurare un presidio di garanzia a protezione degli interessi del risparmio diffuso.

In termini operativi, i principali beneficiari della modifica dell'art. 2483 c.c. risultano essere le società emittenti minibond vale a dire strumenti di debito ideati per le piccole e medie imprese non quotate, con l'obiettivo di accedere a fonti di finanziamento alternative ai tradizionali canali bancari. Tali strumenti, caratterizzati da un ammontare generalmente contenuto (inferiore ai 50 milioni di euro), da una scadenza predeterminata e da procedure di emissione semplificate rispetto a quelle ordinarie, possono altresì essere negoziati su mercati dedicati agli investitori professionali, in particolare sull'ExtraMOT PRO di Borsa Italiana (oggi Euronext Access Milan). Tale piattaforma consente agli emittenti di dimensioni contenute di accedere al mercato dei capitali, garantendo al contempo una maggiore flessibilità in termini di obblighi informativi e procedure autorizzative.

Nonostante ciò, l'esperienza finora maturata, a partire dall'introduzione dei minibond con il cd. Decreto Sviluppo, ha evidenziato effetti pronunciati a favore di imprese di dimensioni medio-grandi, talvolta quotate, dotate di strutture organizzative e capacità finanziarie adeguate a sostenere i costi non trascurabili legati all'emissione e alla gestione degli strumenti. Ne consegue che l'impatto effettivo della disciplina sulle PMI, cui essa era originariamente destinata, sia risultato in parte attenuato, anche a causa delle barriere tecniche che ne hanno limitato l'accesso reale a tale segmento del mercato dei capitali.

Ciò posto, non può non rilevarsi come, sino alla recente riforma introdotta dalla cd. Legge Capitali, l'assetto normativo risultasse affetto da un evidente disallineamento. In particolare, nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, l'art. 1, comma 1-bis, della legge 30 aprile 1999, n. 130, come modificato dal D.L. n. 145/2013 e successivamente dalla legge n. 145/2018, consentiva alla società veicolo (SPV) di sottoscrivere titoli di debito emessi da una S.r.l. anche in deroga al disposto dell'art. 2483, secondo comma, c.c., a condizione

che i titoli della cartolarizzazione fossero destinati a investitori qualificati *ex art.* 100 TUF. Tale deroga creava una disparità evidente: mentre nel contesto delle cartolarizzazioni era ammessa una semplificazione del regime giuridico, in tutti gli altri casi le PMI-S.r.l. erano obbligate a ricorrere ad un soggetto vigilato (tipicamente una banca) per la sottoscrizione dei *minibond*, con i relativi oneri e con il timore che, in caso di circolazione successiva presso il pubblico *retail* (anche in violazione del regolamento di emissione), quest'ultimo dovesse rispondere della solvenza dell'emittente.

Sotto questo profilo, dunque, la novella legislativa ha avuto il merito di ricondurre a coerenza le diverse discipline di settore, eliminando una distinzione non più giustificabile sul piano di sistema, e rendendo più agevole e meno oneroso per le PMI l'accesso diretto al mercato dei capitali, nel rispetto della necessaria tutela degli investitori.

3. (*Segue*) ... un'analisi empirica degli effetti normativi

Volendo misurare, secondo il metodo proprio del diritto dell'economia in precedenza richiamato, l'impatto prodotto dalla riforma dell'art. 2483 c.c. sul mercato dei *minibond*, si impone l'adozione di un approccio empirico, fondato sull'osservazione dei principali indicatori quantitativi e sull'analisi delle dinamiche evolutive del settore di riferimento. Tale prospettiva consente, infatti, di valutare con maggiore attendibilità l'effettiva portata della novella legislativa, superando letture meramente formali del dato normativo e valorizzando, invece, le ricadute concrete sull'attività degli operatori economici. In tale prospettiva, assume particolare rilievo il monitoraggio periodico condotto dall'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano, il cui Report aggiornato ad aprile 2025 offre una fotografia dettagliata dell'andamento del mercato. I dati raccolti consentono non solo di individuare le tendenze emergenti, ma anche di delineare il profilo degli operatori attivi nel segmento, fornendo così una base solida per valutare – in prospettiva – la portata effettiva della modifica normativa introdotta dalla cd. Legge Capitali.

Nel corso del 2024, in cima alla graduatoria degli investitori si collocano i fondi e le banche estere, i quali – pur intervenendo in un numero limitato di operazioni – detengono una quota significativa, pari al 33%, grazie ad importi medi di sottoscrizione elevati. Le banche

italiane mantengono un ruolo rilevante, con una partecipazione del 31%, confermandosi attori centrali anche nel finanziamento alle PMI attraverso strumenti di debito. Al terzo posto si trovano i fondi italiani di *private debt*, la cui quota si attesta al 18%, in flessione rispetto agli anni precedenti. È opportuno, tuttavia, precisare che tali fondi finanziano spesso le imprese attraverso contratti di *direct lending* che non rientrano nel perimetro dei *minibond* tracciati dal Report, con ciò contribuendo a spiegare parzialmente il dato in calo. Cassa Depositi e Prestiti, in virtù soprattutto del proprio coinvolgimento nelle operazioni di *basket bond*, occupa il quarto posto con una quota pari al 10%. Chiudono il quadro le società di *asset e wealth management* (5%), le finanziarie regionali (1%) e altri investitori minori, con una quota residuale pari al 2%⁶. Alla luce di ciò, può dirsi che sono attratti dal mercato dei *minibond* investitori diversificati tra i quali i fondi esteri, le banche, gli operatori istituzionali.

Più in generale, secondo le informazioni raccolte dall'Osservatorio Minibond, relativi agli anni che vanno dal 2013 al 2024 e basati su un campione di 1.339 società per emissioni inferiori ai 50 milioni di euro, il 62,2% delle società è rappresentato da società per azioni, il 35,6% da società a responsabilità limitata, l'1,7% da società cooperative, lo 0,3% da società consortili e lo 0,2% da veicoli esteri operanti in Italia; le PMI risultano pari a 861 unità, corrispondenti dunque al 64,3% del campione⁷.

Le banche, dunque, continuano ad avere un ruolo preminente tra i sottoscrittori di *minibond*. Ciò si spiega anche alla luce della formulazione originaria dell'art. 2483 c.c., che, indipendentemente dalla destinazione dei titoli di debito, subordinava la loro sottoscrizione all'intervento di un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale, imponendo quindi un vincolo che di fatto canalizzava le emissioni soprattutto verso operatori bancari. Parimenti, la prevalenza delle s.p.a. tra gli emittenti non stupisce, considerati i costi – anche in termini di complessità organizzativa – che una s.r.l. avrebbe dovuto sostenere per accedere al mercato dei capitali in tali condizioni.

⁶ Cfr. Osservatorio Minibond, *11° Report italiano sui minibond*, p. 59, pubblicato ad aprile 2025 e scaricabile al link <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-minibond/>.

⁷ *Ibidem*, 3 s.

Alla luce della recente modifica introdotta dalla Legge Capitali, che consente la sottoscrizione anche da parte di soggetti non vigilati ove i titoli siano riservati ad investitori professionali, è lecito attendersi un mutamento della composizione del mercato: da un lato, un progressivo incremento delle s.r.l. tra gli emittenti; dall'altro, una graduale riduzione della centralità delle banche tra i primi sottoscrittori.

Volendo invece verificare se la riforma abbia già prodotto effetti tangibili sul mercato, a parere di chi scrive, appare opportuno concentrare l'attenzione sui portali di *crowdfunding* specializzati in *minibond*. Come emerge dal Report italiano sui Minibond sopra menzionato, i portali autorizzati per il collocamento di detti titoli sono passati da 3 nel 2023 a ben 27 al 31 dicembre 2024, a soli otto mesi quindi dall'entrata in vigore della riforma. Si tratta di un fattore particolarmente significativo, che evidenzia l'interesse suscitato dal nuovo quadro normativo e che, a nostro avviso, giustifica tale crescita alla luce della semplificazione introdotta dalla Legge Capitali, la quale ha eliminato vincoli normativi rilevanti.

Restano tuttavia, anche nell'ambito adesso in osservazione, alcune incongruenze di rilievo. L'art. 2468, comma 1, c.c. stabilisce, come è noto, che «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari». Al contrario, l'art. 100-ter, comma 1, T.U.F., prevede, come è noto, che, «in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione» in s.r.l. possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, purché nei limiti previsti dalla disciplina europea (il Regolamento UE n. 1503 del 2020).

Evidente è l'anomalia che in detto contesto si registra tenuto conto che attraverso le piattaforme di crowdfunding gli investitori *retail* possono facilmente accedere al capitale delle s.r.l., ma ad essi è precluso l'acquisto diretto di titoli di debito, sebbene questi ultimi, almeno in teoria, dovrebbero costituire un tipo di investimento meno rischioso.

4. Considerazioni conclusive

Nonostante le modifiche apportate all'art. 2483 c.c., permangono alcune criticità che avrebbero meritato un trattamento più approfondito

in sede di riforma. Tra queste, assume particolare rilievo la questione delle conseguenze derivanti dalla violazione della prescrizione che limita la circolazione dei titoli di debito esclusivamente tra investitori professionali, laddove si verifichi una indebita cessione a *retail*. In particolare, occorre interrogarsi se, nelle ipotesi di indebito trasferimento dei titoli in spregio della destinazione originariamente prevista, la garanzia prevista dal secondo comma dell'art. 2483 c.c. debba comunque essere prestata.

Il dubbio potrebbe emergere avuto riguardo alla circostanza che, durante l'esame parlamentare, era stato inserito — e poi rimosso — un inciso che esentava esplicitamente dall'obbligo di prestare la garanzia *ex lege* i soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, insieme agli investitori professionali. La cancellazione di questo riferimento nel testo definitivo della legge potrebbe suggerire che le banche restino comunque obbligate a fornire la garanzia prevista dalla legge qualora il titolo dovesse impropriamente circolare tra investitori *retail*. Dovranno pertanto essere valutate in futuro le conseguenze derivanti dall'acquisto di *minibond*, normalmente riservati a investitori professionali, da parte di soggetti *retail*, in caso di violazione delle regole di emissione. In tali ipotesi, tali investitori potranno godere o meno della garanzia *ex lege*?

A nostro avviso, la risposta al quesito posto dovrebbe essere negativa, sia sulla base del tenore letterale della disposizione in esame, sia per ragioni di opportunità. In primo luogo, l'art. 2483 c.c. adesso chiarisce che il regolamento di emissione non può prevedere modifiche in ordine alla destinazione originaria dei titoli; condizione quest'ultima che dovrebbe essere ben nota al soggetto *retail* interessato all'acquisto. Inoltre, acquista specifica rilevanza in detto contesto il fatto che l'acquirente dei menzionati titoli, confidando nella loro specifica destinazione ad investitori professionali, non dovrebbe poter essere esposto al rischio di sostenere il costo di una garanzia in caso di insolvenza dell'emittente. Diversamente, la riforma rischierebbe di risultare inefficace, configurandosi come un sicuro insuccesso.

Se questa impostazione viene condivisa, sarà allora necessario accertare le conseguenze derivanti dalla violazione del regolamento di emissione e, in particolare, quelle connesse ad eventuali cessioni di titoli, riservati esclusivamente ad investitori professionali, a favore di soggetti *retail*. A nostro avviso, tali trasferimenti dovrebbero essere considerati nulli perché effettuati in violazione di una norma imperativa

volta a tutelare interessi generali, sulla base del presupposto che, in materia di tutela del risparmio, le esigenze di salvaguardia assumono un rilievo preminente.

A ben considerare la questione potrebbe presentare analogie con quanto già affrontato dalla dottrina in riferimento al secondo comma dell'art. 2483 c.c.; ci si riferisce all'orientamento che ha ritenuto nulla la sottoscrizione di titoli da parte di soggetti non in possesso dei requisiti soggettivi previsti dalla norma⁸. A tale conclusione può pervenirsi, tuttavia, soltanto laddove non sussistano margini di ambiguità circa la finalità sottesa all'emissione dei titoli. In tale prospettiva, appare imprescindibile che il regolamento di emissione non si limiti a un generico richiamo alla destinazione riservata agli investitori professionali, ma contenga un'esplicita menzione dell'avvenuta emissione in conformità a quanto previsto dall'art. 2483, comma 3, cod. civ.

A ben considerare, si tratta, con ogni evidenza, di difficoltà interpretative che si sarebbero potute evitare se, in sede di riforma, si fosse proceduto all'abrogazione del secondo comma dell'art. 2483 c.c., la cui permanenza appare oggi fonte di incertezza applicativa. Del resto, il mercato di tali titoli si caratterizza, a dirla tutta, per una circolazione fortemente limitata tra investitori *retail*, per cui le esigenze di tutela che la norma originariamente intendeva presidiare non sembrano, allo stato, rinvenirsi in concreto con la medesima intensità.

Sotto altro profilo, non può non rilevarsi come la riforma abbia omissso di affrontare in modo esplicito il nodo, da tempo dibattuto, relativo all'individuazione del soggetto tenuto a rispondere della solvenza dell'emittente in caso di circolazione dei titoli. Una presa di posizione chiara del legislatore in tal senso avrebbe consentito di evitare ambiguità interpretative e favorito una maggiore efficienza del mercato. Come è noto, infatti, le tesi interpretative in argomento si presentano tra loro alternative e tuttora controverse. A fronte di un orientamento che riconduce l'imposizione legale della garanzia unicamente a capo del sottoscrittore, si riscontra l'opinione di coloro per i quali risulta

⁸ Cfr. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo dir. soc.*, in *Liber Amicorum* G.F. Campobasso, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), III, Torino, 2007, 1304. Cfr., altresì, anche per i riferimenti bibliografici, U. MINNECI, *Profili finanziari*, Sez. I – *Titoli di debito*, in *Trattato delle società*, V. DONATIVI (diretto da), Tomo III, 2022, 836.

decisiva la posizione di chi trasferisce, di fatto, il titolo al cliente *retail*, e ciò a prescindere dalla circostanza per la quale tale soggetto sia sottoposto a vigilanza prudenziale. A nostro avviso, appare coerente con il tenore letterale della disposizione, nonché con l'obiettivo ultimo avuto di mira dal legislatore, la tesi di chi considera garante della solvenza dell'emittente (non già l'ultimo degli investitori professionali tout court, ma) l'ultimo dei soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale. Tale soluzione, a differenza di altre ricostruzioni prospettate in dottrina, presenta il rilevante vantaggio di incentivare l'acquisto dei titoli da parte di soggetti effettivamente interessati, i quali potranno confidare sulla presenza di una garanzia prestata da operatori dotati di adeguati requisiti di patrimonializzazione. Al contempo, essa evita di esporre il primo sottoscrittore, spesso estraneo alla catena di successivi trasferimenti, al rischio di dover rispondere della solvibilità dell'emittente sino alla scadenza dei titoli, con evidente effetto deterrente sul mercato⁹.

In conclusione, può dirsi che l'analisi fin qui condotta, consente di cogliere non solo la portata innovativa della riforma dell'art. 2483 c.c., ma anche le sue persistenti criticità. Il nuovo assetto normativo, pur segnando un passo in avanti verso una maggiore apertura delle s.r.l. al mercato dei capitali, richiede tuttavia interventi correttivi mirati, volti a rafforzare la coerenza complessiva del sistema e a garantire un bilanciamento effettivo tra esigenze di semplificazione e tutela degli investitori.

⁹ Cfr. C. MARASCO, *Limiti normativi allo sviluppo del mercato dei green bond: la proposta di riforma dell'art. 2483 c.c.*, in questa *Rivista*, Supplemento, Ottobre/Dicembre, 2023, 87 ss.

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, dianzi 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.

Il sistema dei controlli interni: prospettive e riflessi sistematici

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il “sistema dei controlli interni” nella legge delega. – 3. Il “sistema dei controlli interni” più nel dettaglio: i controlli extra-organici. – 4. (*Segue*) I controlli organici. – 5. Perché sarebbe opportuna una razionalizzazione. – 6. In che direzione dovrebbe muoversi la riforma. – 7. Le possibili implicazioni sistematiche: (i) rivisitazione delle stesse funzioni dell’organo di controllo societario in senso stretto e dei presupposti della relativa responsabilità. – 8. (ii) Sovrapposizioni tra collegio sindacale e comitato controllo e rischi. – 9. (iii) Una possibile rilettura degli artt. 25-*octies* e 37 del Codice della crisi?

1. Introduzione

Tra i tanti punti toccati dalla riforma del 2024 e/o che saranno rimaneggiati col varo della legge delegata, ce n’è uno che potrebbe avere una portata davvero dirompente, per l’estensione del suo ambito applicativo e per la rilevanza delle implicazioni pratiche e sistematiche: quello relativo al “sistema dei controlli interni” degli emittenti.

Si tratta, invero, di tema che, se dovesse effettivamente formare oggetto di intervento riformatore, avrebbe un impatto molto rilevante, in quanto andrebbe a toccare: (i) non solo emittenti quotati, ma tutte le società di capitali; (ii) non solo gli organi di controllo societario in senso stretto (il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza e il comitato per il controllo sulla gestione), ma anche figure soggettive investite di funzioni di controllo interno in senso più ampio nell’ambito dell’organo amministrativo e finanche al di fuori della pianta organica societaria e nel contesto della struttura organizzativa aziendale; (iii) con ricadute indirette non solo di diritto societario, ma anche di diritto generale dell’impresa (v. sull’interpretazione dell’art. 2086 c.c.) e di diritto concorsuale (v. sull’interpretazione dell’art. 37, se non anche dell’art. 25-*octies*, del Codice della crisi).

La norma di riferimento nella l. 5 marzo 2024, n. 21 è l’art. 19, co. 2, lett. h), dove si legge che il Governo è delegato ad emanare disposizioni atte ad «assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando altresì adeguate forme

di coordinamento e di scambio di informazioni per un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate».

2. Il “sistema dei controlli interni” nella legge delega

Con le espressioni “controlli interni” (o “endosocietari”) o “sistema dei controlli interni” (o “sistema di controllo interno”) o, ancora, “sistema di controllo interno e di gestione dei rischi” (d’ora innanzi, anche “SCIGR”), si intende quel complesso reticolo: (i) di funzioni (intese nel significato proprio del diritto societario e delle organizzazioni collettive, ma anche nel significato proprio delle scienze aziendalistiche e, segnatamente, dei sistemi organizzativi aziendali) *lato sensu* di “controllo”; (ii) di soggetti (figure monocratiche o pluripersonali o collegiali) preposti all’esercizio di funzioni *lato sensu* di “controllo”; (iii) e delle corrispondenti regole e procedure che governano l’attribuzione (in termini di allocazione e distribuzione delle competenze) e l’esercizio (forme, modalità, criteri di coordinamento, ecc.) di quelle funzioni¹.

¹ Tra i tanti possibili riferimenti, possiamo assumere quello del Codice di Corporate Governance, che dedica un intero capitolo al c.d. “sistema di controllo interno e di gestione dei rischi” (art. 6) e dove, tra i “Principi”, al punto XVIII, si dice che «Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi è costituito dall’insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società».

E v. già il Codice di Autodisciplina delle società quotate, “sistema di controllo interno e di gestione dei rischi” (art. 7) e dove il sistema, all’art. 7.P.1., è definito come l’«insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire l’*identificazione*, la *misurazione*, la *gestione* e il *monitoraggio* dei *principali* rischi; e si specifica che «Tale sistema è integrato nei più generali assetti organizzativi e di governo societario adottati dall’emittente e tiene in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le *best practices* esistenti in ambito nazionale e internazionale».

Altro riferimento è costituito dalle Norme di comportamento del collegio sindacale di società non quotate (dic. 2024), dove si legge che «Il sistema di controllo interno può essere definito come l’insieme delle direttive, delle procedure e delle prassi operative adottate dall’impresa allo scopo di raggiungere, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, i seguenti obiettivi: - obiettivi strategici, volti ad assicurare la

Il “sistema dei controlli interni” si inserisce nel contesto degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e, pur non esaurendoli, ne costituisce la componente forse più qualificante. Esso comprende:

- funzioni di controllo “*organiche*”, nel senso di funzioni che si inseriscono nel quadro dell’*organizzazione corporativa*: quelle che fanno capo all’organo di controllo societario *stricto sensu*; e quelle che fanno capo a soggetti appartenenti all’organo amministrativo (come l’amministratore delegato, ma anche il comitato esecutivo, e il “comitato controllo e rischi”);
- funzioni di controllo “*extra-organiche*”, nel senso di funzioni che si inseriscono nel quadro dell’*organizzazione aziendale*: quelle che fanno capo alle strutture aziendali, come il responsabile della funzione *internal audit* ed altre similari (e, come vedremo, modulari).

Pertanto, parrebbe ragionevole intendere la formulazione impiegata nella legge delega come comprensiva non solo degli organi di controllo societari *stricto sensu*, ma anche dei soggetti preposti a tali funzioni *extra-organiche*.

Il che sarebbe viepiù confermato dal riferimento a funzioni e “strutture” di controllo, con opzione lessicale testualmente evocativa di qualcosa di più ampio della funzione organica classica e tradizionale.

conformità delle scelte del management alle direttive ricevute e all’oggetto che la società si propone di conseguire, nonché a garantire la salvaguardia del patrimonio aziendale e a tutelare gli interessi degli stakeholders; - obiettivi operativi, volti a garantire l’efficacia e l’efficienza delle attività operative aziendali; - obiettivi di reporting, volti a garantire l’attendibilità e l’affidabilità dei dati; - obiettivi di conformità, volti a assicurare la conformità delle attività aziendali, alle leggi e ai regolamenti in vigore»; e si specifica che «un sistema di controllo interno risulta adeguato se permette la chiara e precisa indicazione dei principali fattori di rischio aziendale e ne consente il costante monitoraggio e la corretta gestione».

3. Il “sistema dei controlli interni” più nel dettaglio: i controlli extra-organici.

Più nel dettaglio, i controlli extra-organici sono normalmente descritti in dottrina (così, in particolare, da Paolo Montalenti) come una piramide rovesciata.

Alla base della piramide sono situati i controlli “*di primo livello*” (o controlli “*di linea*”), effettuati dai responsabili delle singole aree operative.

In un gradino intermedio sono collocati i controlli “*di secondo livello*”, affidati a funzioni indipendenti e distinte da quelle operative. Si tratta di funzioni per le quali i compiti di controllo costituiscono il nucleo centrale e sistematico delle relative responsabilità. Essi comprendono: nel senso più stretto, le funzioni di *risk management*, ovverosia le attività di misurazione, monitoraggio e gestione dei rischi, e di *compliance*, ovverosia di “presidio del rischio legale e di non conformità”; nel senso più ampio, anche il “*dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili*” (art. 154-bis TUF) ed altri presidi, quali il responsabile antiriciclaggio, l’“Organismo di Vigilanza 231”, ecc. Nel Codice di Corporate Governance, all’art. 32, lett. f), si raccomanda che tali funzioni siano «articolate in relazione a *dimensione, settore, complessità e profilo di rischio dell’impresa*».

Al vertice della piramide troviamo infine i controlli “*di terzo livello*”, affidati alla funzione di *internal audit*, che si articola nelle attività di verifica circa la completezza, l’adeguatezza, l’efficacia e l’efficienza di *tutto il sistema dei controlli interni* e dell’organizzazione aziendale².

La funzione è attribuita a un “ufficio indipendente”, nel senso che il responsabile dell’*internal audit* non deve dipendere gerarchicamente da nessun’altra struttura; *può essere anche un soggetto esterno* (se dotato dei necessari requisiti di professionalità, indipendenza ed organizzazione) e la funzione di *internal audit* deve rimanere autonoma rispetto a qualsiasi funzione operativa.

Quanto a tipologia, i controlli “*di primo livello*” sono controlli “*diretti*”, mentre quelli di *secondo* e di *terzo* livello sono controlli

² Stando all’art. 6 del Codice di Corporate Governance e alla Raccomandazione n. 36 (così come all’art. 7.P.3. del precedente Codice di Autodisciplina), tale funzione, al pari del collegio sindacale, vigila sull’adeguatezza e sul funzionamento in concreto dell’intero SCIGR.

“indiretti”, in quanto si basano sui flussi informativi generati all’esito degli accertamenti diretti.

4. (Segue) *I controlli organici.*

I controlli “organici”, a loro volta, sono quelli attribuiti a soggetti preposti a funzioni *stricto sensu* organiche in ambito societario.

Si tratta di una *sorta* di “quarto livello”, in quanto sono controlli ancora più indiretti (effettuati su riporti provenienti principalmente dal terzo livello) e ancora più generali e di sistema.

A tale proposito, si è assistito a un progressivo arricchimento delle figure.

Nel codice civile è dettata una disciplina generale:

- riferita agli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, senza alcun dettaglio su quella specifica componente degli assetti che definiamo come “sistema di controllo interno”;
- e basata su una tripartizione (artt. 2381 e 2403), riferita esclusivamente alla dimensione organizzativa “corporativa”, per la quale gli organi delegati curano gli assetti (li istituiscono), il consiglio di amministrazione ne valuta l’adeguatezza e il collegio sindacale vigila sulla loro adeguatezza e sul loro concreto funzionamento.

Nel Codice di Corporate Governance (così come nelle istruzioni della Banca d’Italia per le banche e per gli intermediari finanziari), è invece dettata una disciplina specifica del sistema di controllo interno, basata sulla medesima tripartizione, ma con un arricchimento di figure e/o di funzioni, sia organiche (il comitato controllo e rischi e, nel vecchio Codice di Autodisciplina, gli “amministratori incaricati”), sia extra-organiche (il responsabile della funzione *internal audit*). Segnatamente, secondo il Codice di Corporate Governance:

- il consiglio di amministrazione, in aggiunta alle funzioni previste nel codice civile, è altresì chiamato alla “definizione delle *linee di indirizzo*” del sistema (il che, tuttavia, parrebbe coerente con le previsioni dell’art. 2381 c.c.) e dei *principi* che riguardano il *coordinamento* e i *flussi informativi* tra i diversi soggetti coinvolti nel SCIGR, al fine di massimizzare l’efficienza del sistema stesso, *ridurre le duplicazioni* di attività e garantire un efficace svolgimento dei compiti propri dell’organo di controllo, nonché a nominare il responsabile della funzione *internal audit* e il comitato controllo e

rischi, oltre all’Organismo di Vigilanza 231 (salvo che le relative funzioni siano attribuite al collegio sindacale);

- l’amministratore delegato³ cura la predisposizione e l’aggiornamento del SCIGR;

- il comitato controllo e rischi è configurato come comitato interno al consiglio di amministrazione, ma con funzione di supporto istruttorio al consiglio di amministrazione stesso, è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, ed è presieduto da un amministratore indipendente; quanto a natura giuridica, sarebbe diverso dal comitato esecutivo, ma è investito di ulteriori funzioni/competenze non solo istruttorie, ma anche autonome, tanto da sollevare il dubbio se possa astrattamente indursene una sorta di equazione “amministratore incaricato : amministratore delegato = comitato controllo e rischi : comitato esecutivo”; le relative funzioni sono prevalentemente istruttorie e di controllo (e non è un caso che nel sistema monistico le stesse funzioni possano essere attribuite anche al comitato per il controllo sulla gestione).

Il vecchio “amministratore incaricato” e il comitato controllo e rischi, in generale, pur essendo investiti di funzioni di controllo, operano sul lato dell’organo amministrativo (e sembrano agire a supporto del consiglio di amministrazione, più che del collegio sindacale): per quanto possano incarnare la figura degli organi delegati cui è demandato il compito di istituire gli assetti *ex art. 2381 c.c.*, non coincidono e non si sovrappongono con amministratore delegato e comitato esecutivo, perché: da un lato, amministratore delegato e comitato esecutivo allestiscono gli assetti in senso più ampio (*comprensivi* della parte “*controllo e rischi*”, *ma che non si esauriscono* in questa); dall’altro, anche per la parte “*controllo e rischi*”, per come è formulato il codice civile, non sembra che la presenza di una delega *ad hoc* esoneri i delegati in senso più ampio da questa specifica funzione. Pertanto, se li si configurasse come “delegati” nel senso del codice civile, sarebbero responsabili direttamente e in modo pieno, non solo

³ Nel vecchio Codice di Autodisciplina era prevista la figura dell’amministratore incaricato”: uno o più amministratori incaricati del SCIGR, che potevano coincidere o meno con gli amministratori delegati e che, se non coincidevano, diventavano “amministratori delegati” (“esecutivi”) limitatamente a quella specifica delega/attribuzione, giacché non si limitavano a un’attività di controllo, ma curavano direttamente l’istituzione e il mantenimento del SCIGR.

nei limiti delle informazioni ricevute e in qualità di meri componenti del consiglio di amministrazione; ma anche a configurarli diversamente, essi avrebbero comunque un ruolo così specifico e diretto che la responsabilità rimarrebbe essa stessa diretta e piena, anche perché sono loro a fornire le informazioni al consiglio di amministrazione e non viceversa (ed anzi, sarebbero più loro a fornire informazioni agli organi delegati che non viceversa). Pertanto tali figure finiscono per essere come un ibrido: non sono organi delegati nel senso più ristretto e specifico del codice civile, ma lo sono in una accezione più ampia e generale; non sono “esecutivi” sul piano generale della gestione, ma lo sono per quella parte di amministrazione che afferisce alla struttura organizzativa aziendale e societaria.

Ed a conferma di questa posizione ibrida, all’art. 7.C.3. del vecchio Codice di Autodisciplina era previsto che «Ai lavori del comitato controllo e rischi partecipa il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato; possono comunque partecipare anche gli altri sindaci», mentre ai sensi dell’art. 2405 c.c. tutti i sindaci hanno il dovere di partecipare alle riunioni del comitato esecutivo.

Nel caso del sistema monistico, poi, il comitato controllo e rischi finisce per sovrapporsi in modo particolarmente netto ed evidente al comitato per il controllo sulla gestione, finendo per acquisire una sorta di veste ibrida, tanto che l’attuale Codice di Corporate Governance prevede che i compiti del comitato controllo e rischi possano essere attribuiti al comitato per il controllo sulla gestione.

5. Perché sarebbe opportuna una razionalizzazione

L’obiettivo della riforma dovrebbe essere quello di una razionalizzazione dell’attuale sistema.

Una razionalizzazione necessitata dal fatto che l’attuale sistema è andato stratificandosi, in progresso di tempo, attraverso la giustapposizione di:

- norme di legge primarie: a contenuto generale (*rule of reason*, più che *rule of law*, nella parte eccedente la pianta organica in senso stretto) e a contenuto speciale per le sole società vigilate;
- norme secondarie: le diverse disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza in ambito bancario, finanziario, assicurativo, ecc. Così, per le banche e gli intermediari finanziari, gli artt. 53, co. 1, lett. d), e 108, co.

1, TUB, attribuiscono alla Banca d'Italia il potere di emanare disposizioni di carattere generale in materia di organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni; e la Banca d'Italia, nelle Disposizioni di vigilanza per le banche del 2013, al Tit. IV, ha dedicato un Cap. 3 al "Il sistema dei controlli interni", così come nelle Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari del 2015, al Tit. III, ha dedicato un Cap. 1 alla "Organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni". Lo stesso vale per le imprese di assicurazione (CAP e IVASS) e, ancora, per gli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (TUF e Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, 30 ottobre 2007);

- norme di *soft law*, come il vecchio Codice di Autodisciplina e l'attuale Codice di Corporate Governance per le quotate;

- orientamenti interpretativi ed elaborazioni della scienza e della tecnica giuridica e aziendalistica in materia di composizione di assetti adeguati (ma v. anche le *Norme di comportamento del collegio sindacale* di società non quotate del dicembre 2024).

Si tratta, invero, di una evoluzione che si è realizzata in modo disordinato e senza una linea di governo unitaria, con inevitabile generazione di sovrapposizioni, duplicazioni, inefficienze, aumento di costi, ecc., non sempre giustificati e/o pareggiati da un effettivo e concreto aumento di efficacia del sistema.

6. In che direzione dovrebbe muoversi la riforma

Come anticipato, la direzione in cui dovrebbe muoversi la riforma sarebbe scandita dalle seguenti linee generali:

- caratteristica essenziale che dovrebbe assumere il sistema: essere un sistema “integrato”;
- cosa evitare (in negativo): “sovrapposizioni” e “duplicazioni”;
- quali mezzi adottare (in positivo): forme di “coordinamento” e “scambio di informazioni”;
- fine ultimo: “un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate”.

Sotto quest’ultimo profilo, tuttavia, la delega sembra peccare per difetto, atteso che il sistema dei controlli interni non è volto solo alla rilevazione di irregolarità, ma anche alla mappatura dei rischi e a fornire supporto al consiglio di amministrazione per l’assunzione di decisioni consapevoli in quanto basate su informazioni complete; e non è solo finalizzato a scoprire *ex post* irregolarità ormai commesse, ma anche a prevenire *ex ante* la loro commissione.

La delega, peraltro, interpreta un’esigenza di razionalizzazione generalmente avvertita a tutto campo. Una premessa generalmente condivisa, difatti, è che la complessità debba essere graduata in base a dimensioni e oggetto dell’impresa, avendo riguardo al tipo di attività svolta, alla dimensione, alla struttura del gruppo, all’essere o meno quotata (in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita). E, tanto per fare un esempio su tutti, una società quotata operante in un settore vigilato potrebbe trovarsi dinanzi a scelte di normazione secondaria non sempre tra loro allineate e coordinate.

Ma se vi è concordia sull’esigenza di razionalizzazione, si discute tuttavia su quale debba essere il punto di equilibrio tra efficacia dei controlli (in funzione di prevenzione e in funzione di rimedio) ed efficienza dell’impresa (evitare che tutto ciò si traduca in costi eccessivi con pregiudizio per la sostenibilità economica ed evitare che si generino intralci eccessivi al funzionamento dell’impresa, con pregiudizio per la sostenibilità del governo efficiente dell’impresa stessa).

Ed anche questa esigenza è avvertita e condivisa a tutti i livelli.

Lo stesso vecchio Codice di Autodisciplina, all’art. 7.P.3. (“principi”), diceva che l’emittente prevede modalità di coordinamento tra i soggetti sopra elencati al fine di massimizzare l’efficienza del SCIGR e di ridurre le duplicazioni di attività; all’art. 7.C.1. (“criteri

applicativi”), diceva che il consiglio di amministrazione descrive, nella relazione sul governo societario, le modalità di coordinamento tra i soggetti in esso coinvolti; e nei “commenti” richiamava, quali premesse generali, il fatto che nella moderna concezione dei controlli, il SCIGR deve essere inteso come un “sistema unitario” di cui il profilo del rischio rappresenta il filo conduttore, ed ancora che un sistema dei controlli, per essere efficace, deve essere “integrato” (il che presuppone che le sue componenti siano tra loro coordinate e interdipendenti e che il sistema, nel suo complesso, sia a sua volta integrato nel generale assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società).

Lo stesso vale per l’attuale Codice di Corporate Governance, dove si prevede che l’organo di amministrazione definisce i principi che riguardano il “coordinamento” e i “flussi informativi” tra i diversi soggetti coinvolti nel SCIGR, al fine di massimizzare l’efficienza del sistema stesso, ridurre le “duplicazioni” di attività e garantire un efficace svolgimento dei compiti propri dell’organo di controllo.

Ma analoghe considerazioni si leggono, oltre che in dottrina, nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d’Italia, nelle Norme di comportamento del collegio sindacale, nei documenti di ricerca della Consob⁴.

7. Le possibili implicazioni sistematiche: (i) rivisitazione delle stesse funzioni dell’organo di controllo societario in senso stretto e dei presupposti della relativa responsabilità

Tra le possibili implicazioni sistematiche della riforma, va in primo luogo considerata la eventuale rivisitazione delle stesse funzioni dell’organo di controllo societario in senso stretto e dei presupposti della relativa responsabilità *ex art. 2407 c.c.*

⁴ Cfr., in part., G. GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate – Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti*, in *Quaderni Giuridici Consob*, n. 4, 2013, 3, dove si fa riferimento al fenomeno del c.d. “overshooting” e si segnala come in ogni caso permangano zone d’ombra che il sistema dei controlli interni, per quanto articolato, non riesce a coprire e dove si rammenta come sia comunemente avvertita la necessità di un’opera di razionalizzazione (un riordino del quadro delle regole, che permetta di muoversi in modo sinergico e coordinato, in modo da delineare un disegno chiaro e con principi comuni e da evitare ridondanze controproducenti).

Attualmente, stando al codice civile, l'organo di controllo societario avrebbe la funzione (il potere-dovere) di vigilare sull'“*adeguatezza*” degli assetti e sul loro “*concreto funzionamento*”. Quanto alla responsabilità, la Suprema Corte⁵ ha affermato che un sistema rafforzato di controlli interni non limita obblighi e doveri di controllo da parte dei sindaci, in quanto le *funzioni aziendali di controllo interno* hanno un ruolo *di mero ausilio e di supporto per il collegio sindacale*, il quale è in ogni caso tenuto ad assicurare una *costante sorveglianza sull'operato dei soggetti incaricati di funzioni amministrative e gestionali*, dovendo riscontrare la correttezza non solo formale, ma anche sostanziale, delle procedure e dei processi messi in atto, *monitorando eventuali disfunzioni, anomalie o carenze*, non potendosi limitare a una mera recezione passiva.

Stando al codice della crisi, difatti, è il collegio sindacale ad avere un ruolo centrale (ed anzi, è l'unico ad essere investito di quel ruolo): così agli artt. 25-*octies* (sui doveri di segnalazione) e 37 (sulla legittimazione alla presentazione di una domanda di apertura della liquidazione giudiziale).

Del resto, è vero che la responsabilità *ex art. 2407 c.c.* opera se il danno non si sarebbe verificato ove avessero vigilato in conformità ai propri doveri, ma l'art. 2403 c.c. annovera, tra detti doveri, anche quello di vigilare anche sul “concreto funzionamento” degli assetti: talché si tratta di responsabilità piena e diretta.

Accanto all'organo di controllo, naturalmente, sono responsabili a titolo proprio anche gli amministratori delegati e il comitato controllo e rischi. Quanto a quest'ultimo, un possibile argomento contrario starebbe nel fatto che non si tratta di comitato esecutivo e quindi i suoi componenti risponderebbero nei limiti di cui all'art. 2392 c.c. come non delegati. Ma resta invece decisivo il fatto che sono investiti proprio di questa specifica funzione e che sono loro ad informare il consiglio di amministrazione: non sono quindi ricettori passivi di informazioni, ma, al contrario, sono gli autori attivi del flusso informativo (e di supporto istruttorio) per il consiglio di amministrazione; sono loro ad avere il rapporto più diretto e specifico con la funzione di *internal audit*, ad esaminarne le relazioni (periodiche e straordinarie), a monitorarne l'azione, a poterle affidare lo svolgimento di verifiche specifiche; e, nel

⁵ Cass. civ., 19 maggio 2022, n. 16276.

sistema monistico, le sue funzioni possono essere attribuite al comitato per il controllo sulla gestione, a conferma che si tratta di funzioni tipicamente di controllo. Il che, naturalmente, risulterebbe definitivamente sancito e confermato ove, con la riforma, fosse la stessa legge primaria ad affidare a tale comitato un compito di controllo in senso stretto e diretto.

Orbene, non mancano fattori di criticità che potrebbe essere opportuno affrontare con la riforma.

(i-a) In primo luogo, una vigilanza sul concreto funzionamento degli assetti non appare del tutto coerente con l'assetto attuale del SCIGR.

Ed invero, in primo luogo, un controllo effettivo e diretto sul "concreto funzionamento" è affidato all'amministratore delegato (così come ai vecchi "amministratori incaricati") e al comitato controllo e rischi, nonché, al di fuori del contesto organico, alla funzione di *internal audit*. Il collegio sindacale, per contro, svolge il proprio controllo (la "vigilanza") sul concreto funzionamento del sistema più che altro sulla scorta delle relazioni che riceve dal responsabile della funzione di *internal audit* e da amministratori delegati e comitato controllo e rischi. Un po' come dire che se la funzione di *internal audit* è un controllo di terzo livello rispetto ai preposti ai controlli di primo e di secondo livello in ambito aziendale, il collegio sindacale è su un livello ancora più indiretto e generale rispetto a quelli svolti (dagli amministratori delegati e) dal comitato controllo e rischi in ambito corporativo.

Inoltre, nel sistema monistico le funzioni del comitato controllo e rischi potrebbero essere attribuite al comitato per il controllo sulla gestione, ma si tratta di mera eventualità: in assenza, il comitato per il controllo sulla gestione sembrerebbe avere poteri di controllo meno penetranti rispetto a quelli del comitato controllo e rischi; nel sistema ordinario, tale minore pregnanza è addirittura caratteristica costante del sistema. In sostanza, il vero organo di controllo diretto sul SCIGR è il comitato controllo e rischi. Il collegio sindacale è l'organo societario con funzioni di controllo istituzionali e più generali, ma con specifico riguardo al SCIGR sembra meno focalizzato e meno strutturato rispetto al comitato controllo e rischi.

Quanto poi alla funzione di *internal audit*, nel Codice di Autodisciplina era previsto che la nomina del responsabile fosse fatta dal consiglio di amministrazione, su proposta dell'amministratore incaricato, previo parere favorevole del comitato controllo e rischi,

“sentito il collegio sindacale”, ma nel nuovo Codice di Corporate Governance, invece, il collegio sindacale rimane fuori dal processo di nomina. Cionondimeno, le relazioni periodiche e quelle straordinarie su eventi di particolare rilevanza redatte dal responsabile della funzione di *internal audit* sono trasmesse al presidente del collegio sindacale, oltre che ai presidenti del comitato controllo e rischi e del consiglio di amministrazione e all’amministratore delegato. Sempre stando al Codice di Corporate Governance, poi, il collegio sindacale può chiedere al responsabile della funzione di *internal audit* di predisporre tempestivamente relazioni su eventi di particolare rilevanza. Il solo comitato controllo e rischi, non anche il collegio sindacale, infine, può chiedere al responsabile della funzione di *internal audit* «lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative», anche se della richiesta deve dare contestuale comunicazione al presidente del collegio sindacale, per quanto, curiosamente, non è altresì previsto che gli debbano essere comunicati anche gli esiti di dette verifiche (ma forse perché il presidente del collegio sindacale partecipa comunque alle riunioni del comitato controllo e rischi). In ogni caso, la funzione di *internal audit* è configurata come presidio a supporto del consiglio di amministrazione e non anche del collegio sindacale.

Quanto, infine, al comitato controllo e rischi, nel vecchio Codice di Autodisciplina era previsto che alle sue riunioni dovesse partecipare il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da lui designato e potessero partecipare anche gli altri sindaci; nell’attuale Codice di Corporate Governance, invece, non si dice nulla al riguardo, di talché, a configurarlo in termini equivalenti o assimilabili a quelli di un comitato esecutivo, soccorrerebbe l’art. 2405 c.c., in caso contrario vi sarebbe una lacuna nel sistema.

Infine, il collegio sindacale potrebbe svolgere anche controlli specifici, ma solo se ritenuti necessari e solo a campione (così anche le *Norme di comportamento* del collegio sindacale di società non quotate, del dicembre 2024); sicuramente deve vigilare anche sull’adeguatezza in concreto, ma solo sull’adeguatezza, appunto, non anche sulle eventuali violazioni. Del resto, il collegio non sarebbe nemmeno in condizione di svolgere attività *lato sensu* investigative: ai sensi dell’art. 2403-bis, co. 1, c.c., invero, «I sindaci possono in qualsiasi momento procedere, anche individualmente, ad atti di ispezione e di controllo», ma sono note le difficoltà (teorico/sistematiche, ma anche e soprattutto

pratiche) di estendere l'ispezione dagli atti relativi all'amministrazione della società fino ad arrivare alle singole funzioni aziendali, atteso che in questo caso si tratterebbe di svolgere attività ispettiva nei singoli uffici e nelle linee operative.

(i-b) Altro profilo di possibile intervento potrebbe cogliersi da uno sguardo comparatistico. È stato segnalato⁶ (Santosuosso), in altro recente convegno, come nella disciplina del Delaware, se faccio ragionevole affidamento sui *reports* informativi che ricevo dai soggetti preposti alle funzioni aziendali di controllo (di secondo e di terzo livello) e sul fatto che provengono dai soggetti a ciò preposti e che quei soggetti sono stati selezionati in modo adeguato, tutto questo può essere valutato come attenuazione o esclusione di responsabilità.

(i-c) Ulteriore ragione di riflessione potrebbe poi ricavarsi da un raffronto circa il diverso approccio adottato nel Codice di Corporate Governance e nelle Norme di comportamento del collegio sindacale: nel Codice di Corporate Governance, il collegio sindacale vigila sull'efficacia del SCIGR, ma non anche sul suo "concreto funzionamento", diversamente dalle norme di comportamento del collegio sindacale (Norma 3.6. "Vigilanza sull'adeguatezza e sul funzionamento del sistema di controllo interno"), dove la vigilanza del collegio sindacale è, sì, rivolta esclusivamente alla valutazione della capacità del sistema di controllo interno di prevenire non conformità significative rispetto alla legge, allo statuto e ai principi di corretta amministrazione (e non è anche rivolta ad esprimere un giudizio sull'efficacia dello stesso), ma può avvalersi, qualora ritenuti necessari, di appositi *test*, anche eventualmente *a campione*.

(i-d) Occorrerà poi vedere come la riforma andrà a regolare i flussi informativi e l'oggetto dei poteri/doveri di vigilanza in concreto dei singoli attori.

⁶ Da Daniele Santosuosso, in una relazione tenuta al convegno di Roma Tre su "Metamorfosi del mercato finanziario italiano e principi di una riforma" (10 aprile 2025).

8. (ii) *Sovrapposizioni tra collegio sindacale e comitato controllo e rischi*

Attualmente, nel sistema ordinario si avrebbe una singolare “ibridizzazione” di sistemi di amministrazione e controllo, col collegio sindacale separato dal consiglio di amministrazione e il comitato controllo e rischi come organo di controllo simile al comitato per il controllo sulla gestione, interno al consiglio di amministrazione del monistico; nel sistema dualistico, si avrebbe una analoga (se non più singolare) ibridizzazione; il sistema monistico, invece, sarebbe il più vicino al SCIGR, ma con la singolare possibile duplicazione degli organi di controllo (un comitato controllo e rischi e un comitato per il controllo sulla gestione separati), salvo che l’autonomia statutaria opti per il ricongiungimento (attribuendo i compiti del comitato controllo e rischi direttamente al comitato per il controllo sulla gestione).

Sarebbe quindi opportuno che il legislatore delegato intervenisse proprio in ottemperanza al criterio direttivo di evitare duplicazioni e sovrapposizioni.

9. (iii) *Una possibile rilettura degli artt. 25-octies e 37 del Codice della crisi?*

Attualmente l’interpretazione più accreditata è quella di leggere gli 25-octies (poteri-doveri di segnalazione) e 37 (legittimazione alla presentazione della domanda di apertura della liquidazione giudiziale) CCII in modo coerente tra di loro e, dunque, riferendo entrambi all’organo di controllo societario in senso stretto.

Dopo la riforma, però, si potrebbero aprire diversi scenari, a seconda che il legislatore si faccia o meno carico di allineare il sistema. Quand’anche non se ne facesse carico, peraltro, l’assetto normativo che andrà definitivamente a delinearsi potrebbe avere una ricaduta in termini di possibili spunti sistematici di rilettura di quelle due norme.

(iii-a) La prima questione è se sarà possibile o meno ampliare la nozione di “organi di controllo societario” ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 25-octies, a tenore del quale «L’organo di controllo societario e il soggetto incaricato della revisione legale, nell’esercizio delle rispettive funzioni, segnalano, per iscritto, all’organo amministrativo la

sussistenza dei presupposti di cui all'articolo 2, comma 1, lettere a) e b), per la presentazione dell'istanza di cui all'articolo 17».

Personalmente, riterrei necessario distinguere.

Quanto al responsabile della funzione di *internal audit*, la risposta sarebbe senz'altro negativa, giacché sarebbe – e rimarrebbe – pacifico che lo stesso non sia qualificabile come “organo *societario*”, essendo soggetto che appartiene alla struttura organizzativa aziendale, ma non alla pianta organica/organizzativa dell'ente società.

È vero che gli sono affidati controlli di “*terzo livello*” (e, dunque, di portata ampia, generale e sistematica), ma resterebbe una eccessiva distanza rispetto alla formulazione letterale utilizzata nel codice della crisi. Inoltre, per quanto sia un soggetto indipendente e la cui posizione non potrebbe essere subordinata alle funzioni operative aziendali, la sua indipendenza si manifesta nel contesto aziendale, non in quello societario, dove invece risponde senz'altro al consiglio di amministrazione.

Quanto agli amministratori delegati (o ai vecchi amministratori incaricati), la risposta sarebbe nuovamente negativa, ma per ragioni opposte e rovesciate. Stando alla configurazione che ne dava il vecchio Codice di Autodisciplina, invero, gli amministratori incaricati non erano organi “*di controllo*”, ma erano o amministratori delegati (esecutivi) che cumulavano questa ulteriore funzione o amministratori non esecutivi che divenivano tali una volta ricevuta una siffatta investitura. In sostanza, mentre il comitato controllo e rischi è proprio deputato alla sola e specifica funzione di *controllo*, gli amministratori incaricati erano delegati alla stessa *istituzione* del sistema dei controlli e il monitoraggio sul suo funzionamento era strumentale alla funzione di *istituzione* del sistema stesso (nel senso di fornire elementi utili ai fini del suo eventuale adattamento, delle eventuali correzioni da apportare, ecc.). In sostanza, la ragione della risposta negativa è nel fatto non già di non essere “organi”, ma di non essere *organi di “controllo”* societario.

Ovviamente nulla esclude che tale profilo possa essere disciplinato in modo diverso dalla riforma. In ogni caso, in quanto amministratori delegati, gli stessi avrebbero doveri ancora più stringenti e *a fortiori* dovrebbero sollecitare il consiglio di amministrazione ad adottare ogni possibile soluzione di prevenzione e/o di gestione della crisi.

Quanto, infine, al comitato controllo e rischi, attualmente lo stesso non rientra nel novero della norma, mentre in prospettiva futura potrebbe sorgere un dubbio.

In senso negativo potrebbe valere la declinazione al singolare («l'organo di controllo societario») e il fatto che la stessa norma dice che la tempestiva segnalazione è valutata ai fini della attenuazione o esclusione della responsabilità di cui all'art. 2407 c.c. (riferita, dunque, al solo collegio sindacale).

In senso affermativo, in prospettiva, potrebbero forse valere diverse contro-argomentazioni:

- un argomento storico/evolutivo: l'impiego del singolare e il richiamo all'art. 2407 c.c. potrebbero spiegarsi storicamente perché riferite al sistema ante-riforma, ma sarebbe ipoteticamente consentito accedere a una rilettura sistematico/evolutiva e reinterpretare il tutto in modo evolutivo/estensivo;

- un argomento apagogico: sarebbe singolare e contraddittorio che il dovere fosse posto in capo a un organo che nella piramide ideale si colloca ancora più in alto (il collegio sindacale) e non lo fosse anche a chi quel controllo lo fa in modo più diretto e penetrante;

- un argomento di raccordo sistematico: il comitato controllo e rischi finisce per assomigliare al comitato per il controllo sulla gestione, sia pure limitatamente al controllo sul SCIGR, tanto che nel monistico potrebbero addirittura coincidere; e il sistema di controllo interno, nell'ambito degli assetti, è quello più direttamente collegato anche con il monitoraggio dello stato di salute dell'impresa;

- profili sistematici/qualificatori: diversamente dagli amministratori delegati (e dai vecchi amministratori incaricati), il comitato controllo e rischi sarebbe astrattamente qualificabile come “*organo di controllo*”, atteso che amministratori delegati (e amministratori incaricati) sono delegati in senso stretto e proprio (e infatti si occupano dell'allestimento stesso del sistema), mentre il comitato controllo e rischi, a seconda delle scelte che farà il legislatore delegato, sarebbe suscettibile di essere qualificato come organo delegato collegiale o come comitato con funzione specifica ed esclusiva di controllo. Sarebbe viepiù qualificabile come “*organo*”: in senso contrario non varrebbe obiettare che sarebbe interno ad altro organo (in rapporto concentrico di continenza), atteso che lo stesso Codice di Corporate Governance conferma che potrebbe essere titolare di funzioni direttamente attribuite

dalla legge o la cui attribuzione è possibile sulla scorta di una previsione di legge; e il presupposto sistematico per la qualificazione “organica” non è la necessaria investitura di funzioni di “esternazione” (come la rappresentanza), essendo necessaria e sufficiente la titolarità di “funzioni” essenziali e qualificanti afferenti alla organizzazione e al funzionamento dell’ente come soggetto giuridico entificato.

(iii-b) La seconda questione è se sarà possibile ampliare la nozione di «organi [...] che hanno funzioni di controllo [...] sull’impresa» ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 37 CCII.

A tal proposito, stando alla terminologia della Banca d’Italia⁷, “organo con funzione di controllo” o “organo di controllo” sarebbero solo il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza o il comitato per il controllo sulla gestione, mentre “*organi aziendali*” è espressione utilizzata per racchiudere il complesso degli organi con funzioni di supervisione strategica, di gestione e di controllo; e per “*funzione aziendale*” si intende l’insieme dei compiti e delle responsabilità assegnate per l’espletamento di una determinata fase dell’attività aziendale, per “*funzioni aziendali di controllo*” si intendono la funzione di conformità alle norme (*compliance*), la funzione di controllo dei rischi (*risk management function*) e la funzione di revisione interna (*internal audit*) (e, tra le altre, anche la funzione antiriciclaggio), e per “*funzioni di controllo*” si intende l’insieme delle funzioni che per disposizione legislativa, regolamentare, statutaria o di autoregolamentazione hanno compiti di controllo.

In altri termini, gli organi di controllo sarebbero di due tipologie: “organo di controllo” (si intende, “societario”) *stricto sensu*, sarebbe il collegio sindacale (e i corrispondenti organi dei sistemi dualistico e monistico); “organi aziendali” sarebbero quelli che espletano “funzioni aziendali” (e, tra queste, anche le “funzioni aziendali di controllo”). Ed ancora, “funzioni di controllo” sarebbero tutte le funzioni con compiti di controllo, comprensive quindi di quelle espletate dall’organo di controllo in senso stretto e di quelle espletate dagli organi aziendali investiti di funzioni aziendali di controllo.

⁷ Nelle definizioni di cui all’art. 3, del Tit. IV, Cap. 3 (il Sistema dei controlli interni), Sezione I (Disposizioni preliminari e principi generali) e in parte anche nel Reg. Congiunto Banca d’Italia e Consob ai sensi dell’art. 6, co. 2-*bis*, TUF del 30 ottobre 2007 (come più volte modificato).

In definitiva, tra gli organi con funzioni di controllo sull'impresa, alla lettera, rientrerebbero anche gli "organi aziendali" con "funzioni aziendali di controllo".

Ciò detto, tuttavia, ritengo che:

- una possibile futura estensione della norma alle funzioni di controllo di primo e di secondo livello sarebbe senz'altro da scartare, trattandosi di strutture operative aziendali e non organiche;

- un'estensione alla funzione di *internal audit* sarebbe astrattamente possibile ove si volesse porre l'accento sul fatto che l'art. 37 CCII parla di organi di controllo sull'"impresa" e si fosse disposti a leggere la parola "organi" come "strutture" o "funzioni" e a valorizzare il fatto che, diversamente dalle funzioni di primo e di secondo livello, qui si tratterebbe di un controllo di sistema, generale e, in questo senso, se si vuole, "organico". La risposta, tuttavia, tornerebbe ad essere negativa leggendo "organi" in senso stretto ed intendendo per "funzioni" le funzioni "organiche" in senso proprio e ridimensionando la portata esegetica della parola "impresa", che potrebbe più facilmente trovare giustificazione nella intenzione del legislatore di includere anche imprese collettive diverse da quelle societarie (diversamente dall'art. 25-*octies*, che è circoscritto a queste ultime);

- quanto agli amministratori delegati, la lettura estensiva potrebbe affermarsi attribuendo rilievo al fatto che la legittimazione dovrebbe a maggior ragione valere per chi ha la responsabilità diretta della cura (l'istituzione) e del controllo (il monitoraggio sul funzionamento) sull'intero sistema (sorta di argomento *a fortiori* rispetto al collegio sindacale), ma la risposta rimarrebbe negativa per il fatto che non saremmo dinanzi a un "organo con funzioni di controllo" (e, dunque, per le medesime ragioni spese con riguardo all'art. 25-*octies*), sicché una diversa soluzione sarebbe troppo distante dalla formulazione letterale della norma impedendone una rilettura evolutiva anche in prospettiva futura. Del resto, trattandosi di componenti del consiglio di amministrazione, gli stessi non potrebbero che sottostare alla regola della maggioranza e sarebbe quindi l'organo collegiale a decidere se presentare o meno domanda di apertura della liquidazione giudiziale: anche in questo senso non si giustificerebbe una estensione analogica rispetto al collegio sindacale, che è invece organo a tutti gli effetti distinto e autonomo;

– con riguardo, infine, al comitato controllo e rischi, la soluzione negativa troverebbe fondamento nel fatto che, come per gli amministratori delegati (e i vecchi “amministratori incaricati”), i componenti del comitato sono membri del consiglio di amministrazione e sottostanno, quindi, alla regola della maggioranza, essendo rimesso all’organo collegiale nella sua interezza di decidere se presentare o meno domanda di apertura della liquidazione giudiziale: anche in questo caso, come per gli amministratori delegati, non ricorrerebbero gli estremi di una estensione analogica rispetto al collegio sindacale, che è invece organo a tutti gli effetti distinto e autonomo. Una soluzione affermativa potrebbe, a sua volta, poggiare sulle medesime argomentazioni spese con riguardo all’art. 25-*octies*, ma dipenderebbe da come la riforma dovesse (ri)configurare il comitato; nuovamente, però, potrebbe apparire poco sensato un diverso trattamento rispetto al comitato per il controllo sulla gestione di un sistema monistico, quanto meno avendo riguardo alle funzioni afferenti al SCIGR.

(iii-a) e (iii-b) In linea generale, parrebbe ragionevole opinare che l’art. 37 meriti (anche in prospettiva) di essere letto in modo armonico con l’art. 25-*octies*, nel senso che le spinte ermeneutiche in avanti che dovessero essere eventualmente prospettate con riguardo all’art. 37 dovrebbero essere le stesse che potranno ipotizzarsi in relazione all’art. 25-*octies*.

Ciò in quanto:

– la ragione della diversa espressione utilizzata è rinvenibile nel fatto che l’art. 25-*octies* è norma di stretto diritto societario, mentre l’art. 37 vale per qualsiasi “impresa collettiva” (se non, in astratto, per qualsiasi impresa *tout court*), quale che ne sia la forma giuridica;

– sarebbe contraddittorio che i poteri-doveri di “mera” segnalazione interna fossero circoscritti al solo collegio sindacale, mentre un intervento assai più dirompente come quello di cui all’art. 37 fosse esteso anche ad organi “aziendali”;

– in ambito societario sarebbe coerente immaginare una sorta di gradualità, per la quale il collegio sindacale facesse, in prima battuta, la segnalazione di cui all’art. 25-*octies*, per poi eventualmente procedere, in seconda battuta, con la presentazione di una domanda ai sensi dell’art. 37.

Ed allora, in termini di possibili ricadute applicative e sistematiche, riterrei che:

- ove, in prospettiva futura, dovesse aprirsi la possibilità di rileggere in senso evolutivo/estensivo l'art. 25-*octies*, ne farei discendere analoga apertura per una rilettura estensiva anche dell'art. 37;
- escluderei, invece, di poter arrivare ad ipotizzare una lettura estensiva dell'art. 37 non coordinata con una rilettura estensiva dell'art. 25-*octies*;
- per le imprese collettive diverse dalle società: letture estensive dell'art. 37 sarebbero ipotizzabili in termini omogenei a possibili letture estensive dell'art. 25-*octies*, nel senso del necessario riadattamento al singolo tipo di soggetto giuridico/forma giuridica di volta in volta in rilievo.

Mercato unico dei capitali e scelte di politica del diritto¹

SOMMARIO: 1. Gli obiettivi dell'integrazione finanziaria – 2. La tecnica normativa – 3. Il bilanciamento di interessi tra imprese e investitori – 4. (Segue): l'esempio del delisting.

1. Gli obiettivi dell'integrazione finanziaria

In una sessione dedicata alle implicazioni che potrebbe dispiegare sulle imprese europee una maggiore integrazione, se non addirittura una unificazione, dei mercati finanziari, può essere utile muovere da un problema metodologico di fondo: quello della congruenza tra gli obiettivi economici dichiarati e la tecnica normativa prescelta per conseguirli. Se si guarda infatti alle ragioni addotte dalla Commissione Europea a sostegno della creazione di un mercato unico dei capitali², emerge nitidamente il disegno sottostante: per un verso, promuovere un avvicinamento dei mercati europei al modello statunitense, dove tradizionalmente le imprese con maggiore potenziale di crescita raccolgono risorse attingendo al risparmio anonimo canalizzato in borsa; per altro verso, ridurre la dipendenza delle imprese dal canale bancario attraverso un ampliamento delle fonti di finanziamento ad *anchor investors* (come i fondi di *venture capital* o di *private equity*) i quali tradizionalmente privilegiano investimenti agevolmente liquidabili al decorso di un certo lasso di tempo e il cui ingresso nella struttura proprietaria di start-up potrebbe essere, pertanto, incentivato dalla prospettiva di una futura quotazione dell'impresa.

¹ Il lavoro riproduce il testo della relazione svolta il 9 maggio 2025 all'Università Ca' Foscari di Venezia in occasione del Convegno su “*L'ordinamento finanziario italiano verso il mercato unico dei capitali*”, nella sessione dedicata agli “*Impatti per le imprese*”. Si è mantenuto il tono discorsivo dell'intervento.

² Cfr., in ordine alla Capital Markets Union, i due Action Plan della Commissione Europea e, segnatamente, l'Action Plan on Building a Capital Markets Union (COM (2015) 468) e il successivo documento A Capital Markets Union for People and Businesses. New Action Plan (COM (2020) 590), nonché, per quanto attiene alla Savings and Investment Union, la Comunicazione della Commissione del 19 marzo 2025 (COM (2025) 124 final).

Evidenti sono, altresì, i vantaggi di una diversificazione della struttura proprietaria per il sistema nel suo complesso: dal più elevato contributo che le imprese possono offrire alla crescita economica dei singoli Stati membri in termini di incremento dei rispettivi PIL alla maggiore resilienza in caso di shock finanziari che siano provocati da una contrazione del credito bancario³. Per converso, l'assenza di un mercato integrato comporta inevitabilmente una ridotta possibilità di diversificazione del rischio per gli investitori e un incremento del costo del capitale per le imprese, le quali non sono in grado di sfruttare i benefici che deriverebbero da mercati più liquidi in quanto caratterizzati da una elevata domanda di prodotti finanziari.

2. *La tecnica normativa*

Ove si passi tuttavia dal piano della enunciazione degli obiettivi di policy a quello di una loro attuazione tecnica diviene difficile nascondere la sensazione che il progetto soffra ancora di taluni difetti suscettibili di minarne la incisività pratica. Vi è, anzitutto, un problema di vaghezza concettuale evocato dalla stessa locuzione “Capital Markets Union”⁴. Essa copre infatti, con riguardo al «bene» scambiato, qualsiasi tipologia di investimento (azioni, obbligazioni, strumenti ibridi) e, con riguardo al «luogo» dello scambio, non solo i mercati regolamentati ma anche i mercati per la crescita delle PMI, i quali sono di consueto organizzati secondo la struttura di sistemi multilaterali di negoziazione⁵; né manca il richiamo all'esigenza di adottare misure che supportino il ricorso ai fondi di venture capital, ossia a tecniche di finanziamento che integrano non solo un'alternativa ma addirittura una forma di “concorrenza” al mercato regolamentato⁶. L'impostazione della Commissione sottintende dunque, sotto entrambi

³ Per queste e altre considerazioni v. F. ALLEN – L. PÁSTOR, *The Capital Markets Union: Key Challenges*, February 2018, paper disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.

⁴ Cfr. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2023, 13 («A somewhat malleable and elastic term»). Ed eguale constatazione si può svolgere per la locuzione “Savings and Investment Union”.

⁵ Cfr., in particolare, l'*Action Plan on Building a Capital Markets Union*, cit., 4 (ove il riferimento all'obiettivo di ampliare le fonti di finanziamento delle PMI).

⁶ *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, cit., 5.

i profili (quello dei «beni scambiati» e quello dei «mercati di scambio»), una scelta che aggrega fattispecie tra loro diverse sia per struttura sia per funzione.

Altrettanto ambiguo è il riferimento all'obiettivo dell'«unione» dei mercati finanziari, soprattutto in quanto esso potrebbe evocare un parallelismo con l'unione bancaria o monetaria, quando invece è chiara la differenza di filosofia ispiratrice: il disegno dell'unione dei mercati dei capitali non prevede infatti né una centralizzazione dell'attività di *policymaking*, né una integrazione piena dei diversi ordinamenti finanziari⁷; manca pertanto, almeno al momento, anche la costruzione di un'autorità unica di vigilanza con poteri diretti di regolamentazione e di *enforcement* nei confronti dei partecipanti al mercato (ciò che realmente allontana oggi l'esperienza unionale dal modello degli Stati Uniti)⁸.

La conseguenza, sul piano della tecnica normativa, è che la serie di atti legislativi elaborati dalle istituzioni europee per dare concretezza al progetto della CMU/SIU non può essere equiparata a un “big-bang” normativo simile a quello che caratterizzò la stagione di riforme di alcuni mercati finanziari europei a cavallo tra la metà degli anni '70 e la metà degli anni '90 del secolo scorso⁹. Sia la CMU, sia la SIU rispondono piuttosto alla esigenza di identificare i principali ostacoli che si frappongono all'integrazione dei mercati e di ridurre sia il grado di frammentazione normativa tra gli Stati membri sia gli spazi di arbitraggio interpretativo tra le diverse autorità nazionali. L'esistenza

⁷ E v. ancora N. MOLONEY, *op. cit.*, 14 (sottolineando come la CMU, a differenza della *Banking Union*, non possa considerarsi un «institutional project»).

⁸ Cfr. E. AVGOULEAS – G. FERRARINI, *A Single Listing Authority and Securities Regulator for the CMU and the Future of ESMA: Costs, Benefits, and Legal Impediments*, in *Capital markets union in Europe*, a cura di D. Busch – E. Avgouleas – G. Ferrarini, Oxford, Oxford University Press, 2018, 4.01 ss.; R. VEIL, *Europäische Kapitalmarktunion. Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“*, in *ZGR*, 2014, 544 ss., specie 583 ss.; F. ANNUNZIATA, *Unione europea e disciplina del mercato finanziario: uno sguardo d'insieme*, in *AGE*, 2/2025, 510 s.; M. GARGANTINI, *The Legal Integration of European Capital Markets: Beyond Regulatory Harmonisation*, University of Genoa Centre for Law and Finance Paper Series, December 2025, specie 17 ss.

⁹ Per quanto concerne l'esperienza domestica, sia consentito il rinvio a M. MAUGERI, *Il “nuovo” diritto del mercato finanziario italiano*, in *Riflessioni in Sapienza. I cinquant'anni della Consob*, Quaderno giuridico Consob n. 35, Roma, 2025, 123 ss.

di queste “sacche” ermeneutiche confligge, infatti, con l’obiettivo di un mercato unico in modo tanto più frontale quanto più rilevante è la condotta degli operatori oggetto di supervisione (si pensi all’azione di concerto o alla responsabilità da prospetto): né può sottovalutarsi la rilevanza di tali profili se si considera che la fiducia degli investitori nel corretto funzionamento del mercato dipende in misura non secondaria dal prestigio dell’autorità di vigilanza nazionale e dalla incisività dell’*enforcement* che essa è in grado di praticare.

Esempio cruciale della tecnica “incrementale” appena segnalata è il c.d. “Listing Act”¹⁰, vale a dire un “contenitore” normativo che, pur ospitando revisioni di differenti aspetti del diritto delle società quotate e del mercato finanziario, risponde a una semplice esigenza giuspolitica di fondo: quella di potenziare i diritti (del socio di controllo)¹¹ e di ridurre¹² – o comunque semplificare¹³ – gli obblighi (per l’emittente) con l’obiettivo dichiarato di incentivare le imprese a intraprendere la strada del ricorso al mercato del capitale di rischio.

3. *Il bilanciamento di interessi tra imprese e investitori*

Se si guarda poi alle scelte di politica del diritto, quanto meno nella prospettiva della disciplina delle società con azioni quotate o negoziate

¹⁰ Cfr. il Regolamento (UE) n. 2024/2809 del 23 ottobre 2024 e la Direttiva (UE) 2024/2810 del 23 ottobre 2024.

¹¹ Attraverso il riconoscimento della legittimità di strutture di voto plurimo che permettano «alle società di chiedere l’ammissione alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione senza che i loro azionisti di controllo debbano rinunciare al controllo» (così il considerando n. 8 della Direttiva 2024/2810). E v., per qualche considerazione sul punto, M. MAUGERI, voce «Società e mercato finanziario», in Enc. dir., I tematici, IX-2025, Società, diretto da C. Angelici, con G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano, Giuffrè, 2025, 1039 ss.

¹² Si pensi alle modifiche apportate dal Regolamento n. 2024/2809 alla disciplina del prospetto e soprattutto all’ampliamento delle ipotesi di esenzione dall’obbligo di redazione in caso di offerta al pubblico e/o di ammissione a negoziazione delle azioni.

¹³ Si pensi alle modifiche apportate dal Regolamento n. 2024/2809 alla disciplina dei processi prolungati le quali, eliminando la rilevanza delle fasi intermedie del processo ai fini dell’obbligo di informativa al mercato (ma non ai fini del divieto di insider trading), rendono più agevole per gli emittenti curare l’adempimento dell’obbligo di disclosure previsto dall’art. 17 di MAR. E v. T. VOS – V. BURKI, *The Disclosure of Inside Information under the Market Abuse Regulation and the Proposed Listing Act*, 2024, 13 s. (paper disponibile all’indirizzo www.ssrn.com).

su un MTF, non si tarderà a comprendere come il vero elemento di complessità del disegno volto a costruire un mercato unico dei capitali risieda nell'esigenza di coniugare principi giuridici, se non veri e propri giudizi di valore¹⁴, tra loro potenzialmente confliggenti. L'ordinamento europeo dei mercati finanziari si regge, infatti, storicamente sul principio di tutela degli investitori¹⁵. Con il "Listing Act" emerge una diversa dimensione assiologica che mette capo alla tutela dell'impresa e, segnatamente, di quella di piccole e medie dimensioni¹⁶.

La necessità di conciliare interessi e principi giuridici diversi è naturalmente alla base dell'esperienza giuridica. Ma nel caso del diritto del mercato finanziario questo compito è reso particolarmente delicato in primo luogo, e lo si è già osservato, dalla scarsa precisione concettuale dei termini di riferimento utilizzati. Questo è vero per il principio di «tutela dell'investitore», in relazione al quale non è sempre chiaro a quale «tipo» di investitore ci si debba riferire (se all'investitore retail o all'investitore istituzionale, se all'investitore «ragionevole» dell'art. 7 di MAR o invece all'investitore «socialmente responsabile» della legislazione in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari), né è sempre chiaro se quella tutela abbia carattere "finale" (sia volta, cioè, a preservare l'integrità della sfera individuale del privato) o sia piuttosto "strumentale" all'attuazione di un diverso e più generale interesse (da individuarsi allora nel corretto funzionamento del mercato finanziario e nella sua efficienza allocativa)¹⁷. E altrettanto può predicarsi per il richiamo alla nozione di «piccola e media impresa», la

¹⁴ E per la distinzione tra i due concetti v. K. ENGISCH, *Einführung in das juristische Denken*, Stuttgart, Kohlhammer, 1983, 165 ss.

¹⁵ Paradigmatica di questa impostazione è la disciplina del prospetto informativo e degli abusi di mercato: cfr. il considerando n. 3 del Regolamento (UE) n. 2017/1129 del 14 giugno 2017 e il considerando n. 2 di MAR.

¹⁶ Cfr. C. KUMPAN, *Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen*, in ZGR, 2016, 2 ss.; M. MAUGERI, voce «Società e mercato finanziario», cit., 1027 ss.

¹⁷ R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in Riv. trim. dir. proc., 1999, 772 e 774 s.; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, nel Trattato di dir. civ. e comm., già diretto da A. Cicu – F. Messineo – L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2012, 523; E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in Banca, borsa, tit. cred., 2022, I, 879 s.

quale assume come criterio identificativo talvolta i dati di bilancio¹⁸, talaltra l'ammontare della capitalizzazione di borsa¹⁹.

Inoltre, il problema del bilanciamento tra tutela dell'investitore e tutela dell'impresa non è agevole perché il legislatore europeo si trova dinanzi a una delicata alternativa di fondo: mentre la tutela dell'impresa spinge verso la semplificazione normativa, se non addirittura la deregolamentazione, la tutela del pubblico risparmio richiede al contrario la vigenza di enunciati precettivi stringenti in termini di trasparenza informativa e di correttezza delle condotte societarie e di mercato che proteggano la fiducia degli investitori nella integrità degli scambi e del processo di formazione del prezzo.

Le osservazioni appena svolte inducono alla sensazione che né il principio di tutela dell'investitore, né il principio di tutela dell'impresa siano suscettibili di trovare una applicazione massima e diretta. Essi impongono piuttosto al legislatore l'onere di "ottimizzarne" la realizzazione, procedendo a restringere la portata dell'uno nella misura in cui ciò sia necessario e proporzionato per attuare l'altro²⁰.

4. (Segue): l'esempio del delisting

Un esempio di area nella quale l'esigenza appena sottolineata si manifesta con evidenza è, come noto, quello dell'informazione al mercato. Da un lato, la trasparenza impone un costo rilevante alle imprese; dall'altro, essa è però centrale per conseguire l'obiettivo dell'efficienza allocativa del mercato e prevenire il rischio del manifestarsi di un «mercato dei limoni».

Un altro terreno di potenziale attrito tra i due principi è quello del «delisting», peraltro anch'esso esposto al rischio di selezione avversa²¹ e che può identificarsi, pur nell'assenza tanto a livello europeo quanto

¹⁸ Cfr. l'art. 2(f)(i) del Regolamento prospetti.

¹⁹ Cfr. l'art. 4(1)(13) della MiFID II (e, nell'ordinamento interno, l'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1, t.u.f.).

²⁰ Per questa indicazione metodologica a livello generale, e scorrendo di un «Optimierungsgebot» del legislatore, v. ad es., F. BYDLINSKI – P. BYDLINSKI, *Grundzüge der juristischen Methodenlehre*³, Facultas Verlag, Wien, 2018, 76.

²¹ Cfr. L.A. BEBCHUK – M. KAHAN, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, 1999, p. 3 ss. del paper disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.

a livello domestico di una definizione omogenea dell'istituto, con la rimozione permanente²² di strumenti finanziari dalla negoziazione di borsa²³.

La rilevanza pratica del delisting ai fini di una reale integrazione dei sistemi finanziari non è difficile da cogliere. Si potrebbe, infatti, sostenere che lo sviluppo del mercato dei capitali sia influenzato non solo dalla sua capacità di attrarre nuove imprese (aumentando quindi il numero di IPO), ma anche dalla sua capacità di trattenere le società già quotate (riducendo quindi la probabilità di un loro successivo delisting): e ciò indurrebbe a ritenere preferibili vincoli normativi stringenti che confinino a casi eccezionali la facoltà per l'emittente di chiedere (e per lo stesso gestore del mercato di disporre) l'esclusione delle azioni dalla negoziazione sul mercato regolamentato.

²² Dal delisting va tenuta distinta, dunque, la “mera” sospensione della negoziazione di uno strumento finanziario, che si caratterizza proprio per il carattere reversibile (pur potendo la sospensione fungere da antecedente della esclusione dalle negoziazioni: e v. l'art. 2.5.1, comma 5, lett. g), del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana che include tra i fattori di cui Borsa può tener conto ai fini dell'adozione di un provvedimento di delisting la «sospensione dalle negoziazioni per una durata superiore a 18 mesi»).

²³ La nozione di “delisting” va in realtà ulteriormente scomposta: essa può infatti intendersi come esclusione dalla negoziazione su un mercato regolamentato di una singola categoria di azioni (ad es., per scambio in una categoria di azioni non quotate nel contesto di una fusione), fermo il mantenimento della qualità di società quotata ai sensi dell'art. 119 t.u.f.; oppure come perdita integrale di tale qualità (ad es., per incorporazione in un veicolo non quotato) e conseguente venir meno dell'intero complesso di regole e presidi che assumono come presupposto l'esistenza (almeno) di una categoria di azioni negoziate su un mercato regolamentato italiano o di altri paesi dell'UE. Sulla necessità di distinguere i due profili v. M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 536 s. L'esclusione dell'emittente dal mercato regolamentato può avere altresì come esito la contestuale ammissione a un sistema multilaterale di negoziazione (e si avrà allora una vicenda di *down-listing*) oppure di ammissione ad altro mercato regolamentato, italiano o estero (e si avrà allora una vicenda di *trans-listing*: cfr. l'art. 133 t.u.f.). Infine, si parla di *cross-listing* quando una società, pur mantenendo la propria quotazione primaria nel mercato domestico, ottiene l'ammissione alla negoziazione dei propri titoli anche su uno o più mercati esteri, per lo più attraverso la quotazione di strumenti rappresentativi dei diritti inerenti ad azioni dell'emittente appositamente vincolate presso un intermediario abilitato (come nel caso, ad es., degli *American Depositary Receipts*, sui quali v. M. VENTORUZZO, *Gli «American Depositary Receipts»: problemi in tema di emissione, cross listing e disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 883 ss.).

Al tempo stesso, però, la decisione imprenditoriale di quotarsi potrebbe essere ascritta all'ambito delle libertà protette dal diritto costituzionale domestico ed europeo²⁴, con la conseguente emersione, sotto questo secondo profilo, di un possibile contrasto con il principio della libera circolazione dei capitali tra gli Stati Membri²⁵. Del resto, se è evidente che un flusso consistente di delisting, riducendo la capitalizzazione di borsa, finisce con l'incidere negativamente sulla significatività dei prezzi del listino, non è irragionevole pensare che l'attrattiva di un mercato regolamentato dipenda, tra l'altro, proprio dalla facilità con cui è possibile uscirne in un secondo momento²⁶.

Dinanzi al delisting "volontario"²⁷ l'ordinamento può assumere un atteggiamento permissivo o, invece, ostativo, tendente cioè a

²⁴ Per un ragionamento di questo tipo v., ad es., E. SCHWARK – F. GEISER, *Delisting*, in ZHR 161 (1997), 769, sottolineando come l'interesse dell'emittente a uscire dal mercato sia espressione di una situazione protetta, tra l'altro, dagli artt. 9 (sulla tutela della libertà di associazione), 12 (sulla tutela della libertà di scelta della propria attività professionale) e 14 (in materia di tutela della proprietà) del Grundgesetz tedesco.

²⁵ J. CHAN – C. GERNER-BEUERLE, *Delisting Rules and EU Capital Markets Integration*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond. Rationales, Forms and Perspectives*, a cura di V.D. Tountopoulos e R. Veil, Oxford, Hart Publishing, 2025, 211 ss.

²⁶ E v. infatti M. BRELOCHS, *Delisting nach dem ZuFinG II/StoFöG – sinnvoller Anlegerschutz oder (weitere Erschwerung der Kapitalmarktnotierung)?*, in ZHR 189 (2025), 563, enfatizzando la stretta interdipendenza tra regole in materia di ingresso nel mercato e regole sull'uscita dal mercato e l'opportunità di evitare una disciplina che ostacoli il delisting al punto tale da rendere la quotazione una «strada a senso unico»; in senso analogo V.D. TOUNTOPOULOS, *Delisting in EU Capital Markets Law: Forms, Goals and Rationales*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond. Rationales, Forms and Perspectives*, a cura di V.D. Tountopoulos e R. Veil, Oxford, Hart Publishing, 2025, 21.

²⁷ Per tale intendendosi le ipotesi in cui l'atto di impulso proviene da un socio o un terzo (nel caso in cui il delisting sia l'esito di un'o.p.a./o.p.sc.) o dallo stesso emittente (come nel caso del delisting "puro" o del delisting che sia l'effetto di una operazione straordinaria). Si discorre, invece, di delisting "involontario" quando il provvedimento di revoca dalla quotazione sia adottato dal gestore del mercato o dalla Consob in modo "unilaterale" e cioè a prescindere da una qualsiasi iniziativa dell'emittente, di un suo azionista o di un terzo. Più in particolare, ai sensi dell'art. 66-ter, comma 1, t.u.f. il gestore della sede di negoziazione «può sospendere o escludere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari che cessino di rispettare le regole del sistema, a meno che tale sospensione o esclusione non rischi di causare un danno rilevante agli interessi

disincentivarlo il più possibile. Quest'ultima soluzione peraltro, come appena osservato, non può spingersi sino al punto di rendere di fatto impraticabile l'uscita dal mercato di origine, almeno nelle ipotesi in cui essa sia il presupposto per l'ammissione a negoziazione su un mercato regolamentato di altro Stato membro. È, in vero, per questa ragione che l'art. 133 t.u.f. consente alle società italiane con azioni negoziate su un mercato regolamentato italiano²⁸ di richiedere l'esclusione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario secondo quanto previsto dal regolamento del mercato di provenienza²⁹, purché la migrazione sia autorizzata con deliberazione dell'assemblea straordinaria e l'ammissione avvenga su un altro mercato regolamentato (italiano o di altro paese dell'Unione Europea) il cui ordinamento contenga «una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento»³⁰. La peculiarità della norma risiede

degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato». L'esercizio di tale potere è soggetto al controllo della Consob, la quale è chiamata a verificarne la conformità agli obiettivi generali di vigilanza identificati dall'art. 62, comma 1, t.u.f. nei cardini della «trasparenza», dell'«ordinato svolgimento delle negoziazioni» e, appunto, della «tutela degli investitori». Anche nel delisting «volontario», peraltro, l'effetto giuridico della revoca dall'ammissione a quotazione presuppone pur sempre un atto del gestore (cfr. l'art. 64, comma 2, lett. c), t.u.f.) sottoposto al controllo della Consob la quale conserva, pertanto, sia un potere di sostituzione in caso di inerzia del gestore, sia un potere di veto sul delisting ove ritenga tale misura contraria all'interesse degli investitori: v. M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, Giuffrè, 2024, 38.

²⁸ Sull'ambito soggettivo di applicazione della norma cfr. A. TOFFOLETTO – A. STABILINI, *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Gasparri e L. Fratini, II, Torino, Utet, 2012, *sub* art. 133, 1806 s.

²⁹ Cfr. l'art. 2.5.5 del Regolamento di Borsa Italiana.

³⁰ Con riferimento specifico alle azioni ordinarie, la Consob ha chiarito che il concetto di «tutela equivalente» può considerarsi soddisfatto qualora il mercato di destinazione esibisca una disciplina dell'o.p.a. obbligatoria applicabile all'emittente in caso di trasferimento del controllo (art. 144 del Regolamento Emittenti). Questa disposizione si giustifica in quanto il passaggio ad altro mercato regolamentato dell'Unione Europea, pur lasciando intatta la soggezione dell'emittente alle disposizioni codicistiche e del t.u.f. dettate in tema di società con azioni quotate [l'art. 119 t.u.f. riferisce, infatti, la «disciplina delle società quotate» contenuta nel Capo II, Titolo III, Parte IV del t.u.f. alle «società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea (società con azioni quotate)», e in questo senso viene prevalentemente interpretata anche la locuzione «società con azioni quotate in mercati regolamentati»

essenzialmente nella scelta del legislatore di subordinare la migrazione in altro mercato regolamentato dell'Unione Europea, anche se "italiano", al requisito rappresentato dal coinvolgimento dell'assemblea straordinaria, ossia dell'organo che per rito e competenza è chiamato nel diritto azionario a pronunciarsi su vicende suscettibili di incidere in misura significativa sul valore della partecipazione. In questo modo, il legislatore mostra di attribuire al mercato di quotazione una rilevanza "conformativa" della partecipazione sociale³¹ nella misura in cui le caratteristiche di quel mercato siano idonee a incidere, più che sull'interesse astratto del socio alla liquidità dell'investimento (che in realtà parrebbe già protetto dalla natura "regolamentata" del mercato di destinazione e dall'esistenza di forme «equivalenti» di tutela), sul suo interesse alla *negoziabilità in concreto delle azioni*³², ossia come legittima aspettativa di poter beneficiare dei vantaggi operativi (in termini di profondità e liquidità degli scambi) offerti dal mercato di originaria quotazione e di cui è presumibile l'investitore abbia tenuto conto al momento di assumere la propria decisione iniziale di acquisto o sottoscrizione delle azioni.

Ci si potrebbe chiedere se vi sia effettivamente una connessione tra disciplina del delisting e propensione delle imprese a quotarsi: ciò, nel senso che più quella disciplina si rivela "stringente", minore sarebbe la propensione delle società a considerare la possibilità di una ammissione a negoziazione delle proprie azioni. L'evidenza empirica italiana non sembra suggerire necessariamente questa conclusione: mentre nel caso del mercato azionario regolamentato (Euronext Milan o "EXM") le IPO

richiamata dall'art. 2325-bis c.c.: e v. M. NOTARI, *op. cit.*, 534, nt. 8 («ambito di applicazione uniforme»)], determina comunque il venir meno del regime domestico sull'o.p.a. obbligatoria (cfr. F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il delisting*, nel *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, IV, Torino, Utet, 2022, 567). Va tuttavia aggiunto che l'art. 133 t.u.f. opera anche ove il mercato di destinazione sia «italiano»: una eventualità, questa, nella quale non vi è soluzione di continuità nella applicazione delle disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (cfr. l'art. 105, comma 1, t.u.f.).

³¹ Come attestato, del resto, dalla collocazione dell'art. 133 t.u.f. in una sezione dedicata ai «Diritti dei soci»: v. ancora A. TOFFOLETTO – A. STABILINI, *op. cit.*, 1803; F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *op. cit.*, 566.

³² V. ancora F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *op. cit.*, 573 (sulla rilevanza normativa dell'interesse del socio alla «concreta possibilità» di liquidare le azioni in ogni momento e a costi contenuti).

si sono assai rarefatte negli ultimi anni a fronte di un consistente numero di delisting, il sistema multilaterale di negoziazione Euronext Growth Milan (o “EGM”) ha continuato a registrare nuove ammissioni a negoziazione pur in presenza di un regime del delisting oneroso o comunque non più favorevole di quello che caratterizza il mercato principale³³.

³³ Secondo i dati riportati dalla Consob, «nel 2024, il numero di società italiane ammesse alla negoziazione su Borsa Italiana è stato pari a 23, di cui solo due sul mercato principale Euronext Milan (EXM) e 21 sull'Euronext Growth Milan (EGM). Nello stesso periodo sono uscite dal mercato 29 società, 15 da EXM e 14 da EGM. Considerando un orizzonte temporale più ampio, dal 2018 le ammissioni a quotazione di società italiane sono state 50 su EXM a fronte di 84 delisting. Al contempo, 204 società sono state ammesse a negoziazione su EGM a fronte di 91 delisting. Nel complesso, quindi, il numero di società quotate o negoziate sul mercato italiano è aumentato di 79 unità, sebbene il saldo sia negativo per EXM (-34 società quotate)» (cfr. la *Relazione per l'anno 2024*, 31 marzo 2025, p. 5). È vero che la disciplina della revoca dalle negoziazioni sull'EGM conosce la fattispecie del delisting “puro”, ossia l'uscita su richiesta dell'emittente, laddove la legittimità di tale configurazione è tuttora discussa per l'EXM, dividendosi la dottrina sul punto (si esprimono in senso contrario alla possibilità di un delisting “puro”, tra gli altri, U. MORERA – M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in *RDS*, 3/2007, 118, testo e nt. 11; C. ANGELICI, *op. cit.*, 562 s.; I.D. PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, Giuffrè, 2012, 142, testo e nt. 31; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, Giuffrè, 2007, 174 s.; in senso favorevole v. invece R. COSTI, *Il mercato mobiliare*¹³, a cura di S. Gilotta, Torino, Giappichelli, 2024, 413; P. MONTALENTI, *La società quotata*, nel *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. Cottino, IV, Padova, Cedam, 2004, 59; M. NOTARI, *op. cit.*, 542 ss.; A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 416; F. VELLA – V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1085 s.; A. TOFFOLETTO – A. STABILINI, *op. cit.*, 1805; di una “integrazione” tra gli artt. 133 t.u.f. e 2437-*quinquies* c.c. discorrono F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *op. cit.*, 577). Tuttavia, la richiesta di esclusione dalle negoziazioni sull'EGM resta comunque soggetta al rispetto di ostacoli non del tutto marginali. In primo luogo, secondo quanto stabilito dall'art. 6-*bis* del Regolamento Emittenti EGM di Borsa Italiana (nella versione del 19 maggio 2025), l'emittente è tenuto a inserire nel proprio statuto le previsioni del t.u.f. in tema di o.p.a. obbligatoria indicate nella Scheda 6 dello stesso Regolamento. Tra le norme oggetto di “forzoso” richiamo statutario non vi è però l'art. 111 t.u.f. in materia di *squeeze-out*; e ciò riduce (almeno per gli emittenti i cui statuti non contengano un volontario riferimento a tale norma) l'incentivo di potenziali offerenti (terzi o azionisti di controllo) a promuovere offerte

Ma è soprattutto con riguardo alla posizione di interesse dell'investitore che regimi "agevolativi" del delisting sembrano dare adito alle maggiori perplessità. Anche senza indulgere a una analisi statistica degli effetti che l'annuncio della volontà dell'emittente di procedere al delisting può avere sul prezzo di mercato dei titoli³⁴, sembra difficile negare rilevanza giuridica all'interesse dell'investitore a poter liquidare le azioni sul mercato a condizioni «eque» o comunque secondo regole che assicurino trasparenza e correttezza del processo di formazione del prezzo sul mercato. Si può discutere, in vero, se la più esatta dimensione di tale interesse debba allocarsi sul piano del diritto (societario) costituzionale e allora come proiezione della tutela accordata al diritto di proprietà³⁵. È certo comunque che esso trova

volte al *delisting*, in mancanza della certezza di poter acquisire coattivamente le residue azioni di minoranza quando l'offerta abbia riscosso un successo tale da consentire a chi l'ha promossa di superare la soglia del 95% del capitale rappresentato da titoli (e cioè «strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria»: cfr. l'art. 101-*bis*, comma 2, t.u.f.; sul fondamento dell'istituto dello *squeeze-out* quale strumento per disincentivare comportamenti opportunistici di soci minimi e agevolare in questo modo la promozione di offerte totalitarie e il conseguente ricambio del controllo v. M. VENTORUZZO, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, I, Milano, Giuffrè, 1999, *sub* art. 111, 464 ss.). In secondo luogo, sia la deliberazione che abbia ad oggetto il delisting "diretto" (ossia la revoca dalle negoziazioni disposta da Borsa su richiesta dell'emittente), sia la deliberazione che sia suscettibile di "comportare" come effetto la revoca dalle negoziazioni (c.d. delisting "indiretto", ad es. in caso di incorporazione di una società emittente EGM in un veicolo "chiuso" con conseguente assegnazione agli azionisti della prima di azioni o quote non scambiate su alcuna sede di negoziazione) esige comunque un *quorum* deliberativo particolarmente elevato in quanto pari al 90% dei partecipanti all'assemblea (e v. sempre la Scheda 6 allegata al Regolamento Emittenti EGM di Borsa Italiana).

³⁴ A. RECALDE – M. ATAUN, *Voluntary Delisting: Procedures and Shareholder Protection under Takeover Law*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond. Rationales, Forms and Perspectives*, a cura di V.D. Tountopoulos e R. Veil, Oxford, Hart Publishing, 2025, 72 s. (sottolineando l'impatto negativo del provvedimento di revoca dalla quotazione sul valore di mercato delle azioni); in senso contrario v. però C. THOMALE – A. WALTER, *Delisting als Regulierungsaufgabe*, in *ZGR*, 2016, specie 700 ss.

³⁵ La rilevanza costituzionale dell'interesse alla liquidità dell'investimento in caso di delisting è stata, ad es., affrontata e negata dal *Bundesverfassungsgericht* tedesco in una nota sentenza dell'11 luglio 2012 (in BVerfGE, 132, 99) sulla base di varie considerazioni, tra le quali risaltano sia il rilievo secondo cui il delisting lascerebbe

riconoscimento nel diritto del mercato finanziario e proprio in una norma dedicata alla revoca dalla quotazione³⁶.

In questa prospettiva, il problema del bilanciamento tra l'interesse dell'investitore alla *liquidabilità in concreto* delle azioni e quello dell'impresa a conservare libertà di scelta in ordine al «luogo» di finanziamento, evitando i costi connessi alla quotazione, non può essere risolto aderendo a modelli concettuali che si limitino ad affermare una «soggezione» dell'azionista al potere imprenditoriale dell'emittente, nel presupposto che il delisting rappresenti un mero rischio economico dell'investimento che l'azionista avrebbe assunto consapevolmente³⁷. Né quel bilanciamento può essere affidato alla sola «discrezionalità tecnica» di un ente terzo, come avverrebbe nel caso di un sistema di tutela che si limitasse a riservare al gestore della sede di negoziazione o all'autorità di vigilanza il potere di stabilire se il delisting richiesto dall'organo di amministrazione dell'emittente sia suscettibile o meno di cagionare un danno agli investitori³⁸.

intatta la trasferibilità giuridica dell'azione, limitando piuttosto solo la sua liquidabilità in concreto (che, secondo i giudici delle leggi, non sarebbe però protetta dall'art. 14 GG: cfr. Rn. 52 ss.), sia l'assunto secondo cui non vi sarebbero sufficienti dati empirici ad attestare una eventuale incidenza negativa dell'annuncio del delisting sul prezzo delle azioni (Rn. 68); ma su quest'ultima affermazione, e giudicandola «discutibile», v. J. KOCH, *Aktiengesetz*¹⁹, München, 2025, § 119, Rn. 32.

³⁶ Si intende fare riferimento all'art. 66-ter, comma 1, t.u.f. che preclude al gestore di una sede di negoziazione l'esercizio del potere di esclusione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario quando ciò «rischi di causare un danno rilevante agli interessi degli investitori». È bene rammentare che, ai sensi del considerando n. 117 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/565 del 25 aprile 2016, l'autorità di vigilanza nazionale di uno Stato membro (o la società di gestione del mercato) è legittimata a servirsi delle circostanze indicate dall'art. 80 del medesimo Regolamento come situazioni suscettibili di integrare «un danno rilevante per gli interessi degli investitori» non solo al fine di astenersi dall'imporre unilateralmente il delisting «forzoso» quando pure ne sussisterebbero i presupposti (ad es., per carenza di scambi o contrazione del flottante), ma anche per giustificare la decisione «*di non seguire una notifica in tal senso*» da parte dall'emittente: il che lascia intendere come l'autorità o la società di gestione del mercato conservi uno spazio di valutazione in ordine all'incidenza del delisting sull'interesse degli investitori *anche nel caso di delisting puro*.

³⁷ In questo senso v. tuttavia la già citata decisione del *Bundesverfassungsgericht* tedesco, cit., Rn. 61.

³⁸ Un simile modello «amministrativistico» è stato per lungo tempo alla base del § 39 *BörsG* tedesco: v. sul punto, e sostenendone l'idoneità a regolare gli interessi in

Residua allora l'alternativa tra un modello «societario» di protezione dell'investitore e un assetto che affidi, ancora una volta, a istituti del diritto del mercato finanziario (come l'o.p.a. obbligatoria) quella protezione.

Esempio del primo modello può considerarsi l'art. 2437-*quinquies* c.c. in forza del quale, nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, spetta il diritto di recesso ai soci «che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione». Si tende a ritenere ormai in prevalenza che l'ampia formulazione lessicale della disposizione legittimi non solo il delisting volontario «indiretto», e cioè quelle operazioni straordinarie il cui esito per il socio di minoranza sia un (re)investimento «forzoso» in partecipazioni non quotate³⁹, ma anche il delisting «diretto», e cioè l'ipotesi in cui la richiesta di delisting dell'emittente non sia «intermediata» da una deliberazione (assembleare o consiliare) avente un diverso oggetto⁴⁰. Senza dover prendere posizione sul punto in questa sede, è sufficiente osservare come la tutela dell'azionista declinata dall'art. 2437-*quinquies* c.c. passi attraverso strumenti societari tipici quali, da un lato, il diritto «amministrativo» di prender parte alla decisione di delisting grazie alla previsione di una competenza assembleare tipica e, dall'altro, il diritto «patrimoniale» di uscire dalla compagine sociale per un valore monetario determinato ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 3, c.c.

campo (ma nell'assunto che i prezzi di borsa oscillino in misura marginale in seguito all'annuncio del probabile delisting), C. THOMALE – A. WALTER, *op. cit.*, 726 s. Il legislatore tedesco ha tuttavia modificato questa impostazione nel 2015 subordinando l'efficacia del delisting volontario al lancio di un'offerta pubblica totalitaria da parte dell'azionista di controllo (o della stessa società emittente sulle proprie azioni); tale offerta è per giunta caratterizzata da stringenti cautele quali il divieto di apporre condizioni, la natura necessariamente pecuniaria del corrispettivo e l'individuazione di un prezzo minimo calibrato sulla media di borsa (v. M. BRELLOCHS, *op. cit.*, 544).

³⁹ Come nella già evocata ipotesi di operazioni di fusione o scissione dell'emittente previo concambio in azioni di una società incorporante o di una società beneficiaria che non siano negoziate su un mercato regolamentato, o di trasformazione o, ancora, di conversione di azioni quotate di una categoria in azioni non quotate di altra categoria: cfr. A. DACCÒ, *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, II, Milano, Giuffrè, 2016, *sub art.* 2437-*sexies*, 2555 s.

⁴⁰ Cfr. i riferimenti bibliografici indicati nella precedente nt. 33.

Si deve al tempo stesso sottolineare come un simile modello non assicuri agli investitori una tutela piena contro il rischio di condotte opportunistiche del socio di controllo⁴¹. In primo luogo e avendo riguardo alla difesa rappresentata dal voto in assemblea, è immediato osservare come il requisito della maggioranza rafforzata sia superabile in società a proprietà concentrata⁴².

In secondo luogo, anche la tutela riveniente dal recesso soffre di lacune: da un lato, manca un obbligo per l'emittente di mettere a disposizione degli azionisti un documento analogo a quello previsto in caso di o.p.a. dall'art. 102, comma 4, t.u.f. al fine di «consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta»; dall'altro, manca sia un obbligo di incrementare il valore di recesso in caso di acquisti compiuti interinalmente sul mercato dall'azionista di controllo a prezzi superiori al valore di recesso⁴³, sia il potere della Consob di imporre con provvedimento motivato un incremento di quel valore dinanzi a condotte manipolative del mercato (come previsto invece per

⁴¹ Su questo rischio v. le ampie considerazioni di A. POMELLI, *op. cit.*, 455 ss.

⁴² Motivo per il quale l'ordinamento finanziario italiano prevede in talune ipotesi la regola aggiuntiva del *whitewash* ai fini della produzione del valore giuridico della deliberazione: si pensi alla disciplina delle operazioni con parti correlate, a talune esenzioni dall'obbligo di o.p.a. e all'istituto dell'«acquisto totalitario su autorizzazione dei soci» contemplato dal futuro art. 112-*bis* t.u.f. (quale tratteggiato dallo schema di d. lgs. attuativo della delega per la riforma del t.u.f. contenuta nella Legge Capitali).

⁴³ Come noto, qualora l'offerente (o una persona che agisce di concerto con l'offerente) acquisti dopo la comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, t.u.f. ed entro i sei mesi successivi alla data ultima di pagamento, prodotti finanziari oggetto dell'offerta (o assuma posizioni lunghe aventi come sottostante tali prodotti) per un corrispettivo superiore a quello dell'o.p.a., sorge in capo all'offerente l'obbligo di adeguare il prezzo dell'offerta (cfr. il combinato disposto dell'art. 103, comma 4, lett. c), t.u.f. e dell'art. 42, commi 2 e 3, del Regolamento Emittenti della Consob). Non sembra invece possibile affermare aprioristicamente che l'istituto dell'o.p.a. condurrebbe a un prezzo più elevato del valore di recesso calcolato ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 2, c.c. E ciò anche ove si tratti di o.p.a. obbligatoria e il corrispettivo non possa, dunque, essere inferiore, in mancanza di acquisti, al «prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi» (periodo che la riforma del t.u.f. programma di ridurre a sei mesi). Infatti, se è vero che il criterio della media ponderata (per i volumi) appare maggiormente «rappresentativo» del valore di mercato delle azioni, non vi è per contro alcuna garanzia che esso conduca a un importo più elevato rispetto a quello che si otterrebbe applicando la media aritmetica dei prezzi di chiusura. V. anche quanto osservato nella successiva nt. 48.

il corrispettivo d'o.p.a. dall'art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f.)⁴⁴: lacune, entrambe, tanto più stridenti in un contesto normativo come quello italiano, ove la determinazione del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso da una società quotata assume come proprio *esclusivo* termine di riferimento l'andamento dei prezzi di borsa.

Non può escludersi sul piano della argomentazione giuridica che tali lacune siano integrabili ricorrendo alla interpretazione evolutiva⁴⁵. Dopo tutto, il recesso comporta l'attribuzione ai soci di una «opzione» di vendita simile a quella di cui gli oblati dispongono nel caso di offerta pubblica totalitaria: la vicinanza dell'assetto di interessi giustifica, allora, il ricorso al metodo analogico e, segnatamente, l'applicazione al delisting «puro» dell'art. 103, comma 4, t.u.f.⁴⁶.

Ma quel che più importa sottolineare è che le considerazioni appena svolte attestano come il delisting sia un problema di diritto del mercato

⁴⁴ La Consob conserva ovviamente anche nel caso di delisting puro il potere di intervenire per reprimere abusi di mercato (ivi incluse eventuali violazioni dell'obbligo di comunicare tempestivamente al pubblico informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17 MAR) che abbiano influito sui corsi di borsa e quindi anche sul computo della media di cui all'art. 2437-ter, comma 3, c.c. Ma l'esercizio di tale potere sarà eventualmente di ausilio nella ricostruzione dei fatti (e nella dimostrazione dell'illecito) in un eventuale giudizio risarcitorio instaurato da investitori che lamentino un danno in conseguenza della informazione errata al mercato o della condotta abusiva accertata dalla Consob, senza che tale accertamento determini alcuna rettifica della media rilevante ai fini del computo del valore di recesso. E v., per la distinzione tra i due profili, R. HARNOS, *Aktionärsschutz beim Delisting*, in *ZHR* 179 (2015), 770.

⁴⁵ Sulla possibilità di fare ricorso alla *Rechtsfortbildung* proprio in materia di delisting e al fine di costruire un obbligo dell'azionista di controllo (o dell'emittente) di promuovere un'offerta totalitaria in forza di una *Gesamtanalogie* con altre disposizioni che attribuiscono alla minoranza la facoltà di uscita nel caso di operazioni straordinarie suscettibili di alterare le condizioni di rischio dell'investimento v. ancora la decisione della Corte costituzionale tedesca (*Bundesverfassungsgericht*, cit., Rn. 71 ss.).

⁴⁶ Il riferimento è principalmente alla lettera a), sul contenuto dell'informativa da rendere agli oblati, e alla lettera c), che attribuisce alla Consob il potere di disciplinare gli effetti sul corrispettivo dell'offerta degli acquisti effettuati dall'offerente (e da persone che agiscono di concerto) dopo l'annuncio al mercato dell'offerta ai sensi dell'art. 102 t.u.f., in pendenza dell'offerta o nei sei mesi successivi alla chiusura della stessa.

finanziario più che di diritto societario⁴⁷: il bene giuridico da tutelare non consiste, infatti, in una posizione organizzativa che minaccia di esser lesa da un conflitto endosocietario quanto piuttosto nell'interesse del singolo investitore a monetizzare il valore di scambio della partecipazione a condizioni che non siano incise dalla perdita di liquidità conseguente alla revoca della quotazione. In questa prospettiva, sono evidenti i vantaggi dell'offerta pubblica totalitaria rispetto al recesso in termini di consapevolezza della decisione di disinvestimento (atteso l'obbligo di predisporre il documento d'offerta), di parità di trattamento (attesa la vigenza della *best price rule*) e di mitigazione della pressione a disinvestire (attesa l'operatività del diritto di *sell-out* al ricorrere dei presupposti di cui all'art. 108 t.u.f.).

In un assetto normativo che subordini l'efficacia del delisting al preventivo lancio di una o.p.a. totalitaria, troverebbe altresì maggiore fondamento anche la c.d. «fusione da delisting», ossia lo scenario di una revoca della quotazione che sia conseguita "indirettamente" attraverso l'incorporazione della target in un veicolo non quotato. Uno scenario, questo, che, se solleva per le ragioni sopra evidenziate delicati temi di compatibilità con le esigenze di tutela dell'investimento in società quotate ove considerato isolatamente, presenta invece un costo sistematicamente accettabile sul piano del bilanciamento tra interesse dell'impresa all'uscita dal mercato e interesse dei soci all'uscita dalla compagine dell'emittente, una volta che la fusione da delisting "segua" il lancio di un'offerta pubblica totalitaria⁴⁸ e sia stata data, dunque, agli oblati la facoltà di disinvestire in un quadro di trasparenza informativa e correttezza procedimentale dell'operazione⁴⁹.

⁴⁷ E v., infatti, già P.O. MÜLBERT, *Rechtsprobleme des Delisting*, in *ZHR* 165 (2001), 139.

⁴⁸ Come avviene pressoché immancabilmente se si analizza il contenuto tipico del documento di offerta di una o.p.a. volta al delisting, ove la descrizione della possibilità che la target, a esito dell'offerta, sia incorporata in un veicolo non quotato senza alcuna certezza che il rapporto di concambio rifletta un valore delle azioni commisurato al prezzo dell'offerta antecedente, rappresenta indubbiamente una "minaccia" orientata ad aumentare la pressione sugli oblati (ma una minaccia che appare comunque tollerabile alla luce della considerazione appena svolta nel testo).

⁴⁹ In realtà, il requisito dell'offerta pubblica di acquisto non è sufficiente di per sé ad assicurare una tutela piena degli investitori dal rischio di iniziative strategiche dell'azionista di controllo ove non sia accompagnata da una regola sul prezzo minimo dell'offerta. Il socio di controllo potrebbe essere indotto, infatti, a promuovere

l’offerta per un corrispettivo inferiore al presumibile valore di recesso delle azioni in caso di una successiva fusione da delisting al solo fine di disincentivare l’adesione all’offerta e far “transitare” sulla società il costo dell’acquisto delle azioni dei soci di minoranza che non siano intenzionati a restare in una entità non quotata: motivo, questo, per il quale si è suggerito in altra sede di introdurre anche in Italia una siffatta previsione per le o.p.a. da delisting (M. MAUGERI, Undici tesi per una riforma della disciplina delle o.p.a., in *Rivista ODC*, fasc. 2/2024, 684 ss., proponendo la creazione di un obbligo di corrispettivo minimo da commisurare al prezzo più elevato pagato dal socio di controllo per acquisti compiuti negli ultimi sei mesi o, in mancanza, al prezzo medio ponderato di mercato del semestre antecedente all’annuncio al mercato dell’o.p.a. da delisting; v. anche, per un riscontro comparatistico, il § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG tedesco).

Brevi note sul ruolo dei sindaci nella prevenzione e gestione della crisi di società quotate (con uno sguardo sul novellato art. 2407 c.c.).

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Funzione di controllo e funzione gestoria nella prevenzione della crisi – 3. Collegio sindacale e comitati endoconsiliari – 4. Responsabilità dei sindaci ai sensi del riformato art. 2407 c.c. e possibili ulteriori interventi correttivi.

1. Premessa

Nel quadro del progressivo allineamento dell'ordinamento finanziario italiano agli obiettivi del Mercato Unico dei Capitali, si propone di esaminare l'evoluzione dei presidi di controllo interno di società quotate italiane anche alla luce del riformato art. 2407 c.c.

La norma, infatti, nell'affermare limitazioni della responsabilità dei sindaci si pone in antitesi con l'ampliamento delle funzioni di controllo e l'accentuazione del dovere di vigilanza sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, oggi enfatizzata dall'art. 2086, comma 2, c.c. e dall'art. 3 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII). Nel contempo, pare non in linea con il progressivo potenziamento del suddetto mercato unico che postula il rafforzamento dei presidi volti a sollecitare la fiducia degli investitori e la stabilità delle imprese.

L'analisi intende mettere in evidenza come la qualità e l'effettività dei controlli societari assumano un rilievo sistemico nella prevenzione delle crisi d'impresa e nella tempestiva emersione delle situazioni di squilibrio economico-finanziario e come le recenti riforme domestiche incidano sull'assetto della *governance* societaria, sul ruolo di garanzia svolto dal collegio sindacale e sul delicato equilibrio tra efficienza del mercato e tutela degli investitori.

Il sistema dei controlli interni delle società per azioni (quotate e non) ha, infatti, assunto sempre più rilevanza nell'organizzazione dell'impresa, come confermano anche i più recenti interventi normativi

¹ che sembrano esaltarne la funzione nella prospettiva di offrire alla società un utile presidio di fronte al rischio di squilibri finanziari atti a sfociare in stati di crisi o di insolvenza.

La preoccupazione del legislatore, non solo nazionale ma, ancor prima, unionale di fornire alle imprese strumenti idonei a contrastare il rischio di insolvenza di fronte a sistemiche crisi finanziarie che da tempo minacciano la solidità del tessuto imprenditoriale europeo ² rappresenta, del resto, una costante degli ultimi anni.

In quest’ottica è necessario inquadrare il ruolo dell’organo di controllo a cui, per effetto dell’intensificazione dei poteri attribuitigli, sembra spettare una funzione molto più complessa di quella che si profilava dall’impianto normativo delineato dal codice civile del 1942 ³.

Alla luce delle riforme che si sono susseguite nei tempi più recenti, occorre considerare le ragioni per cui oggi l’organo di controllo non può più limitarsi ad eseguire una mera verifica *ex post* sull’azione degli amministratori, sulle loro scelte di gestione e sull’adeguatezza degli

¹ V. Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza (“CCII”) varato, come noto, con d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, da ultimo modificato con Decreto legislativo 13 settembre 2024, n. 136, noto come “Correttivo-ter”.

² Questo nuovo approccio agli stati di crisi rappresenta in qualche modo una delle principali eredità della Direttiva 2014/59/UE (c.d. “*Bank Recovery and Resolution Directive*”, per brevità “BRRD”), del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la Direttiva 82/891/CEE del Consiglio e le Direttive 2001/24/CE, 2002/47, 2004/25, 2005/56, 2007/36, 2011/35, 2012/30 e 2013/36 e i Regolamenti (UE) n. 1093/2010 e 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio.

Sulla fisiologicità delle crisi e il rischio che alcuni imprenditori non riescano a sopravvivere nel mercato, B. LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze, 1981.

S.D. CHOWDHURY, *Turnarounds: a stage theory perspective*, in *Canadian Journal of Administrative Science*, 2002, 251 ss.

³ *Ex multis*, all’indomani della riforma del diritto societario del 2003, v. N. ABRIANI, *L’organo di controllo (Collegio sindacale, consiglio di sorveglianza, comitato per il controllo della gestione)*, in *Corporate governance e sistema dei controlli nella s.p.a.*, U. Tombari (a cura di), Torino, 2013, 134; G. CAVALLI, *Osservazioni sui doveri del collegio sindacale di società per azioni non quotate*, in *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2007, 59 ss.; S. AMBROSINI, *I poteri del collegio sindacale*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. Abbadessa e G.B. Portale (diretto da), III, Milano, 2006, 29 ss.; P. MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 539 ss.

assetto societari, dovendo essere allo stesso assegnato un ruolo più attivo nella costruzione della struttura organizzativa e delle funzioni aziendali che stanno assumendo sempre più ampio rilievo.

Pare, dunque, confermato e, anzi, rafforzato il ruolo dell'organo di controllo interno coesistente nella gestione dell'impresa e già delineato dal legislatore della riforma del 2003 ⁴.

Un accresciuto ruolo dei sindaci che, per vero, va di pari passo con un'indubbia esaltazione della funzione gestoria (specialmente) della grande impresa ⁵, pone un problema in ordine, da un lato, alla ripartizione delle reciproche competenze tra organi; e, dall'altro, dei profili di responsabilità dei sindaci che, anziché risultare nel complesso proporzionalmente irrigiditi (conformemente alla regola per cui a maggiori poteri corrispondono maggiori responsabilità) ⁶, subiscono gli effetti del più recente intervento di cui all'art. 2407, comma 2, c.c. ⁷ che ne ha sancito un chiaro depotenziamento. Al riguardo va, tuttavia, segnalata la correzione apportata dal decreto con cui è stata data attuazione alla delega contenuta all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "Legge capitali") ⁸ limitatamente alle società quotate (v. *infra*).

⁴ P. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. Comm.*, 2018, I, 75; R. ROSAPEPE, *La responsabilità degli organi di controllo nella crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 896 ss.

⁵ Sia sul punto consentito rinviare a N. MICHIELI, *Comitati endoconsiliari e decentramento della funzione amministrativa*, Torino, 2025, 1 ss. e v. G. MEO, *Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate*, in *An. giur. econ.*, 2019, 527 ss.

⁶ In senso contrario, S. AMBROSINI, *La nuova responsabilità del collegio sindacale: note minime a prima lettura*, in www.ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it, 16 marzo 2025.

⁷ V. legge 14 marzo 2025, n. 35.

⁸ V. d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, pubblicato il 14 aprile 2026 nella G.U., Serie Generale n. 86- Supplemento Ordinario n. 14.

2. Funzione di controllo e funzione gestoria nella prevenzione della crisi.

All'indomani della riforma del diritto societario del 2003 il collegio sindacale di società per azioni che adottano il sistema tradizionale, su cui saranno focalizzate le prossime riflessioni, non è più tenuto, come noto, al controllo sui dati contabili (analogamente a quanto già previsto per le società quotate), rimesso ai revisori legali dei conti o a società di revisione (salvi i casi di cui all'art. 2409-bis, comma 2, c.c.)⁹; ma è chiamato a vigilare sulla gestione sociale con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico assegnato.

I sindaci sono divenuti destinatari di un più generale dovere di monitoraggio sul rispetto dei principi di corretta amministrazione¹⁰ elaborati dalla scienza aziendalistica e dalla prassi, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile¹¹ e sul corretto funzionamento del sistema di controllo contabile ex art. 2403 c.c. (ove in passato si chiedeva al collegio sindacale solo di «controllare

⁹ Sull'opportunità di non ricondurre in capo ai sindaci entrambe le funzioni di controllo sulla gestione e quella contabile, già prima della riforma, v. *ex multis* R. RORDORF, *Il nuovo sistema dei controlli sindacali nelle società per azioni quotate*, in *Foro it.*, 1999, V, 239; V. SALAFIA, *Amministrazione e controllo nella legge delega n. 366 del 2001 e responsabilità amministrativa delle società*, in *Società*, 2002, 5; P. JAEGER-P. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. Comm.*, 1997, I, 636; P. MARCHETTI, *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giur. Comm.*, 1995, I, 108.

¹⁰ Nel silenzio del legislatore, si conviene che i «principi di corretta amministrazione» vadano intesi come «clausola generale attraverso cui passa un controllo sulla “diligente” gestione degli amministratori, e quindi su tutti i profili dell'amministrazione in relazione alla specificità dimensionale-qualitativa della singola società, con il limite delle scelte di merito in senso stretto». Così S. FORTUNATO, I «controlli» nella riforma del diritto societario, in *Riv. soc.*, 2003, 872. Si veda V. CALANDRA BUONAURO, *Ruolo e responsabilità degli organi di controllo societari nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 791 ss.

¹¹ La previsione del dovere di vigilare «sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile» è stata indicata quale «specificazione del dovere generico di vigilanza» sui principi di corretta amministrazione «che, mentre non altera la portata del dovere, ha la funzione di precisare quale sia, per presunzione assoluta, l'attività minimale di controllo che lo stesso implica». Così, M. RIGOTTI, sub art. 2403 c.c., in *Collegio sindacale. Controllo contabile*, in *Commentario alla riforma delle società*, Piergaetano Marchetti, Luigi A. Bianchi, Federico Ghezzi, Marco Notari (diretto da), Milano, 2005, 177.

l'amministrazione della società, vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo»).

Il dovere di vigilanza si estende, pertanto, all'intera operatività della società e al valore economico della gestione.

Tale impostazione non è solo stata confermata ma persino enfatizzata più di recente dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza permeato dalla preoccupazione del legislatore che le società, a prescindere dal tipo adottato, sappiano organizzare l'attività di impresa – predisponendo assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati all'oggetto e alla dimensione dell'impresa nella prospettiva della prevenzione della crisi e alla sua tempestiva risoluzione ai sensi del riformato art. 2086, comma 2, c.c.¹² - al fine di conservarne nel lungo tempo la continuità aziendale, intesa quale equilibrio finanziario o capacità dell'impresa di soddisfare regolarmente le obbligazioni sociali ovvero di realizzare quel “successo sostenibile” suggerito di recente anche dal codice di *corporate governance* all'art. 1¹³.

Si ricava sempre più chiaramente come questo obiettivo imponga l'interazione tra le diverse funzioni aziendali¹⁴: quella di gestione, a cui si chiede di prevedere e gestire *in primis* attraverso la propria organizzazione i possibili rischi, che non vanno indagati limitatamente

¹² L'effetto complessivamente prodotto è stato definito da un'attenta dottrina «piuttosto deprimente» poiché «sembra quasi che, nella loro attività, gli imprenditori [...] abbiano come dovere principale [...] quello di essere consapevoli che la crisi è sempre in agguato dietro l'angolo». Così, M. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 264. Ad oggi, forse proprio le società di persone e di minori dimensioni sono quelle che per lo più dispongono di un assetto organizzativo meno adeguato, essendo spesso prive di un organo amministrativo collegiale e di un organo di controllo. Si v. P. RIVA, *Controllo societario e revisione alla luce del CCI. Questioni aperte per le PMI e proposte del CNDCEC*, in *Scritti in onore di Luciano Marchi, Controllo di Gestione*, vol. III, Castellano, Marasca, Presti (a cura di), Torino, 2021, 203 ss.; P. RIVA- M. DIFINO, *Controllo societario e revisione nel Codice della crisi d'impresa*, in www.ilfallimentarista.it, 3 luglio 2019.

¹³ Codice di *corporate governance* per le società quotate, 2020.

¹⁴ V. E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, Milano, 2020, 150, in cui l'A. specifica l'importanza del momento dell'organizzazione dell'impresa riferibile alle sue funzioni, più che agli organi ma che oggi sempre più acquista rilevanza «sotto il profilo della individuazione dei soggetti preposti e delle relative responsabilità».

ai dati contabili, ma che, secondo una visione a più ampio spettro, devono ricomprendere anche i «rischi tipici aziendali, quali il rischio operativo, il rischio finanziario, il rischio di mercato, il rischio di (non) conformità, etc.» (art. 7, *sub* Commento del Codice di *corporate governance*)¹⁵; e la funzione di controllo, tanto che è ancora una volta il Codice di *corporate governance* a precisare, all'art. 6, che il sistema di controllo interno¹⁶ deve essere improntato quale «insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società».

Non vi è dubbio, quindi, che la centralità acquisita dall'organo di amministrazione nella *governance* della s.p.a., da ultimo sfociata nel potere di decidere l'accesso ad uno strumento di regolazione e determinare il contenuto di un piano prescindendo completamente dalla volontà dei soci (art. 120-*bis* ss. CCII)¹⁷, imponga un conseguente rafforzamento della funzione di vigilanza e il riconoscimento di specifici doveri e poteri proattivi in capo all'organo di controllo quale argine all'eventuale inadeguato o illecito agire degli amministratori, anche nella prospettiva, come detto, di prevenire o gestire una situazione di crisi.

¹⁵ Tale approccio è del tutto in linea con il Libro Verde "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", 2011, che, al punto 1.5, ha espressamente investito l'organo amministrativo del potere di garantire «una sorveglianza idonea dei processi di gestione dei rischi».

¹⁶ Il riferimento è al sistema di controllo globalmente inteso, tenendo conto anche del revisore legale.

¹⁷ Il legislatore, tra l'altro, si premura di precisare, all'art. 120-*bis*, comma 4, CCII, che la presentazione di una domanda di accesso ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza in presenza delle condizioni di legge non rappresenta una giusta causa di revoca. Sul punto v. G. FAUCEGLIA, *Osservazioni sull'art. 120-bis, comma 4°, CCII e su qualche pericolosa aporia interpretativa*, in www.ristrutturazioniazionali.ilcaso.it, 18 dicembre 2024 e in *Dir. fall.*, 2025, 27 ss. La norma risponde, peraltro, a quanto laconicamente stabilito ex art. 12 della Direttiva *Insolvency* che impone agli Stati membri di adottare i mezzi ritenuti necessari affinché ai «detentori di strumenti di capitale non sia consentito di impedire o ostacolare irragionevolmente l'adozione o l'omologazione di un piano di ristrutturazione».

V., sul punto, L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, I, 313.

La capacità di contribuire al successo sostenibile può trovare concreta realizzazione non limitando la funzione di controllo del collegio sindacale all'espressione di un giudizio postumo sull'agire degli amministratori, ma chiedendo ai sindaci di svolgere un'attività di vigilanza preventiva rispetto al compimento di possibili attività illecite e persino sussidiaria della funzione gestoria grazie ad un'interazione costante tra organi sociali che non si arresta al momento della predisposizione degli assetti ma che deve permanere anche al presentarsi di segnali di crisi ¹⁸.

In sostanza, il controllo esercitato dai sindaci, diversamente declinato come vigilanza o verifica sull'agire dell'organo di amministrazione, si traduce in articolati doveri che vanno variamente individuati e graduati nel monitoraggio sui flussi di cassa e sulle fonti di finanziamento; nell'analisi in ordine alla presenza dei cc.dd. indicatori di crisi previsti dal CCII *ex art. 3* (quali il perdurare di perdite significative, l'incapacità di onorare i debiti a breve termine, o la situazione di squilibrio patrimoniale); nella tempestiva e motivata segnalazione agli amministratori circa la sussistenza di condizioni di precrisi o crisi *ex art. 25-octies CCII* ¹⁹; e, una volta deciso l'accesso ad una procedura di risoluzione di una crisi, nella costante vigilanza *ex art. 2403 c.c.* sull'evoluzione delle procedure di ristrutturazione intraprese dalla società e sugli esiti delle trattative con i creditori sociali ²⁰. Così, per esempio, durante la composizione negoziata i sindaci mantengono i pieni poteri di vigilanza sul comportamento degli amministratori anche nel loro rapporto con gli organi della procedura (si pensi all'obbligo in capo agli amministratori di garantire flussi informativi *ex*

¹⁸ Il riformato art. 2086, comma 2, c.c. non ha fatto altro che specificare un dovere già presente nell'ordinamento conferendogli quasi una propria autonomia ed estendendolo esplicitamente ad ogni tipo di società. V. M. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, *op. cit.*, 253 ss., spec. 268.

¹⁹ Sulla segnalazione *ex art. 25-octies CCII*, v. SUDIERO, *La segnalazione dell'organo di controllo ex art. 25-octies del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Torino, 2025, *passim*.

²⁰ Si v. P. SPADA, *Diritto commerciale, II. Elementi*, Padova, 2006, 43, il quale, all'indomani della riforma del diritto societario del 2003, qualifica come «controllo di conformità di comportamenti e documenti a modelli in funzione di regolarizzazione e di sanzione delle difformità riscontrate», mentre per vigilanza «un esame permanente diretto a prevenire comportamenti riprovati».

art. 23 CCII) e sull'idoneità delle scelte adottate in ordine al risanamento dell'impresa e alla soddisfazione dei creditori sociali ²¹.

In un contesto di insolvenza irreversibile accentuati doveri di monitoraggio sugli equilibri finanziari della società legittimano il loro potere di attivare anche il procedimento di liquidazione giudiziale (art. 37 CCII) nell'ipotesi di inezia degli amministratori nell'assunzione delle opportune iniziative atte a reagire ad una situazione di crisi conclamata, magari già segnalata dagli stessi sindaci.

Rimane inteso che questi ultimi possono esercitare solo poteri propulsivi, posto che l'art. 120-*bis* CCII ha chiaramente rimesso agli amministratori ogni decisione in merito alle azioni da intraprendere e che non è richiesto a riguardo un preventivo parere dei sindaci. Ciò non esclude, tuttavia, che essi possano esprimere le proprie considerazioni o suggerimenti, pur non vincolanti, sia in relazione allo specifico strumento di risanamento da adottare sia, successivamente, rispetto al contenuto e alla tenuta del piano predisposto dagli organi di amministrazione. Quanto precede anche in forza della legittimazione accordata dal CCII alla proposizione della domanda di apertura della liquidazione giudiziale ai sensi dell'art. 25-*octies* e dell'art. 37 CCII.

Ad un ampliamento delle iniziative che i sindaci possono/devono assumere nell'esercizio della loro funzione non è seguita, quindi, una revisione sotto il profilo "qualitativo"²² di tali poteri nel senso che essi si confermano per lo più a rilevanza interna (salvo qualche eccezione) e comunque non decisori.

I sindaci, in effetti, non hanno alcun potere in ordine alla gestione della società in luogo degli amministratori né possono obbligare questi ultimi ad intraprendere una determinata iniziativa.

Può, tuttavia, dubitarsi che i loro interventi si mantengano nel complesso poco incisivi. Come è stato ricordato, autorevole dottrina, già in tempi meno recenti, rilevava che «chi ha esperienza di consigli di amministrazione si accorge che quando il collegio sindacale è composto

²¹ Sull'importanza di una interazione tra organo di controllo interno e organi delle procedure, prima della riforma della legge fallimentare, v. F. GUERRERA, *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013, 1114.

²² Così, L. FURGIUELE, *Controlli interni e controlli esterni*, in *Società*, Carlo Angelici con Giuseppe Ferri jr e Mario Stella Richter jr (diretto da), *I tematici*, Milano, 2025, 291.

di persone valide in realtà *non controlla (soltanto) ma influisce*²³. Questa considerazione nasceva dalla constatazione che i sindaci, già nel vigore del codice del '42, erano chiamati a partecipare alle riunioni del consiglio di amministrazione potendo in tale contesto esprimere agli amministratori le proprie osservazioni e valutazioni. Nel contempo, potevano -e possono tutt'ora- fornire all'assemblea proposte in ordine all'approvazione del bilancio o, in generale, alle materie di loro competenza (si v. per le società quotate l'art. 151 t.u.f.).

La loro partecipazione alle adunanze del consiglio di amministrazione, delle assemblee e delle riunioni del comitato esecutivo, per nulla facoltativa, non a caso è qualificata oggi dal legislatore all'art. 2405, comma 1°, c.c. (e all'art. 2409-*terdecies*, comma 4, c.c.) come attività di "assistenza" laddove il concetto stesso di assistenza si declina nel dovere dei sindaci di offrire il proprio contributo attivo, seppure informale, alla discussione²⁴. In questi termini essi finiscono per influenzare e indirizzare la discussione del *plenum* con modalità di fatto non dissimili da quelle che connotano la partecipazione degli amministratori non esecutivi²⁵. Con la differenza sostanziale che certamente ai sindaci, pur essendo riconosciuta la legittimazione di intervento all'adunanza, è precluso l'esercizio del diritto di voto, salvo i casi espressamente stabiliti per legge.

L'attività di soprintendenza sulla società non può, dunque, limitarsi ad un controllo meramente formale ed astratto degli atti gestori, ma impone valutazioni anche di natura più prettamente "sostanziale" in

²³ In questi termini si era espresso B. LIBONATI, *Amministrazione e controllo*, in *Studi e materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, 356, come di recente ricordato da G. GUIZZI, *Lobbying e diritto societario: note critiche intorno alla proposta di riforma dell'art. 2407 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2024, 260.

²⁴ Il punto, seppure in maniera un po' sfumata, emerge anche in M. STELLA RICHTER JR, *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 1, Torino, 2014, 905 ss. Si v. R. ALESSI, *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci*, in *Il Collegio sindacale. Le nuove regole*, N. Abriani-R Alessi- U. Morera (a cura di), Milano, 2007, 5 ss.

²⁵ V. G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, 2014, 87 s. spec. nt. 46, in cui l'A. sottolineava come la funzione del collegio sindacale fosse orientata a vigilare sull'osservanza dei principi di corretta amministrazione in un momento della gestione anticipato, tanto da rendere più sfumate le distinzioni tra sindaci e amministratori non esecutivi.

ordine alle scelte intraprese e alla loro ragionevolezza rispetto alle condizioni in cui versa la società ²⁶.

Il tema coinvolge inevitabilmente la distinzione, a dire il vero un po' scolorita negli ultimi tempi, tra atti di organizzazione e atti di gestione in quanto la funzione di controllo interno non potrebbe mai esprimersi in modo conforme alla legge in assenza di un modello organizzativo adeguato che consenta di esercitare detta funzione.

Ne consegue che, fermo il chiaro distinguo tra funzioni esercitate da organi diversi, che rappresenta l'asse portante dell'organizzazione corporativa, è sempre più fondata la convinzione che anche i sindaci vadano maggiormente coinvolti nei processi decisionali e organizzativi ²⁷.

L'accentuata procedimentalizzazione dell'attività gestoria porta a ritenere che il controllo dei sindaci si sostanzia nell'esercizio di una funzione determinante nell'organizzazione dell'impresa e non in contrapposizione con quella propriamente gestoria ²⁸.

²⁶ Si v. G.B. PORTALE, *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario*, in *La riforma delle società quotate*, F. Bonelli, V. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P. G. Jaeger, A. Patroni Griffi (a cura di), Milano, 1998, 378; G. CAVALLI, *I sindaci*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G. B. Portale, 5, Torino, 1988, 94 ss. e 109; G. MINERVINI, *Società, assicurazioni, gruppi organizzati*, Napoli, 1973, 213 s.; G. COTTINO, *Società per azioni*, in *Novissimo digesto italiano*, XVII, Torino, 1970, 639 ss. Escludono che i sindaci possano ingerirsi nell'attività di gestione, G. CASELLI, *Elogio, con riserve, del collegio sindacale*, in *Giur. Comm.*, 2003, 260 ss.; P. MAGNANI, *Commento all'art. 149 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di Marchetti-Bianchi, Milano, 1999, 1710.

²⁷ V. A. PALAZZOLO, *Gli organi di controllo nella composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa tra "indizi della crisi", "test di praticabilità" e "lista di controllo"*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, 37.

²⁸ Si veda E. RICCIARDIELLO, *La crisi dell'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, op. cit., 152 ss., spec. 160-161, che tra i primi ha rilevato come l'organo di controllo sia «depositario di una funzione di garanzia della continuità aziendale che impone una sua partecipazione alla costruzione, e non solo al controllo, del modello organizzativo e alle sue modalità operative».

3. Collegio sindacale e comitati endoconsiliari

Il controllo interno sulla gestione impone, dunque, una precipua vigilanza sull'adeguatezza degli assetti societari che, invero, viene esercitata *in primis* dagli amministratori non delegati, se del caso anche riuniti in un comitato endoconsiliare come ad esempio il comitato controllo e rischi o un comitato (che potrebbe essere definito atipico in quanto non menzionato nemmeno dal Codice di *corporate governance*), che potrebbe essere denominato "comitato per l'adeguatezza degli assetti", costituito proprio allo scopo di monitorare la presenza di indici di uno stato di crisi o di insolvenza.

Si tratta di verificare, seppure per sommi capi, come una funzione di vigilanza, per legge attribuita al collegio sindacale o, in generale, all'organo di controllo interno alla società, possa coordinarsi con quella rimessa ad un'articolazione endoconsiliare.

Si è in presenza, senza dubbio, di due forme diverse di controllo, non fosse altro perché una è interna al consiglio e può compiersi anticipatamente rispetto a quella esercitata dai sindaci e, ove correttamente e tempestivamente espletata, può persino evitare che questi ultimi presentino successive contestazioni o ammonimenti o intraprendano specifiche azioni. Peraltro, come noto, in quanto parte costitutiva del *board*, un comitato endoconsiliare può suggerire proposte, soluzioni operative e può esprimere pareri che investono l'opportunità e il merito di azioni e iniziative. Analoghi poteri e prerogative sono invece interdetti all'organo di controllo.

Rimane inteso che un comitato endoconsiliare, che sia il comitato controllo e rischi o un comitato specificamente deputato a vigilare sull'adeguatezza degli assetti, si limita a monitorare tale adeguatezza, non a predisporre gli assetti societari, compito di spettanza esclusiva del *plenum*.

Il punto, dunque, non è dubitare che singoli amministratori o un ristretto numero di amministratori, riuniti in un comitato, possano monitorare eventuali squilibri economico finanziari (volendo utilizzare gli schemi che caratterizzavano gli indici di allerta) e segnalare situazioni indicative di uno stato di crisi in essere. Anzi, un comitato endoconsiliare potrebbe contribuire a migliorare e a rendere più efficiente il sistema dei controlli sollecitando, dall'interno dell'organo di amministrazione, una rapida e tempestiva reazione alla crisi e attivare

l'*iter* di ristrutturazione.

Piuttosto, la questione più spinosa attiene alle prerogative che in concreto ad un tale comitato potrebbero essere riconosciute: pur essendo delineato un potere di influenzare direttamente l'azione del consiglio, non possono, in forza del vigente dettato normativo, ammettersi, infatti, poteri di intervento diretto e coercitivo sul *plenum* affinché questo agisca, nonostante la propria riluttanza, per accertare la fondatezza delle dichiarazioni rese dal comitato, a seguire i suoi suggerimenti o, comunque, a porre rimedio alle criticità segnalate. Diversamente ai sindaci sono riconosciuti poteri da questo punto di vista più penetranti e persuasivi: basti pensare alla possibilità di richiedere la liquidazione giudiziarica o di agire *ex art. 2396-quater c.c.* (già 2409 c.c.)²⁹ in presenza di gravi irregolarità di gestione strutturalmente preclusa, invece, ai comitati interni per la carenza di un potere del comitato ad agire all'esterno della società ma, soprattutto, per precisa scelta del legislatore di riconoscere normativamente tale prerogativa solo in capo al collegio sindacale, ossia all'organo interno che non ha il potere di intervenire attivamente al fine di condizionare o modificare gli esiti deliberativi del consiglio.

Se ne ricava che se un comitato endoconsiliare ha maggiore capacità di suggerire nel merito interventi in un momento anticipato e di esercitare un controllo interno al *board*; il collegio sindacale ha poteri più incisivi, anche a rilevanza ed impatto esterno, sulla necessità di assumere delle iniziative in caso di crisi o precrisi.

Per questo la costante interazione tra l'organo di vigilanza e tale (eventuale) ufficio dell'organo amministrativo nell'esercizio del controllo non solo è auspicabile ma appare persino necessaria al fine dell'agire diligente di entrambi.

²⁹ Come modificato con d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, che ha esteso l'applicabilità della norma a tutti gli organi di controllo. Il potere di controllo esterno del Tribunale è stato complessivamente rafforzato prevedendo che il potere di sospensione del procedimento sia subordinato non solo alla sostituzione dei membri dell'organo di amministrazione ma anche a quelli di controllo. V. A. BENOCCI, *Le novità del progetto di riforma del mercato dei capitali in materia di collegio sindacale*, in www.ristrutturazioniaziedali.it, 5 dicembre 2025.

4. *Responsabilità dei sindaci ai sensi del riformato art. 2407 c.c. e possibili ulteriori interventi correttivi*

L'accresciuto rilievo che nella *corporate governance* è riservato alla funzione di controllo, in termini di doveri e di poteri di intervento, dovrebbe implicare un proporzionale irrigidimento anche delle responsabilità dell'organo di controllo nei confronti della società, dei soci e dei terzi.

I più recenti interventi normativi in punto a responsabilità dei sindaci ex art. 2407 c.c., realizzati con la legge del 14 marzo 2025, n. 35, hanno sposato, invece, linee diametralmente opposte che, invero, hanno trovato quanto meno una mitigazione (purtroppo non un loro pieno ripensamento) ad opera del d.lgs. n. 47/2026, emanato in attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21.

Il tema è certamente complesso e meriterebbe un approfondimento che in questo contesto non può trovare pieno sviluppo. Viste, tuttavia, le importanti implicazioni concrete degli interventi di riforma (e quelle riferibili alla modifica dell'art. 2407, comma 2, c.c.) appare opportuno darne conto, almeno con riguardo ai loro aspetti principali.

La riforma della norma sulla responsabilità dei sindaci di cui all'art. 2407, comma 2, c.c. è stata giustificata - come già si leggeva nella relazione di accompagnamento al disegno di legge - al fine di rimediare ad un preteso trattamento iniquo riservato ai sindaci, esposti al rischio di risarcire danni cagionati da chi ha il potere di gestire in via esclusiva la società³⁰. La nuova formulazione ha però comprensibilmente destato non poche perplessità e ha suscitato diverse critiche³¹ in quanto espone

³⁰ Si è parlato anche di atto di «giustizia sostanziale» da parte del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili, come ha stigmatizzato G. GUIZZI, *Lobbying e diritto societario: note critiche intorno alla proposta di riforma dell'art. 2407 c.c.*, op. cit., 253.

³¹ Tra i primi ad esprimere valutazioni critiche sul riformando art. 2407 c.c. ancor prima dell'entrata in vigore della sua entrata in vigore, v. G. GUIZZI, *Lobbying e diritto societario: note critiche intorno alla proposta di riforma dell'art. 2407 c.c.*, op. cit., 251 ss. V. successivamente, ex plurimis, R. RORDORF, *La responsabilità dei sindaci alla luce del novellato art. 2407 c.c.*, in *Società*, 2025, 625 ss.; L. BENEDETTI, *La nuova responsabilità dei membri del collegio sindacale: alcune prime considerazioni sistematiche*, in www.dirittodellacrisi.it, 2025; S. AMBROSINI, *La nuova responsabilità del collegio sindacale: note minime a prima lettura*, in www.ristrutturazioniazionali.it, 16 marzo 2025, 1 ss.; F. MURINO, *La "nuova"*

la società, i creditori e i terzi al rischio di non ricevere un'adeguata tutela risarcitoria per una concomitanza di ragioni: *i)* poiché ha posto un limite al *quantum* di danno risarcibile da parte dei sindaci; *ii)* ha eliminato il riferimento espresso alla solidarietà dei sindaci con gli amministratori con ciò, peraltro, sollecitando alcuni dubbi sull'effettivo superamento della presunzione di solidarietà passiva prevista in via generale agli artt. 2055, 1292 e 1294 c.c.; *iii)* ha introdotto un termine di prescrizione dell'azione risarcitoria che favorisce i sindaci.

Si pone, inoltre, un complesso tema di accertamento processuale alla luce della necessità di contestualizzare le condotte che hanno causato il pregiudizio patrimoniale ovvero la stessa insolvenza.

Non sfuggono preliminarmente le assonanze tra quanto oggi previsto per i sindaci e quanto a suo tempo suggerito dalla Raccomandazione UE del 5 giugno 2008 relativa alla limitazione della responsabilità civile dei revisori legali dei conti e delle imprese di revisione contabile³². L'iniziativa europea ha in parte rappresentato, infatti, un modello per il legislatore che ha rivisitato l'art. 2407 c.c. sull'assunto che

responsabilità dei sindaci limitata e parziaria (o ancora solidale?), in *Rivista ODC*, 2025; S. AMBROSINI, *Vincolo di solidarietà, danno risarcibile e prescrizione nel nuovo art. 2407 c.c.*, in *Società*, 2025, 655; A. PICCIAU, *La nuova disciplina della responsabilità dei sindaci: appunti su profili letterali e sistematici*, *op. cit.*, 644 ss.; F. SUDIERO, *La responsabilità solidale dei sindaci è stata davvero eliminata? Prmissime (ma non proprio istintive) riflessioni*, in *www.ilcaso.it*, 19 marzo 2025; E. FREGONARA, *I nuovi (labili) confini della responsabilità dei sindaci, e i revisori?*, in *Giur. it.*, 1809 ss. Si vedano anche le considerazioni di ASSONIME, *La nuova disciplina sulla responsabilità civile dei sindaci*, n. 18 del 24 luglio 2025.; M. SPIOTTA, *Una lettura integrata degli artt. 2407 c.c. e 25 octies c.c.i.i.: dalla responsabilità "paralizzante" alla responsabilità "abilitante"*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 25 settembre 2025; S. BRIGHENTI, *La responsabilità dei sindaci nel nuovo art. 2407 c.c.*, in *NLCC*, 2025, 1261 ss. Valorizza, di contro, le ragioni che avrebbero reso necessario l'intervento normativo di cui esprime le proprie considerazioni positive N. ABRIANI, *Sulla riforma dell'art. 2407 c.c.: responsabilità dei sindaci ed efficienza del regime dei controlli societari*, in *Soc. e contr., bil. e rev.*, 2024, 6 ss.; ID., *Cadono le remore per i migliori rispetto agli incarichi*, in *IlSole24ore*, 13 marzo 2025.

³² Si veda, E. FREGONARA, *I nuovi (labili) confini della responsabilità dei sindaci, e i revisori?*, *op. cit.*, 1815 ss.; R. FORMISANI, *La responsabilità dei revisori legali e il vincolo solidale con gli organi sociali*, in *Giur. Comm.*, 2019, I, 50 ss.; G. PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 160 ss., in cui l'Autore illustra le ragioni per cui per i revisori si è continuato ad applicare il principio della solidarietà nella responsabilità degli amministratori.

l'applicazione di un regime sanzionatorio ritenuto troppo rigoroso avrebbe un effetto deterrente sull'azione dei sindaci.

Il presupposto su cui il legislatore sembra oggi voler giustificare l'estensione ai sindaci di quanto pensato a suo tempo in ambito unionale per i revisori dei conti sembra poggiare sul fatto, per nulla scontato, che i sindaci assumano anche l'incarico di revisori, circostanza che, in realtà e come noto, non si registra frequentemente. Col risultato che i sindaci sono esposti ad un regime di responsabilità "mitigato" anche laddove svolgano solo attività di controllo.

A ciò si aggiunga che, in ogni caso, le scelte del nostro ordinamento in ordine ai revisori non ammettono in definitiva limiti alla responsabilità solidale tanto che l'art. 15, comma 1°, del d.lgs. n. 39/2010 (come modificato con d.lgs. n. 135 del 2016), ha confermato anche per questi ultimi il principio della responsabilità in solido con gli amministratori.

Senza considerare che le nuove regole sulla responsabilità dei sindaci sono andate persino oltre a quanto suggerito dalla Raccomandazione europea per i revisori che richiedeva alternativamente, al considerando 6, o l'applicazione di un limite massimo di responsabilità o l'elisione del vincolo di solidarietà dei sindaci con gli amministratori, come soluzioni tra loro alternative; mentre nel testo attuale dell'art. 2407 c.c. queste possibilità sembrano cumularsi ³³.

Quanto al primo aspetto, relativo al limite di risarcimento del danno, è di tutta evidenza che la rivisitazione della norma ha nel complesso cavalcato le insofferenze (anche mediatiche) dei professionisti che, accettando l'incarico di sindaci, potevano astrattamente essere chiamati in responsabilità per importi risarcitori molto elevati, ben al di sopra del valore dei loro compensi. E se, quindi, poteva essere avvertita la

³³ Nel contempo, non si pone nemmeno in linea con le soluzioni adottate in altri ordinamenti europei come quello tedesco in cui non sono previste limitazioni alla responsabilità né un superamento del principio di solidarietà dei membri del consiglio di sorveglianza. V. il § 117, Abs. 1 e 2, AktG oltre che ai §§ 310, Abs. 1. Diversamente, in quello francese l'art. 1310 prevede che «La solidarité [...] ne se présume pas» mentre l'article L822-17 du code de commerce prevede solo che «Les commissaires aux comptes sont responsables, tant à l'égard de la personne ou de l'entité que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et négligences par eux commises dans l'exercice de leurs fonctions».

necessità di riconsiderare i profili risarcitori in ordine alla responsabilità dei sindaci, non possono essere accolte positivamente (tutte) le recenti soluzioni che oggi finiscono per provocare una chiara disparità di trattamento tra sindaci e amministratori. Non sfugge che questi ultimi, infatti, potrebbero rispondere per l'intero danno cagionato mentre i sindaci solo nei limiti dei *massimali* stabiliti (e peraltro davvero irrisori).

Una tale disuguaglianza di trattamento fatica a trovare giustificazioni tanto più alla luce delle sopracitate prerogative e poteri dei sindaci che implicano un loro coinvolgimento nell'affiancare gli amministratori quantomeno nella fase organizzativa dell'impresa societaria, né un tale *favor* per i sindaci potrebbe reggersi su un preteso disallineamento informativo sulla gestione condotta da altri visto che essi sono destinatari di flussi informativi intensificati e costanti e, al pari degli amministratori non esecutivi, partecipano direttamente alle adunanze del consiglio di amministrazione e conservano poteri ispettivi che possono essere esercitati anche individualmente (art. 151 t.u.f. e art. 2403-*bis* c.c.). Sotto tale ultimo aspetto, come visto, rivestono una posizione quasi privilegiata rispetto agli amministratori privi di deleghe a cui sono preclusi atti di ispezione individuale e il potere di interfacciarsi direttamente con gli organi delle società controllate.

Un'altra disparità di trattamento, peraltro, pare porsi nei riguardi dei revisori contabili che non rivestano anche la carica di sindaco³⁴.

Rimangono non chiare le ragioni che hanno indotto il legislatore a individuare il criterio del reddito annuo effettivamente percepito (non deliberato) quale parametro per fissare un limite di risarcibilità. Esso appare, in ogni caso, inadeguato rispetto al valore del danno potenzialmente cagionato alla società, ai creditori o ai terzi e, sotto questo aspetto, può rivelarsi persino pernicioso nella misura in cui consente di determinare già *ex ante* l'importo massimo di risarcibilità e di valutare costi e rischi in termini economici di un'eventuale illecita o omissiva condotta dei sindaci senza, tra l'altro, nemmeno graduare correttamente il valore di tale responsabilità in relazione alla condotta realmente tenuta. Ne consegue che, paradossalmente, si legittima un

³⁴ Si veda N. DE LUCA-M. HOUBEN, *Limitazione di responsabilità dei sindaci: una medicina con effetti collaterali maggiori degli effetti curativi?*, in *Società*, 2025, 634 ss.; M. SPIOTTA, *La responsabilità del revisore: le scale mobili soggettive del dies ad quem*, in *Società*, 2024, 942.

livellamento anche del disvalore giuridico delle diverse condotte poste in essere. Senza parlare del rischio che questo finisca per non incentivare la qualità del lavoro professionale.

Appare, inoltre, irrazionale la scelta del legislatore di ridurre il valore dei multipli al crescere dello scaglione dei compensi (più precisamente dal secondo al terzo scaglione).

Se la preoccupazione era quella di predeterminare in qualche modo la possibile esposizione debitoria dei sindaci per assicurare la loro capacità risarcitoria, una soluzione più ragionevole e meno iniqua avrebbe potuto essere quella (già avanzata in dottrina durante i lavori preparatori)³⁵ di rendere obbligatoria la copertura assicurativa per i professionisti che intendono accettare la carica di sindaco, diversa ed ulteriore rispetto a quella professionale richiesta per gli iscritti ad un albo professionale³⁶.

³⁵ La proposta è di G. GUIZZI, *Lobbying e diritto societario: note critiche intorno alla proposta di riforma dell'art. 2407 c.c., op. cit.*, 256, spec. nt. 11, successivamente confermata anche da F. MURINO, *La "nuova" responsabilità dei sindaci limitata e parziaria (o ancora solidale?)*, *op. cit.*, 649.

³⁶ Si osserva che la limitazione di responsabilità risarcitorie secondo dei massimali fissi non rappresenta in assoluto una novità nel nostro ordinamento né è foriera di attirare necessariamente osservazioni critiche. Nel caso dei sindaci è di tutta evidenza come il sistema sia stato nel complesso mal architettato per le diverse ragioni esposte e per quelle che si esporranno nel prosieguo. Tralasciando le ragioni e le *ratio* sottese alla scelta del legislatore, appare, invece, interessante la soluzione adottata di recente nel settore, invero molto distante da quello dei controlli interni, dell'economia dello spazio. All'art. 18, comma 3, della l. 13 giugno 2025, n. 89, infatti, è prevista una limitazione di responsabilità degli operatori spaziali dello Stato secondo i massimali di cui all'art. 21, comma 2, in per cui «possono essere individuate fino a tre fasce di rischio cui si applicano massimali gradatamente inferiori, in considerazione del dimensionamento dell'attività spaziale, delle documentate pregresse esperienze nelle attività spaziali, del livello orbitale in cui gli oggetti spaziali si muovono nonché della durata e della tipologia dell'attività spaziale. Il massimale non è comunque inferiore a 50 milioni di euro o, nel caso di operatore autorizzato che persegue esclusiva finalità di ricerca o che è qualificato come start-up innovativa, a 20 milioni di euro per ciascun sinistro». Oltre, dunque, ad essere previsti massimali comunque significativi e per nulla irrisori come quelli richiamati dall'art. 2407 c.c., l'art. 21, comma 1°, prevede anche la sottoscrizione obbligatoria di contratti assicurativi o di «un'altra idonea garanzia finanziaria a copertura dei danni derivanti dall'attività spaziale» e, specialmente, con un massimale pari a 100 milioni di euro per ciascun sinistro. Ne consegue che la congiunta presenza di un'assicurazione obbligatoria con un massimale di copertura risarcitoria significativa, e per ogni sinistro; unitamente alla previsione di ragionevoli limiti risarcitori in relazione a diverse fasce di rischio rende

Un altro elemento di criticità riguarda la previsione che limitazioni di responsabilità per multipli del compenso prescindano completamente dall'elemento soggettivo dei sindaci ³⁷, col che esse troverebbero applicazione anche nel caso in cui la condotta omissiva fosse tenuta con colpa grave ³⁸.

Sul punto si condividono, quindi, le osservazioni di quanti hanno messo in dubbio la costituzionalità della disposizione per violazione dei principi generali ricavabili da diverse disposizioni del codice civile (artt. 1229 e 1713 c.c.) che non ammettono limitazioni di responsabilità, nemmeno convenzionale, in caso di inadempimenti realizzati con dolo o colpa grave ³⁹.

Rimane, inoltre, poco chiaro se i limiti indicati vadano intesi in senso assoluto rispetto a tutti i danni cagionati nel corso dell'esercizio o vadano ricalcolati per ogni tipo di danno ⁴⁰. Nonostante la scarsa

più accettabile e ragionevole la scelta della limitazione di responsabilità degli operatori.

³⁷ Si v. BENEDETTI, *La nuova responsabilità dei membri del collegio sindacale: alcune prime considerazioni sistematiche*, in www.dirittodellacrisi.it, 2025, il quale afferma l'incostituzionalità della norma in rapporto all'art. 47 Cost.

³⁸ Si ricorda che nonostante le sollecitazioni europee circa la possibilità di elidere il vincolo di solidarietà dei revisori contabili con gli amministratori (V. Raccomandazione UE del 5 giugno 2008 «relativa alla limitazione della responsabilità civile dei revisori legali dei conti e delle imprese di revisione contabile» che aveva additato la responsabilità solidale dei revisori e degli amministratori tra le cause che potevano «scoraggiare le imprese e le reti di revisione dall'entrare nel mercato internazionale della revisione dei conti di società quotate nella Comunità, vi sono scarse prospettive che emergano nuove reti di revisione in grado di effettuare la revisione legale dei conti di tali società») l'art. 15 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 sulla responsabilità dei revisori non ha previsto limitazioni di responsabilità per multipli. Non c'è dubbio, dunque, che la riforma dell'art. 2047 c.c. sul vincolo di solidarietà rappresenti ad oggi un *unicum* e, dunque, si può convenire con l'ordine dei commercialisti che quella varata abbia rappresentato un «traguardo storico». V. Eutekne del 13 marzo 2025.

³⁹ V. F. MURINO, *La "nuova" responsabilità dei sindaci limitata e parziaria (o ancora solidale?)*, in *op.cit.*, 2025, 659, il quale richiama la sentenza della C. Cost., n. 420 del 1991.

⁴⁰ In tal senso si è orientato il Trib. Bari, 24 aprile 2025, in *Società*, 2025, 665, con nota di G. GUIZZI, *Spigolature intorno all'applicazione del nuovo art. 2407 c.c.* che analizza anche il problema dell'applicazione della limitazione di responsabilità rispetto a condotte realizzate prima dell'entrata in vigore della riforma dell'art. 2407, comma 2, c.c.

nitidezza del dettato normativo quella che pare inequivocabile è la *ratio* ad esso sottesa: ossia di predeterminare il valore di un potenziale risarcimento in capo ai sindaci. Su questo presupposto, si dovrebbero persino ritenere ricompresi nel tetto massimo risarcibile tutti i danni cagionati (e che emergono dalla relazione *ex art.* 2429 c.c.)⁴¹.

Il punto riformato su cui si concentrano le maggiori criticità è, in ogni caso, quello relativo alla solidarietà nella responsabilità e che in parte si ricollega a quello dei multipli.

Il dubbio che si pone è chiarire se effettivamente la previsione di una limitazione alla risarcibilità del danno per multipli di compenso (ove la condotta illecita non sia dolosa) ai sensi dell'art. 2407, comma 2, c.c. abbia davvero eliso la solidarietà dei sindaci nella responsabilità degli amministratori a favore di una forma di responsabilità parziaria, oltre che limitata, o se, invece, a tal fine sia necessaria un'espressa previsione del legislatore alla luce, *in primis*, della presunzione di solidarietà ricavabile dalle norme del codice civile unitamente ad una mancata espressa volontà del riformatore di riconoscere un superamento⁴².

Il riferimento, infatti, è ad un principio introdotto già dal legislatore del 1942 che vede responsabili in solido nei rapporti interni gestori e controllori in quanto i rispettivi inadempimenti abbiano rappresentato un elemento causale dell'evento dannoso. Tale principio trova espressione in diverse norme del codice civile: l'art. 2055 c.c. per le

⁴¹ Sul punto vedi G. GUIZZI, *Spigolature intorno all'applicazione del nuovo art. 2407 c.c.*, *op. cit.*, 675-676 e R. RORDORF, *La responsabilità dei sindaci alla luce del novellato art. 2407 c.c.*, in *op.cit.*, 627-628.; S. AMBROSINI, *Vincolo di solidarietà, danno risarcibile*, in *Società*, 2025, 655. Sul punto, si osserva che la citata l. 13 giugno 2025, n. 89 in materia di economia dello spazio all'art. 21, comma 1°, prevede invece che il contratto assicurativo che deve essere obbligatoriamente stipulato garantisca una copertura per un massimale di 100 milioni di euro per ciascun sinistro.

⁴² Ad oggi la dottrina maggioritaria pare orientata a negare il superamento dell'applicabilità del principio della solidarietà, A. PICCIAU, *La nuova disciplina della responsabilità dei sindaci: appunti su profili letterali e sistematici*, in *Società*, 2025, 644; R. RORDORF, *La responsabilità dei sindaci alla luce del novellato art. 2407 c.c.*, *cit.*, 627-628; F. SUDIERO, *La responsabilità solidale dei sindaci è stata davvero eliminata? Prmissime (ma non proprio istintive) riflessioni*, *op. cit.*; L. BENEDETTI, *La nuova responsabilità dei membri del collegio sindacale: alcune prime considerazioni sistematiche*, *op.cit.*, 2025; F. MURINO, *La "nuova" responsabilità dei sindaci limitata e parziaria (o ancora solidale?)*, *op. cit.*, 649. In senso opposto G. GUIZZI, *Lobbying e diritto societario: note critiche intorno alla proposta di riforma dell'art. 2407 c.c.*, *op. cit.*, 261.

azioni risarcitorie e gli artt. 1292 e 1294 c.c. per quelle contrattuali, da cui si ricava il principio della presunzione di solidarietà passiva rispetto a fatti dannosi imputabili a più soggetti, salvo diversa disposizione di legge ⁴³.

Il legislatore del '42 aveva inoltre avvertito la necessità rispetto ai sindaci di esplicitare ulteriormente tale regola ai sensi del previgente art. 2407, comma 2, c.c. per danni cagionati a seguito del loro omesso controllo sulla *mala gestio* degli amministratori ⁴⁴.

A ciò si aggiunga che anche la giurisprudenza è consolidata nell'affermare la solidarietà passiva in presenza di condotte causalmente rilevanti nella realizzazione dell'evento dannoso ⁴⁵ seppure non simultanee e differenti anche per titoli di responsabilità ⁴⁶.

Il tema focale è che la comunanza dell'obbligazione risarcitoria prevista dal codice civile non ha nulla a che vedere con la fonte del dovere e della responsabilità dei coautori dell'illecito. Sotto tale profilo si evidenzia la massima criticità e forse inconferenza del ragionamento sotteso a tale pretesa limitazione di responsabilità.

Il novellato testo normativo lascia emergere la volontà di determinare un superamento della suddetta regola: pertanto, quando si

⁴³ Si v., M. CAPECCHI, *Il nesso di causalità, Dalla condicio sine qua non alla responsabilità proporzionale*, 3, Padova, 2012.

L'orientamento che sempre più recentemente si sta imponendo considera la solidarietà passiva a fronte dell'unicità del danno arrecato più che del fatto causativo. DI MAJO, voce *Obbligazioni solidali*, in *Enc. dir.*, vol. XXIX Milano, 1979, 317. V. CHINÉ-FRATINI-ZOPPINI, *Manuale di diritto civile*, Roma, 2012, 1922 ss. In giurisprudenza cfr. Cass., 13 gennaio 2015, n. 286, in *Giust. civ. Mass.*, 2015.

⁴⁴ Le ragioni di tale esplicitazione non appaiono invero del tutto chiare: se, infatti, la solidarietà rappresentava (come rappresenta) un principio generale dell'ordinamento allora non aveva nemmeno senso doverla precisare in relazione ai sindaci se non la si fosse diversamente ritenuta non del tutto riconducibile a questa fattispecie e si fosse ritenuta preferibilmente applicabile la regola della parziarietà. D'altro canto, la necessità di specificare per i sindaci alla regola della solidarietà può giustificarsi con la volontà di sgombrare il campo da ogni possibile dubbio in ordine alla sua applicazione.

⁴⁵ Si v. Cass., Sez. Un., 15 luglio 2009, n. 16503, Cass., 22 luglio 2005, n. 15431.

⁴⁶ V. Cass., Sez. Un., 11 gennaio 2008, n. 576; Cass., 19 febbraio 2013, n. 4032, che conferma l'unicità del fatto dannoso; Cass., 10 marzo 2005, n. 5337, che afferma il principio di solidarietà quand'anche il contributo causale di uno dei responsabili sia minimo. V. Cass., 20 gennaio 2017, n. 1642 sulla responsabilità solidale in presenza di un concorso di responsabilità per titoli diversi. Cass., Sez. Un., 27 aprile 2022, n. 13143, in *NGCC*, 2022, 1065 ss.

valorizza il vero scopo dell'intervento normativo, si dovrebbe ammettere l'introduzione di una responsabilità parziaria e un'implicita disapplicazione anche della presunzione di responsabilità solidale presente nell'ordinamento.

L'intervento del legislatore pone però seri dubbi sul reale superamento di tale principio, posto che il secondo comma dell'art. 2407 c.c. tralascia ogni riferimento alla condotta omissiva dei sindaci rispetto alla vigilanza sulla *mala gestio* degli amministratori e prevede solo la limitazione di responsabilità dei sindaci in caso di violazione non dolosa -più in generale- dei loro doveri (dunque non strettamente riferibile all'ipotesi di omessa vigilanza).

Ci si chiede, quindi, se la norma possa essere interpretata nel senso di aver posto un limite di risarcibilità nei rapporti interni fermo restando, tuttavia, l'obbligo di rispondere in solido con gli amministratori verso i soggetti danneggiati.

I sindaci sono, del resto, sempre tenuti, ex art. 2407, comma 1°, c.c. ad osservare i doveri loro imposti dalla legge e, *in primis*, tra questi, a vigilare ex art. 2403 c.c. sull'osservanza dei principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza degli assetti e sull'osservanza delle disposizioni di legge e dello statuto, dunque ad attivarsi in caso di atti illeciti degli amministratori. E non potrebbe, quindi, essere diversamente vista la contestualità dell'apporto causale al danno patrimoniale che conseguirebbe all'omesso controllo a nulla rilevando l'apparente trattamento previsto dal codice civile in materia di sospensione della prescrizione (art. 2941 c.c. su cui la riforma non è intervenuta)⁴⁷.

In tal caso pare davvero arduo negare che sindaci e amministratori rispondano in solido per un danno che sia causalmente riconducibile ad entrambi.

A ciò si aggiunga (come meglio si dirà a breve) che il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47 prevede la riviviscenza del previgente art. 2407 c.c. rispetto ai profili di responsabilità dei sindaci di società quotate, col ch  si presentano seri dubbi di legittimit  costituzionale visto che i sindaci saranno sottoposti a principi di responsabilit  differenti in ragione della

⁴⁷ Si rinvia sul punto a E. RICCIARDIELLO, *La prescrizione dell'azione di responsabilit  promossa dal curatore fallimentare verso gli amministratori di societ  di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2018, II, 312 ss.

minore o maggiore apertura della società al mercato del capitale di rischio. Fermo che una responsabilità limitata ad un massimale finisce per svilire il senso stesso della solidarietà che predica il riconoscimento di una responsabilità per quota ideale tra i coautori dell'illecito secondo gli importi stabiliti dal giudice all'esito del giudizio di responsabilità.

Vale la pena riflettere se, dunque, non si apra persino un duplice scenario: ammettendo una responsabilità dei sindaci nei limiti esplicitati dall'art. 2407, comma 2, c.c. per ipotesi di danno dipendenti da attribuzioni esclusive dei sindaci, non connotate da un rapporto di causalità con la condotta a sua volta tenuta dagli amministratori; e, invece, una responsabilità solidale con questi ultimi ove il danno si verifichi all'esito di illeciti posti dagli uni e dagli altri in rapporto di causalità. In tal caso la solidarietà dei sindaci nella responsabilità degli amministratori (pur in assenza ora di un'espressa previsione) si ricaverebbe dai suddetti principi generali dell'ordinamento e discenderebbe dalla violazione del dovere di vigilanza sull'operato degli amministratori.

Quale che sia la lettura della norma, la nuova formulazione pone comunque dei problemi interpretativi e di costituzionalità e appare incoerente con i principi dell'ordinamento, imponendo una seria riflessione sulla necessità di ripensare l'intera formulazione della norma e gli obiettivi che si vogliono con essa perseguire.

Quanto, infine, all'ultimo aspetto, relativo alla prescrizione dell'azione di responsabilità, ci si limita ad osservare che la rivisitazione del limite temporale delle condotte punibili indebolisce ogni forma di tutela dei soggetti e dei beni danneggiati: invero, riconoscendo che l'azione verso i sindaci si prescrive⁴⁸, analogamente a quanto previsto per i revisori, nel termine di cinque anni dal deposito della relazione di cui all'art. 2429 c.c., concernente l'esercizio in cui si è realizzato il danno, si contravviene ad un altro principio di diritto civile, quello per cui il termine di prescrizione di un'azione risarcitoria decorre dal momento in cui il danno è stato realizzato.

Sarebbe ragionevole ritenere che rispetto alle azioni di responsabilità che possono essere esercitate dai soci e dai creditori sociali il termine di prescrizione decorra dal momento in cui il danno si è verificato. È

⁴⁸ S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società*, V. Donativi (diretto da), Milano, II, 2022, 2041 ss.

evidente che se lo scopo perseguito dal nuovo art. 2407, comma 4, c.c., è quello di non esporre i sindaci al rischio di essere *sine die* sottoposti ad un'azione di responsabilità, la nuova decorrenza del *dies a quo* rispetto alla prescrizione di un'azione verso i sindaci crea un disallineamento con quello applicabile agli amministratori nei cui confronti un'azione può essere esercitata entro cinque anni dalla cessazione della carica, *ex art.* 2393 c.c., e che potrebbe persino confermare il convincimento di un superamento della solidarietà ⁴⁹.

Un altro punto controverso riguarda la retroattività della nuova disposizione anche ai giudizi pendenti al momento dell'entrata in vigore della norma ovvero ai fatti verificatisi in data antecedente che, per vero, le prime pronunce giurisprudenziali sul punto escludono chiaramente. La disposizione sulla prescrizione disciplina un istituto di diritto sostanziale nè è stata prevista espressamente dal legislatore la sua retroattività ai giudizi pendenti e alle condotte anteriori all'entrata in vigore della riforma, sicché la retroattività andrebbe esclusa in ragione della previsione generale di cui all'art. 11 delle disposizioni sulla legge in generale, secondo cui «la legge non dispone che per l'avvenire».

Così la prima pronuncia emessa all'indomani dell'entrata in vigore della legge n. 35 del 2025 dal Tribunale di Bari ha chiarito che la nuova previsione in ordine al termine di prescrizione si «applicherà alle condotte successive all'entrata in vigore di tale legge e, quindi, diventerà operativa a partire dai bilanci dell'esercizio 2024» ⁵⁰.

L'assunto, è stato confermato in maniera corale anche in dottrina ⁵¹ e, in un momento successivo al convegno a cui attiene il presente

⁴⁹ *Contra*, S. DELLE MONACHE, *Responsabilità dei sindaci e prescrizione*, in *Riv. dir. comm.*, 2025, 523 ss.

⁵⁰ Trib. Bari, 24 aprile 2025, in www.ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it e, in senso conforme, Trib. Bari 11 giugno 2025. V. Trib. Venezia, 11 giugno 2025; Trib. Roma, 19 giugno 2025; Trib. Brescia, 10 settembre 2025 e App. Venezia, 30 settembre 2025.

⁵¹ *Ex multis*, R. RORDORF, *La responsabilità dei sindaci alla luce del novellato art. 2407 c.c.*, in *Società*, 2025, 625 ss.; A. PICCIAU, *La nuova disciplina della responsabilità dei sindaci: appunti su profili letterali e sistematici*, *op. cit.*, 644 ss.; S. AMBROSINI, *Vincolo di solidarietà, danno risarcibile e prescrizione nel nuovo art. 2407 c.c.*, *ivi*, 655 ss.; G. GUIZZI, *Spigolature intorno all'applicazione del nuovo art. 2407 c.c.*, *ivi*, 675 ss.; B. INZITARI, *Limitazione della responsabilità dei sindaci secondo il nuovo art. 2407 c.c. Ed obblighi di segnalazione nel codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2025, I, 446 ss.; M. SPIOTTA, *Responsabilità e prevenzione: un parallelismo*

scritto, anche dalla Corte di Cassazione con due sentenze gemelle. La Corte di Cassazione⁵² ha, infatti, negato il carattere retroattivo della nuova disposizione richiamando l'orientamento della Corte Costituzionale che, con sentenza n. 235 del 2014, aveva affermato l'applicabilità dello *ius superveniens* ai giudizi in corso in quanto attengano non «alla consistenza del diritto al risarcimento delle lesioni in questione, bensì solo al momento successivo del suo accertamento in concreto».

La Suprema Corte, con entrambe le suddette pronunce, attribuisce alla norma carattere sostanziale integrando una vera limitazione al diritto risarcitorio. Di conseguenza, il nuovo art. 2407, comma 2, c.c. non può trovare applicazione retroattiva in quanto attinente alla «consistenza del diritto al risarcimento già maturato in conseguenza del pregiudizio (patrimoniale) arrecato». La possibilità, dunque, di predisporre disposizioni con efficacia retroattiva trova adeguata giustificazione «sul piano della ragionevolezza attraverso un puntuale bilanciamento tra le ragioni che ne hanno motivato la previsione e i valori, costituzionalmente tutelati, potenzialmente lesi dall'efficacia a ritroso della norma adottata»⁵³.

Le conclusioni a cui è pervenuta la Corte di Cassazione appaiono condivisibili laddove, diversamente, si verrebbe a creare una «irrimediabile lesione»: alla parità di trattamento tra amministratori e sindaci garantita in forza del previgente dettato normativo in ipotesi di responsabilità solidale conformemente con il principio generale *ex art.*

tra il riformato art. 2407 c.c. E gli artt. 1913-1915 c.c., ivi, I, 890 ss.; E.M. NEGRO, Conversazione estemporanea sulla riforma dell'art. 2407 c.c., in ristrutturazionaziendali.ilcaso.it, 17 marzo 2025; F. SUDIERO, La responsabilità solidale dei sindaci è stata davvero eliminata? Primi riflessi (ma non proprio istintivi) riflessioni, op. cit.

⁵² Cass., 22 gennaio 2026, n. 1390 e n.1392, in *www.ilcaso.it*, con un primo commento di S. AMBROSINI, *La non retroattività del nuovo art. 2407, C. 2 c.c., nel nuovo "parto gemellare" della Cassazione*. La Cassazione ha quindi precisato che «Il nuovo art. 2407, comma 2, c.c., non trova applicazione ai giudizi in corso per fatti antecedenti, in quanto la norma sopravvenuta non può incidere sulla quantificazione del danno, come disciplinata dalla legge al momento della verifica dell'evento lesivo, attenendo alla consistenza del diritto al risarcimento già maturato e non a mere modalità di accertamento dello stesso».

⁵³ Così Corte Cost., n. 73 del 2017 con rinvio alle sentenze n. 170 del 2023, n. 78 del 2012 e n. 209 del 2010 e richiamata anche da Cass., 22 gennaio 2026, n. 1392, cit.

2055 c.c.; all'aspettativa legittima dei creditori e della società rispetto alla possibilità di ottenere un risarcimento «corrispondente all'unico pregiudizio arrecato al patrimonio sociale»; e, infine, alla prerogativa del giudice «non solo dell'accertamento dell'an del diritto risarcitorio azionato in giudizio dal danneggiato ma anche, [...] alla determinazione, secondo il prudente apprezzamento, dell'intero pregiudizio risarcibile»⁵⁴.

Come anticipato, qualche segnale che ha portato ad una almeno parziale revisione dei tratti caratteristici del riformato art. 2407 c.c. è arrivato con lo schema di decreto dell'8 ottobre 2025⁵⁵ con cui il legislatore delegato ha dato attuazione alla delega di cui alla Legge capitali per le società quotate, confermato dal d.lgs. n. 47/2026 all'art. 151.2 t.u.f.

La relazione di accompagnamento sul punto esplicitava nella parte III, punto 5), una deroga all'attuale regime di responsabilità previsto in via generale per tutte le società per azioni *ex art. 2407, comma 2, c.c.*

All'art. 151.2, dunque, si profila un ritorno al passato almeno per le società quotate e per quelle ammesse alla negoziazione nei sistemi multilaterali di negoziazione, rispetto alle quali si esplicita nuovamente l'applicazione del principio della solidarietà dei sindaci nella responsabilità degli amministratori senza alcuna limitazione del danno risarcibile. In sostanza la nuova formulazione dell'art. 2407, comma 2, c.c. continuerebbe a trovare applicazione per le società non quotate e non ammesse alla negoziazione nei sistemi multilaterali. Si osserva, in ogni caso, che non è comunque prevista una reviviscenza del precedente dettato normativo in ordine ai termini di prescrizione.

⁵⁴ In senso conforme Cass., 22 gennaio 2026, n. 1390 e n. 1392, *cit. V.*, S. AMBROSINI, *La non retroattività del nuovo art. 2407, C. 2 c.c., nel nuovo "parto gemellare" della Cassazione, op. cit.*, in cui l'A. ha precisato con riguardo ad entrambe le sentenze, come «l'effetto complessivo è quello di una "bonifica" dei principali tentativi di "elusione": quello della regola di irretroattività sul piano sostanziale e quello dello statuto concorsuale sul piano processuale (giudicato endofallimentare come vincolo positivo esterno)».

⁵⁵ V. Schema di decreto legislativo recante «attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento».

Ebbene, l'applicazione del previgente art. 2407 comma 2, c.c. tale soluzione certamente limita alcuni dei paradossi di cui si è brevemente dato conto poco sopra non senza, tuttavia, generarne di nuovi: si pensi alla disuguaglianza che si verrà a creare tra sindaci di società quotate e non quotate visto che solo nel primo caso sarebbe possibile addivenire ad una loro condanna per il valore effettivo del danno cagionato. La quotazione rappresenterebbe l'unico spartiacque tra i due regimi normativi.

Eppure, una tale difformità di trattamento non pare potersi giustificare solo con la maggiore o minore apertura della società al mercato del capitale di rischio, tra l'altro prescindendo dalla sua dimensione e dal suo effettivo impatto nei confronti dei terzi e dei creditori sociali, ovvero (in tale ultimo caso) nei confronti dei soggetti che per lo più agiscono in via risarcitoria specialmente quando la società non è più *in bonis* attraverso gli organi delle liquidazioni giudiziali⁵⁶.

Appare ad ogni modo significativo che si sia avvertita la necessità di modificare nuovamente l'art. 2407 c.c. a distanza di appena un anno dalla sua riformulazione e che questo tentativo si sia inserito in un contesto in cui era programmata la «revisione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58» anche in ordine all'organo di controllo interno di società quotate ma, *ex art. 19, comma 2, lett. h)*, al solo fine di «assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo», e in tal modo assicurarne efficienza e coerenza.

Non pareva, in altri termini, una priorità del legislatore della Legge capitali intervenire in merito ai principi che regolano la responsabilità dei sindaci. Piuttosto, l'obiettivo era quello di attuare una «riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali» allo scopo di «sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio [...]; c) facilitare il passaggio alla quotazione; [...]⁵⁷.

⁵⁶ È ben noto che più raramente le società assumono iniziative nei confronti dei propri amministratori per un eventuale danno cagionato, mentre è più probabile che la maggioranza azionaria ne deliberi la revoca.

⁵⁷ Si veda P. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giur. Comm.*, 2024, II, 497 ss.; A. PISANESCHI, *Delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio*

1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti in Legge Capitali (5 marzo 2024, n. 21). Commentario G. Martina, M. Rispoli Farina e V. Santoro (a cura di), Torino, 2024, 234 ss.

Verso la “semplificazione” della disciplina UE sui mercati finanziari: il nodo del metodo

SOMMARIO: 1. Complessità e semplificazione: quadro generale. – 2. Il sistema delle fonti e la frammentazione normativa. – 3. I valori in gioco e il problema delle tassonomie. – 4. Semplificazione vs. deregolamentazione: distinzioni concettuali. – 5. Il dibattito istituzionale: Letta, Draghi e la Commissione. – 5.1. I contributi degli operatori di mercato. – 5.2. Talune fonti accademiche. – 6. Il diritto comparato come metodo: tassonomie e definizioni. – 6.1. Il caso degli strumenti finanziari. – 6.2. Il caso degli organismi di investimento collettivo. – 7. Conclusioni.

1. Complessità e semplificazione: quadro generale

“Semplificazione” è la parola oggi più ricorrente – pur con eccezioni – nel dibattito sulle prospettive di evoluzione del diritto finanziario dell'Unione europea¹. Se ne discute fra legislatori, operatori, studiosi; il tema ricorre con assiduità nelle colonne dei quotidiani e sulle pagine dei *social network*. Le ragioni di questa attenzione per la “semplificazione” sono di immediata evidenza: il diritto finanziario dell'Unione si presenta oggi come un complesso normativo estremamente denso, eccessivamente articolato e stratificato. Come riconoscono le più recenti relazioni istituzionali (Draghi, Letta, Commissione UE)², tali eccessi gravano su mercati e operatori imponendo costi non sempre proporzionati, sì che – in un quadro internazionale di crescente concorrenza – si fa strada l'esigenza di un intervento risoluto di “semplificazione”.

¹ Il testo riprende i tratti fondamentali della relazione presentata al Convegno *L'ordinamento finanziario italiano verso il mercato unico dei capitali. Impatti per le imprese, gli intermediari, i mercati, le autorità di vigilanza*; Università Ca' Foscari, Venezia, 8-9 maggio 2025, integrata e aggiornata per tener conto di taluni sviluppi successivamente intervenuti e di alcuni scritti dell'Autore nel frattempo elaborati.

² A questo proposito, AEDBF EUROPE, *Less is More – Proposals to Simplify and Improve European Rule-Making in the Financial Services Sector*, 2025; M. DRAGHI, *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe*, 9 settembre 2024; E. LETTA, *Much more than a market – Speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens*, 18 aprile 2024.

Come spesso avviene allorché un tema cattura l'attenzione generale, il dibattito tende a infittirsi senza che vi corrisponda sempre un'adeguata profondità di riflessione metodologica. Anche la discussione sulla semplificazione del diritto finanziario dell'Unione non sfugge a questa dinamica, già osservabile in passato a proposito del FinTech e della finanza sostenibile³.

In questo contesto, la Commissione europea ha lanciato l'*Unione del risparmio e degli investimenti* (SIU)⁴, che raccoglie e rilancia, su nuove basi, il progetto di *Unione dei mercati dei capitali* (CMU). I rapporti Draghi e Letta segnalano problemi ricorrenti: la limitata profondità dei mercati europei, l'esigenza di un più efficace collegamento fra il risparmio privato e il finanziamento delle imprese, l'incompletezza dell'edificio europeo anche sotto il profilo geopolitico. La perdurante frammentazione della vigilanza e l'assenza di un complesso normativo unificato compromettono l'efficienza dell'intermediazione finanziaria a livello europeo, nonostante i progressi degli ultimi dieci anni, dopo le grandi riforme entrate in vigore negli anni 2013-2014 che hanno fatto seguito alla crisi finanziaria⁵.

³ Contemporaneamente alla pubblicazione delle relazioni Draghi e Letta, anche in Francia è stata elaborata una relazione simile: cfr. la lettera della Banca di Francia al Presidente della Repubblica nel 2024 (Banca di Francia, *Lettre au Président de la République – France et Europe*, 2024, disponibile all'indirizzo: <https://www.banque-france.fr/en/publications-and-statistics/publications/letter-president-republic-2024>).

⁴ Cfr. il comunicato stampa pubblicato dalla Commissione il 19 marzo 2025 che riassume i principali punti d'azione della cosiddetta *Unione del risparmio e degli investimenti*.

⁵ Particolare attenzione è stata dedicata al meccanismo di vigilanza unico: cfr., tra l'altro, M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *10 years of Banking Union's case-law: How did European courts shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; C. GORTSOS, *10 years of Banking Union case-law: How did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; C. BRESCIA MORRA, F. ANNUNZIATA, *The Banking Union and the decisions of the CJEU. Towards a complete legal order?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; JOOSEN, PULGAR EZQUERRA, TRÖGER, *10 years of Banking Union case law: how did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; R. LASTRA, S. DIETZ, *Accountability of the European Banking Union. Accountability in Banking Supervision and Banking Resolution under Review*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo,

2. Il sistema delle fonti e la frammentazione normativa

Il quadro normativo finanziario dell'Unione si presenta fortemente frammentato sotto il profilo delle fonti. La disciplina dei mercati finanziari risulta ormai dall'intreccio fra strumenti di *soft law* e *hard law*, articolati a loro volta in livelli sempre più stratificati. In linea teorica, il metodo Lamfalussy – introdotto sul finire degli anni Novanta per assicurare un equilibrio fra norme di principio (L1) e norme prescrittive flessibili (L2) – avrebbe dovuto offrire un punto di equilibrio efficace. Nei fatti, la struttura ha subito una progressiva alterazione: il livello L1 ospita oggi regolamenti e direttive dal contenuto minuto, spesso *autoapplicabili*; il livello L2 raccoglie a sua volta atti che, per ambiguità di formulazione o per la discrezionalità lasciata alle autorità nazionali, si discostano dalla loro stessa qualificazione formale di *nomen*. Ne deriva una commistione di norme più o meno cogenti, che si sottrae alle ripartizioni formali e dà luogo a un quadro opaco, di non agevole orientamento per l'interprete⁶.

2024. Cfr. anche C. GORTSOS, *The Crédit Agricole Cases: Banking Corporate Governance and the Application of National Law by the ECB*, in Zilioli, Wojcik, (a cura di), *Judicial Review in the European Banking Union*. Cheltenham: Edward Elgar, 2021; G. LO SCHIAVO, *The ECB and its Application of National Law in the SSM*, in G. Lo Schiavo. (ed.), *L'Unione bancaria europea e il ruolo del diritto*, cit.; F. COMAN-KUND, F. AMTENBRINK, *On the Scope and Limits of the Application of National Law by the European Central Bank within the Single Supervisory Mechanism*, 33 BFLR. 133 (2018); L. BOUCON, D. JAROS, *The Application of National Law by the European Central Bank within the EU Banking Union's Single Supervisory Mechanism: A New Mode of European Integration?*, in *European Journal of Legal Studies*, 2018, vol. 10, 155-187; A. WITTE, *The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?*, 21 MJECL 89 (2014); A. WITTE, K. LACKHOFF, *Art. 4 SSMR*, in Binder, Gortsos, Lackhoff e Ohler, (a cura di), *Brussels Commentary on the European Banking Union*, Baden-Baden: Beck C. H., 2022.

⁶ Per quanto riguarda le agenzie, cfr. in generale A. KREHER, *Agencies in the European Community – a step towards administrative integration in Europe*, *Journal of European Public Policy*, vol. 4, n. 2, 1997, 225-245; R. DEHOUSSE, *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, Jean Monnet Working Paper n. 2; European University Institute, 2002; D. GEADIN, R. MUÑOZ, N. PETIT (a cura di), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Cheltenham: Edward Elgar, 2005; S. GRILLER, A. ORATOR, *Everything Under Control? The "Way Forward" for European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, *European Law Review*, vol. 35, n. 3, 2010; M. SIMONCINI, *The erosion of the Meroni doctrine. The case of the European Aviation Safety Agency (EASA)*,

Vi si aggiunge l'incessante revisione degli strumenti normativi: la Direttiva Prospetto ha lasciato il campo al Regolamento Prospetto; la Market Abuse Directive è stata sostituita dal MAR; la MiFID I è stata profondamente rivista nella MiFID II/MiFIR. A ciascun rifacimento si è accompagnato un ulteriore infittirsi del dettaglio, insieme alla proliferazione di atti di livello L2 e L3. Da tale stratificazione cronologica discende un diritto non solo complesso, ma anche disomogeneo sul piano diacronico: norme di epoche differenti che coesistono e si sovrappongono.

Il complesso crescente di *soft law* prodotto dalle ESA e dalla BCE si rivela di indubbia utilità per l'applicazione della normativa, ma comprime oltre misura gli spazi dell'autoregolamentazione di mercato. Esso solleva, inoltre, rilevanti problemi di qualificazione: formalmente priva di carattere vincolante, tale produzione acquista una sua autonoma rilevanza, assumendo nei fatti una funzione paralegislativa attraverso il meccanismo del *comply or explain*. La giurisprudenza della Corte di giustizia – in particolare le cause *Fédération Bancaire Française*⁷ e i

European Public Law, XXI(2): 309-342; J.P. SCHNEIDER, *A Common Framework for Decentralised EU Agencies and the Meroni Doctrine*, 61 Administrative Law Review, 2009, 29; M. CHAMON, *EU Agencies between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea*, 48 Common Market Law Review, 2011, 1055; E. CHITI, *An Important Part of the EU's Institutional Machinery: Features, Problems and Perspectives of European Agencies*, 46 Common Market Law Review (2009), 1395.

⁷ Sentenza della Corte del 15 luglio 2021, causa C-911/19, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*, ECLI:EU:C:2021:599). Cfr. anche M. SCHOLTEN, M. GARGANTINI, “*The past is the past. The future is all that's worth discussing*” (Lord Baelish, *The Game of Thrones*). *Some reflections on the non-delegation doctrine and its impact on the ESAs powers after the CJEU decision on the FBF case*, in EU Law Enforcement Blog, 30 settembre 2021; N. DE ARRIBA SELLIER, *Upholding Romano, Eroding Meroni: The Ruling of the Court of Justice in FBF*, EU Law Live, 2021; F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, European Banking Institute Working Paper Series 2021, n. 106, 2021; H. MARJOSOLA, M. VAN RIJSBERGEN, M. SCHOLTEN, *How to exhort and to persuade with(out legal) force: challenging soft law after FBF*, Common Market Law Review, Vol. 59, 1523-1542, 2022.

suoi riflessi nazionali⁸, nonché *Balgarska*⁹ – mette in luce le tensioni di un sistema che mal si lascia ricondurre ai paradigmi tradizionali e che rende sempre più labile la linea di confine fra diritto vincolante e non vincolante (*hard* e *soft law*)¹⁰.

3. I valori in gioco e il problema delle tassonomie

La legislazione finanziaria dell'Unione non persegue un unico obiettivo lineare. Essa è plasmata da una molteplicità di finalità – integrazione del mercato, tutela degli investitori, trasparenza, stabilità finanziaria, integrità del mercato, sostenibilità e, da ultimo, digitalizzazione – che si sono sedimentate nel tempo e che possono entrare reciprocamente in tensione. Tale diversificazione genera un ordinamento talora disordinato nelle sue finalità, esposto a pressioni di carattere ideologico e privo di un'adeguata riflessione analitica sul modo in cui tradurre la triade valori-principi-regole in disposizioni coerenti e proporzionate.

Sul piano dei *valori*, la legislazione UE si è aperta di recente agli obiettivi ESG, che hanno un impatto profondo sui presupposti tradizionali della regolamentazione basata sull'efficienza di mercato. La recente proposta di modifica attraverso la *direttiva Omnibus* – con la cosiddetta “direttiva Stop-the-Clock” – riflette non solo la necessità tecnica di calibrare meglio un quadro complesso, ma anche un implicito riconoscimento delle tensioni generate dall'integrazione sistematica degli obiettivi ESG: i dubbi sulla misurabilità concreta dei fattori ESG, sulla loro compatibilità con i principi tradizionali di efficienza economica e sul rischio di un uso strumentale delle etichette di sostenibilità stanno mettendo a dura prova la fattibilità del nuovo paradigma¹¹.

⁸ Conseil d'État (Francia), 9a Sezione, sentenza del 21 dicembre 2021, n. 415550, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)* (ECLI:FR:CECHS:2021:415550.20211221).

⁹ Sentenza della Corte (Quarta Sezione) del 25 marzo 2021, causa C-501/18, *BT contro Balgarska Narodna Banka*, ECLI:EU:C:2021:249.

¹⁰ Cfr. N. MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing 2018.

¹¹ La direttiva Stop-the-Clock, parte del pacchetto *Omnibus I*, è stata oggetto di orientamento generale del Consiglio il 26 marzo 2025, approvata dal Parlamento il 3 aprile 2025 e adottata in via definitiva dal Consiglio il 14 aprile 2025. Essa rinvia di

In parallelo all'espansione verticale, la disciplina si estende *orizzontalmente*, a settori nuovi quali le cripto-attività (MiCA), il contrasto al riciclaggio (AMLA) e l'intelligenza artificiale (AI Act). Tale processo non procede sempre in modo ordinato e solleva il problema, davvero centrale, delle tassonomie e della corretta delimitazione degli ambiti applicativi. Il diritto finanziario dell'Unione poggia su definizioni fragili: nozioni di base quali “strumento finanziario”, “deposito”, “concessione di credito” oppure “organismo di investimento collettivo” restano prive di una definizione autonoma e compiuta a livello europeo, alimentando incertezza interpretativa e una produzione incessante di *soft law* compensativo.

4. Semplificazione vs. deregolamentazione: distinzioni concettuali

Un chiarimento terminologico preliminare è essenziale, muovendo dalla lingua inglese che è quella nella quale si negozia la pressoché totalità dei testi della legislazione finanziaria UE. Nei principali dizionari della lingua inglese, *simplification* indica il processo che rende qualcosa meno complicato o più facile da capire e applicare – una definizione costruita per differenza, non in termini positivi. La *deregulation*, invece, indica la rimozione di controlli e regole da un'attività: ciò che era soggetto alla legge viene sottratto alla sua applicazione. La deregolamentazione, quindi, incide sulla *portata* di ciò che è regolamentato, mentre la semplificazione riguarda la *forma e il metodo* attraverso cui la regolamentazione è redatta e attuata. La prima appartiene al dominio della politica; la seconda a quello della metodologia giuridica.

Nell'agenda politica dell'UE, la formula “semplificazione senza deregolamentazione” è diventata uno *slogan* ricorrente. Tuttavia, come dimostrano esempi concreti tratti dal diritto dei mercati dei capitali, il confine tra le due è spesso poroso. Il *Listing Act* introduce prospetti più brevi e accessibili: misura di pura semplificazione. Ma lo stesso *Listing*

due anni gli obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità e di un anno gli obblighi di *due diligence* previsti rispettivamente dalla direttiva sulla rendicontazione sulla sostenibilità delle imprese (CSRD) e dalla direttiva sulla due diligence in materia di sostenibilità delle imprese (CS3D) per alcune categorie di società. Le modifiche al Regolamento Tassonomia sono oggetto di un atto delegato separato nell'ambito del pacchetto Omnibus I.

Act contiene disposizioni ambigue: l'aumento delle soglie di segnalazione delle operazioni PDMR da 5.000 a 20.000 EUR alleggerisce gli oneri amministrativi ma restringe l'ambito delle operazioni soggette a segnalazione, producendo anche un effetto di deregolamentazione.

Per distinguere tra le due, è possibile applicare un semplice test analitico:

- se l'obiettivo sostanziale di una norma rimane intatto dopo la riforma, la misura è una semplificazione;
- se l'ambito di applicazione o lo standard della regolamentazione sono ridotti, la misura si qualifica come deregolamentazione;
- quando si verificano entrambe le condizioni, la riforma è una combinazione delle due.

La distinzione qui tracciata non implica che la deregolamentazione sia in sé da rifuggire. La dottrina (Zetzsche) ha mostrato come una deregolamentazione mirata possa risultare proficua. Le ambiguità terminologiche rischiano, però, di trasformare la semplificazione in una categoria onnivora, idonea a giustificare pressoché ogni forma di intervento legislativo: dal consolidamento più prudente alle misure di portata più incisiva. Tali ambiguità, sovente trascurate, esigono di restare al centro di ogni riflessione sul futuro della legislazione finanziaria dell'Unione.

5. Il dibattito istituzionale: Letta, Draghi e la Commissione

Sul piano istituzionale, il tema della semplificazione assume rilievo centrale nelle recenti relazioni di Enrico Letta e Mario Draghi, nonché nella comunicazione della Commissione europea, che vi ravvisano uno snodo essenziale della strategia dell'Unione per la competitività e l'integrazione¹².

¹²E. LETTA, *Much more than a Market* (aprile 2024) www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf (consultato il 20.10.2025); M. DRAGHI, *Una strategia di competitività per l'Europa* (settembre 2024) https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059 (consultato il 20.10.2025); COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Europa più semplice e più veloce: comunicazione sull'attuazione e la semplificazione* (febbraio 2025)

Il *rapporto Letta* (aprile 2024) individua nell'eccessiva complessità della normativa dell'Unione uno dei principali ostacoli al completamento del mercato unico. I richiami alla semplificazione vi ricorrono con frequenza, sebbene il confine con la deregolamentazione appaia spesso incerto. L'orientamento di fondo resta tuttavia nitido: la semplificazione viene presentata come obiettivo prioritario per rilanciare l'integrazione europea, con la proposta di ridurre il numero degli atti legislativi dell'Unione attraverso la codificazione.

La *relazione Draghi* (settembre 2024) propone un'analisi comparata degli oneri normativi gravanti sulle imprese europee a fronte di quelli sopportati dalle imprese statunitensi. Esso ravvisa nella perdurante frammentazione della vigilanza e nelle divergenze normative le cause principali dell'inefficienza, rilevando come l'assenza di un'autorità unica di regolamentazione e di un complesso normativo unitario comprometta l'attività di intermediazione. Si auspica, inoltre, un riesame dei requisiti prudenziali e di trasparenza per le cartolarizzazioni, considerati eccessivamente rigorosi rispetto ad altre classi di attività.

La comunicazione della Commissione europea “*Un'Europa più semplice e più veloce*” (febbraio 2025) traduce queste indicazioni in un quadro operativo incentrato su undici proposte di semplificazione, con pacchetti *omnibus* volti ad affrontare le interazioni tra diversi atti legislativi.

Anche dall'interno dell'Eurosistema è venuto un sostegno alla semplificazione. Con una lettera congiunta alla Commissione, i governatori delle banche centrali di Francia, Spagna, Italia e Germania hanno auspicato una disciplina bancaria più semplice, precisando tuttavia che semplificazione non deve tradursi in deregolamentazione¹³. La BCE ha istituito nel 2025 una *task force* di alto livello incaricata di proporre semplificazioni mirate dei requisiti prudenziali, di vigilanza e

[www.europarl.europa.eu/cmsdata/293146/item%2013_Simplification_Communicati on_en.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/293146/item%2013_Simplification_Communicati%20on_en.pdf) (consultato il 20.10.2025).

¹³JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, JOACHIM NAGEL, FABIO PANETTA, FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU, *Letter on simplification* (5 febbraio 2025) https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2025/Letter_on_simplification.pdf?language_id=1 (consultato il 20.10.2025).

di segnalazione, fermo restando il mantenimento degli standard di solvibilità¹⁴.

Un contributo strutturato proviene dal Parlamento europeo attraverso il briefing dell'Unità EGOV “*Simplification, not deregulation?*”. Il documento identifica tre rischi critici dell'ambiguità in discussione: primo, l'erosione progressiva delle garanzie sotto le spoglie della semplificazione; secondo, il rischio di arbitraggio regolamentare e frammentazione, con la reintroduzione delle divergenze che il Mercato Unico era stato progettato per eliminare; terzo, un pregiudizio conservatore insito negli stessi regolatori, che rischia di ridurre la semplificazione a una razionalizzazione di superficie, evitando le questioni strutturali più profonde¹⁵.

5.1. I contributi degli operatori di mercato

Due contributi spiccano, in particolare, nel dibattito di matrice operativa: il rapporto “*Less is More*” e la relazione “*Simply Competitive*” della Federazione bancaria europea (EBF). Il primo ravvisa due cause all'origine della complessità¹⁶: l'inflazione dei testi normativi e il progressivo trasferimento dell'autorità normativa dai co-legislatori alle istituzioni e alle agenzie dell'Unione, rilevando in particolare la degenerazione del processo Lamfalussy con un eccessivo

¹⁴ Tra gli altri, il vicepresidente della BCE, il governatore della Banque de France, il presidente della Deutsche Bundesbank, il governatore della Banca d'Italia, il vicepresidente del Comitato europeo per il rischio sistemico e un membro del consiglio di vigilanza della BCE. La *High-Level Task Force on Simplification*, presieduta dal Vicepresidente della BCE Luis de Guindos, è stata istituita dal Consiglio direttivo della BCE nel marzo 2025; cfr. anche P. MONTAGNER, *Interview with Revue Banque*, condotta il 7 maggio 2025 e pubblicata il 28 maggio 2025, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2025/html/ssm.in250528~b945e7e456.en.html> (consultato il 20.10.2025).

¹⁵ R. MAZZOCCHI e K. G. SPITZER, *Simplification, not deregulation? Unpacking the debate on simplification and regulatory burden for European banks*, analisi approfondita, PE 764.389, Parlamento europeo, Direzione generale Economia, trasformazione e industria (settembre 2025) [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764389/ECTI_IDA\(2025\)764389_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764389/ECTI_IDA(2025)764389_EN.pdf) (consultato il 20.10.2025).

¹⁶ AEDBF EUROPE, *Less is More – Proposals to Simplify and Improve European Rule-Making in the Financial Services Sector*, 2025, <https://www.eacb.coop/en/studies/eacb-studies/less-is-more.html>

rigonfiamento della legislazione L3, prodotta in assenza di adeguate forme di controllo democratico. Il secondo dà voce alle preoccupazioni degli operatori di mercato a fronte della crescente complessità, con particolare riferimento all'impatto sproporzionato sulle banche di minori dimensioni e sugli istituti a vocazione domestica. Entrambe le relazioni, tuttavia, sovrappongono di frequente i piani della semplificazione, della deregolamentazione e della proporzionalità, segnalando un'incertezza metodologica significativa¹⁷.

5.2. *Talune fonti accademiche*

Dirk A. Zetzsche, in “*The Case for Targeted Deregulation of Finance*”, propone un approccio di “deregolamentazione mirata”: una deliberata riduzione, regola per regola, dei requisiti che non soddisfano una logica disciplinata di costi-benefici. Lungi dall'essere un appello ideologico a “tagliare le regole”, la proposta mira a rafforzare gli obiettivi accettati della regolamentazione finanziaria. Il documento sviluppa un test di deregolamentazione in tre fasi: (i) i costi della norma per l'impresa superano i benefici per l'impresa; (ii) i costi per l'impresa superano i benefici per la società; (iii) i costi per la società superano i benefici per la società. Se tutte e tre le condizioni sono soddisfatte, la deregolamentazione è giustificata. La conclusione è provocatoria ma metodologicamente rigorosa: “in caso di dubbio, deregolamentare” – quando le prove non sono sufficienti a giustificare un onere, il default dovrebbe essere l'abrogazione¹⁸.

Deirdre Ahern, in “*The New Anticipatory Governance Culture for Innovation*”, propugna un mutamento di paradigma: in luogo di reagire con ritardo alle perturbazioni tecnologiche, le autorità dovrebbero adottare una governance anticipatoria fondata su tre pilastri reciprocamente complementari – *lungimiranza normativa*, *sperimentazione normativa* e *apprendimento normativo* – sostenuti da un processo decisionale ciclico e da forme di coinvolgimento

¹⁷ EUROPEAN BANKING FEDERATION, *Simply Competitive*, 2025, <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/updates/simply-competitive/>

¹⁸ D.A. ZETZSCHE, *The Case for Targeted Deregulation of Finance* (2024), FutureFinTech Working Paper Series No. 2024-05.

partecipativo. Il modello presenta particolare rilievo nel quadro delle tecnologie finanziarie in rapida evoluzione¹⁹.

Una rilevante iniziativa accademica curata da Rüdiger Veil raccoglie studiosi di diritto finanziario dell'Unione con il proposito di *codificare* il diritto dei mercati dei capitali in una disciplina coerente, riunendo in un unico testo strumenti quali il prospetto, la trasparenza, il MAR e la MiFID II/MiFIR. Si tratta di un progetto intellettualmente ambizioso e metodologicamente articolato, fondato su un approccio “dall'alto” (top-down) volto a estrarre principi comuni (proporzionalità, “investitore ragionevole”, sensibilità al prezzo) idonei a orientare tanto la redazione quanto l'interpretazione delle norme. Pur affascinante sul piano teorico, esso rischia tuttavia di approdare a un'unificazione elegante quanto fragile, ove non sia sorretto da un'attenta analisi comparata che muova dal basso (bottom-up), ricostruendo i modi in cui il diritto dell'Unione viene concretamente interpretato e applicato negli ordinamenti nazionali²⁰.

6. *Il diritto comparato come metodo: tassonomie e definizioni*

Al centro del problema della semplificazione si pone la questione delle tassonomie concettuali. Le ambiguità che gravano sulle definizioni di base – “strumenti finanziari”, “organismi di investimento collettivo”, “deposito”, “concessione di credito” – minano l'intera impalcatura del diritto finanziario dell'Unione. Le divergenze fra gli Stati membri sul significato dei termini chiave generano inefficienze, favoriscono pratiche di *forum shopping* e sollecitano l'attivismo giurisprudenziale. La copiosa produzione di precedenti della Corte di giustizia nell'ultimo decennio in materia bancaria e finanziaria è chiaro indice di un sistema che non riesce a esprimere norme sufficientemente

¹⁹ Cfr. D. AHERN, *The New Anticipatory Governance Culture for Innovation: Regulatory Foresight, Regulatory Experimentation and Regulatory Learning* (2025), 26 *European Business Organization Law Review* 241-283.

²⁰ Rüdiger Veil (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union: Volume I — Fundamentals of a European Code* (Oxford: Oxford University Press, 2024); Rüdiger Veil (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union: Volume II — Market Conduct and Corporate Disclosure in a European Code* (Oxford: Oxford University Press, 2025).

chiare e autosufficienti, e che cerca nell'intervento del giudice un surrogato di una legislazione incerta.

La semplificazione deve dunque muovere dal basso: affinando i concetti, armonizzando le definizioni, ricostruendo le tassonomie. A tal fine si profilano due approcci principali. Il primo, di tipo “dall'alto” (top-down), si traduce nella riconcettualizzazione del diritto finanziario a partire da astrazioni teoriche, frutto di elaborazioni intellettuali che possono giovare di diverse prospettive, compresa quella dell'analisi economica del diritto. Il secondo, di tipo “dal basso” (bottom-up), si fonda sulla comparazione giuridica: il riassetto del diritto dell'Unione dei mercati dei capitali deve fondarsi su una rigorosa analisi comparata del modo in cui le norme europee sono concretamente applicate e interpretate a livello nazionale, negli Stati membri. È quest'ultima via che offre, a nostro avviso, le maggiori garanzie di successo.

Il metodo comparato applicato al diritto finanziario dell'Unione impone di rinvenire una “tradizione giuridica comune” agli Stati membri come presupposto di qualsiasi opera di semplificazione o codificazione. Esso richiede di esaminare in che modo il diritto nazionale risponda a problemi specifici, ponendo in relazione la legislazione europea con le tradizioni giuridiche degli ordinamenti interni e ricostruendo come il diritto dell'Unione sia in concreto applicato, tanto in via diretta quanto per il tramite del recepimento nelle legislazioni nazionali. L'analisi storica è parte integrante di tale esercizio: comprendere come i sistemi giuridici si siano evoluti è imprescindibile per cogliere le ragioni per le quali talune soluzioni normative hanno attecchito in certi ordinamenti e non in altri.

Un'analisi comparata rigorosa, attenta alla giurisprudenza nazionale e alle prassi di mercato, trasforma la semplificazione in un esercizio di ragionamento giuridico fra ordinamenti diversi, idoneo a costruire convergenza anziché a imporre uniformità. L'approccio “dall'alto”, per converso, rischia di accentuare la frammentazione: le tradizioni giuridiche nazionali, applicate dalle amministrazioni e dai giudici degli Stati membri, finiranno per reagire come anticorpi, rifiutando di cedere il passo a nozioni elaborate su un piano più teorico o sovranazionale che mal si adattino alle tradizioni locali. La definizione di “strumenti finanziari” e quella di “organismi di investimento collettivo” offrono un esempio concreto di tali difficoltà.

6.1. Il caso degli strumenti finanziari

La definizione di “strumento finanziario” è il perno attorno al quale ruotano alcune delle questioni più delicate del diritto dei mercati dei capitali dell'UE²¹, come dimostra il dibattito sul confine tra MiFID II e MiCAR²².

L'articolo 4(1)(15) della MiFID II definisce gli strumenti finanziari rinviando all'elenco formulato nella sezione C dell'allegato I: *valori mobiliari*, strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimento collettivo, strumenti derivati e quote di emissione. Si tratta di un elenco di carattere tendenzialmente tassativo, non privo tuttavia di margini di elasticità.

Il problema fondamentale è che la MiFID, nel definire gli strumenti finanziari, si basa su nozioni fondamentali che sono *al di fuori* del suo ambito di applicazione e che sono lasciate al diritto degli Stati membri. Questo è un punto cruciale: per stabilire cosa si intende per “valore mobiliare”, gli elementi che definiscono le sotto-nozioni di “azione”, “obbligazione”, “titolo di debito” devono essere ricercati nelle legislazioni degli Stati membri: una lettura recentemente confermata dalla Corte di giustizia nella causa C-627/23 (*Commune de Schaerbeek e Commune de Linkebeek v Holding Communal SA*, 9 gennaio 2025). La sentenza è talora letta come affermazione di una nozione autonoma e onnicomprensiva di “valore mobiliare” di diritto UE: lettura, a nostro

²¹ Cfr., tra gli altri, M. LEHMANN, *MiCAR-Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?*, EBI Working Paper Series 160, 2024; M. LEHMANN, F. SCHINERL, *The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR*, *Capital Markets Law Journal*, vol. 19, n. 4, novembre 2024, pp. 330-351; P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in *ECFR*, 2023; T. VAN DER LINDEN, T. SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?* in *Financial Innovation*, 2023; T. TOMCZAK, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, vol. 17, n. 3, 2022, pp. 365-382; C. GORTSOS, *The Commission's 2020 Proposal for a Markets in Crypto-Assets Regulation ("MiCAR")*: *A Brief Introductory Overview*, 2021. Cfr. anche D. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, *The EU Law on Crypto-Assets. A Guide to European FinTech Regulation*, Cambridge University Press, 2025.

²² Cfr. F. ANNUNZIATA, *Taxonomy of crypto-assets and capital markets. Idee iniziali per un confronto tra Stati Uniti e Unione Europea*, in *Giur. comm.*, 2024, II, 903 ss.

avviso, fuorviante. La Corte (par. 32) afferma esplicitamente che la disposizione “non fornisce alcuna indicazione” sul significato dei termini “securities” e “capital market”; le sotto-nozioni di azione, obbligazione, titolo equivalente restano quindi definite dal diritto nazionale. La “lettura ampia” affermata al par. 33 riguarda soltanto il requisito ulteriore della negoziabilità, e la verifica concreta è espressamente rimessa al giudice nazionale (par. 39).

Come riconosce espressamente l'ESMA nelle sue Linee guida sulla qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari, “il meccanismo di trasposizione non consente che le prassi e le interpretazioni siano pienamente allineate a livello nazionale per quanto riguarda l'esatto perimetro della definizione di strumento finanziario. Gli Stati membri, nel recepire la MiFID II nel diritto nazionale, non hanno definito il termine strumento finanziario in modo pienamente armonizzato.” Alcune autorità nazionali utilizzano un elenco restrittivo di esempi per definire i valori mobiliari; altre ricorrono a definizioni basate su concetti. Ne derivano variazioni significative tra le autorità nazionali competenti in merito a ciò che costituisce uno strumento finanziario.

Considerando in dettaglio la nozione di *valore mobiliare*, definita dall'art. 4(1)(44) MiFID II come “le categorie di valori che sono negoziabili sul mercato dei capitali”, è possibile individuare almeno tre elementi caratterizzanti: (i) l'appartenenza a una “categoria di valori”; (ii) la negoziabilità; (iii) il requisito negativo di non essere uno strumento di pagamento. Nessuno di questi tre elementi è privo di ambiguità interpretative. Riguardo alla “categoria”, la MiFID II non definisce esplicitamente cosa costituisca una categoria di valori, e nemmeno altre disposizioni di legge o misure di soft law forniscono tale definizione. Quanto alla “negoziabilità”, l'indagine ESMA del 2018 ha rivelato che alcune autorità nazionali la interpretano come “trasferibilità” (assenza di ostacoli giuridici al trasferimento), mentre altre come “tradabilità” (capacità di essere liberamente negoziato). La Corte di giustizia, nella causa C-627/23, ha affermato che non è la possibilità di negoziare senza restrizioni sul mercato dei capitali a costituire la caratteristica essenziale, bensì la possibilità di negoziare tra offerenti e potenziali investitori, ma le espressioni “impossibile” o “estremamente difficile” utilizzate dalla Corte richiederebbero a loro volta una migliore qualificazione.

Da tale quadro emerge una situazione di disciplina a “doppio livello” nella definizione degli strumenti finanziari: diritto nazionale e MiFID si intrecciano, dando luogo a molteplici complessità. In quale modo si possa affrontare il problema con il metodo comparato? Si è dell'avviso che la definizione di “valore mobiliare” debba essere riformulata muovendo dalla comune comprensione di quanto, nel diritto interno, sia effettivamente qualificabile come azione, obbligazione o titolo affine, tenendo conto delle tradizioni locali e della loro evoluzione storica. Analogamente, una nozione condivisa degli ulteriori elementi della definizione – “categoria di valori” e “negoziabilità” – dovrebbe scaturire dall'esame del modo in cui tali criteri vengono intesi e applicati, in primo luogo, a livello nazionale, ponendo a raffronto le tradizioni dei diversi Stati membri. Il richiamo alla giurisprudenza nazionale è imprescindibile per comprendere come il diritto degli Stati membri applichi in concreto le nozioni in esame, non sul piano teorico, bensì su quello operativo.

Anche la questione dell’“investment function” – elemento non esplicitato in MiFID II ma invocato da alcune autorità nazionali (secondo quanto risulta dall'indagine condotta dall'ESMA nel 2018 presso le autorità nazionali competenti) come requisito necessario per la qualificazione di valori mobiliari – esemplifica l'utilità del metodo comparativo. Invece di introdurre tale requisito su base puramente intellettuale o “top-down”, è preferibile verificare se, nel diritto nazionale, tale requisito sia effettivamente considerato necessario per la qualificazione di un'attività come rilevante. Un'analisi comparativa rivelerebbe che la “funzione di investimento” è attualmente più chiaramente rilevante per le definizioni nazionali funzionali ai regimi locali che integrano la legislazione UE – il *prodotto finanziario* italiano, l'*Anlage* tedesco, il *beleggingsinstrument* olandese – e che un eventuale recepimento a livello L1 dovrebbe muovere da questo patrimonio comune.

6.2. Il caso degli organismi di investimento collettivo

Un secondo esempio emblematico concerne la definizione di “organismo di investimento collettivo” (OIC). Si tratta di uno degli istituti centrali del diritto dei mercati dei capitali dell'Unione: i fondi UCITS rappresentano uno dei pochi settori nei quali il Mercato Unico

ha raggiunto un grado di integrazione soddisfacente, dando vita a un prodotto scalabile e ampiamente commercializzato in tutta l'Unione. Sorprende, dunque, che permanga scarsa chiarezza in ordine all'effettiva nozione di OIC sul piano definitorio.

La definizione vigente va ricercata in due complessi normativi: da un lato, la “vecchia” definizione di OIC (UCITS) originariamente introdotta nella Direttiva UCITS del 1985 (Dir. 85/611/CEE) e oggi rifiuta nella Dir. 2009/65/CE (UCITS IV), come successivamente modificata; dall'altro, la nozione di fondo di investimento alternativo introdotta dalla Direttiva AIFM del 2011, che oggi costituisce la definizione generale. L'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della Direttiva AIFM definisce gli AIF come “organismi di investimento collettivo, compresi i relativi compartimenti, che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori” e che non richiedono autorizzazione ai sensi della direttiva UCITS.

Si tratta di una definizione notoriamente lata. Rispetto alla direttiva UCITS, la nozione formulata dall'AIFMD risulta finanche meno distintiva: il termine “pubblico” è stato sostituito dal riferimento a una “pluralità” di investitori; nulla è detto sul meccanismo di rimborso o riacquisto delle quote; nulla è detto sulla forma giuridica dell'organismo (contrattuale, societaria o di trust), che la Direttiva UCITS evocava invece almeno richiamando le principali tipologie discendenti dalle tradizioni giuridiche europee. Gli atti L2 dell'AIFMD non recano contributi di particolare rilievo. Gli Orientamenti ESMA sull'ambito di applicazione delle nozioni-chiave dell'AIFMD hanno cercato di colmare la lacuna, individuando caratteristiche cumulative (assenza di scopo commerciale o industriale generale; raccolta di capitali a fini di investimento; assenza di discrezionalità o di controllo quotidiano in capo ai detentori delle quote); così facendo, tuttavia, hanno introdotto elementi estranei alla definizione di livello L1 – quale la nozione di “controllo quotidiano” – che esigono a loro volta di essere chiariti.

Le ricadute pratiche di tale vaghezza definitoria sono significative: la delimitazione del perimetro applicativo della Direttiva AIFM rispetto a fattispecie limitrofe (gestione di portafogli, holding companies, family offices, club deals) rimane incerta. Le prassi di mercato variano sensibilmente fra gli Stati membri, e la soft law non vale a colmare le carenze radicate nella legislazione di livello L1. Come per gli strumenti

finanziari, un approccio comparato rigoroso – che esamini il modo in cui i diversi sistemi nazionali qualificano in concreto gli organismi di investimento collettivo, tenendo conto delle tradizioni di *civil law* e *common law* – rappresenta la via maestra per la costruzione di un’architettura di concetti e nozioni-base che sia a un tempo più chiara, più robusta e meno esposta a derive interpretative.

In definitiva, il metodo comparato assolve una duplice funzione nel processo di semplificazione: da un lato, individua il “terreno comune” esistente fra gli Stati membri, riducendo il rischio di frammentazione interpretativa e di regimi nazionali divergenti; dall’altro, attenua la necessità di ricorrere al sindacato giurisdizionale, poiché le norme costruite a partire dalla concreta realtà giuridica degli ordinamenti nazionali risultano più agevolmente accolte e applicate dai giudici e dalle autorità di vigilanza. In questo senso, il metodo comparato non rappresenta un orpello accademico, bensì costituisce uno strumento tecnico-giuridico che si ritiene indispensabile per ogni riforma duratura del diritto finanziario dell’Unione. Il suo impiego sistematico dovrebbe configurarsi come premessa – e non come postilla – di qualsiasi iniziativa di codificazione o semplificazione.

7. Conclusioni

La domanda di “semplificazione” della legislazione dell’Unione in materia di mercati finanziari esprime un’esigenza profondamente radicata nell’architettura giuridica dell’Unione stessa: quella di conciliare la densità tecnica della disciplina con l’istanza, di rango costituzionale, di chiarezza, coerenza e responsabilità. Come emerge dall’analisi sin qui condotta, la semplificazione non può essere ridotta a deregolamentazione né a mera riduzione quantitativa delle norme: essa configura una disciplina di metodo, prima ancora che una formula politica. In gioco non è il numero delle disposizioni, bensì la qualità dell’ordinamento: la sua comprensibilità, la sua coerenza e la proporzionalità della sua struttura.

Un primo profilo concerne la terminologia. “Semplificazione”, “deregolamentazione” e “codificazione” vengono di frequente confuse, eppure operano su piani distinti: la semplificazione attiene alla forma e all’organizzazione; la deregolamentazione, alla portata; la *better regulation* allo scopo e all’effetto. Ove tali termini non vengano

impiegati con coerenza, la semplificazione rischia di tradursi in un alibi per un arretramento di stampo deregolatorio. Rettamente intesa, essa è il processo che mira a rendere le norme più agevoli da interpretare e da applicare, non a indebolire le garanzie di carattere sostanziale.

Un secondo profilo concerne il metodo. Una semplificazione priva di metodo si riduce a operazione di mera facciata. La complessità della legislazione finanziaria richiede un approccio strutturato, fondato su tre cardini: disciplina terminologica, coerenza interna e verifica empirica. La vera sfida sta nel tradurre tali principi nella prassi legislativa: attraverso una redazione più nitida, la riduzione delle sovrapposizioni e una revisione sistematica dell'imponente massa di soft law che oggi supplisce alle ambiguità di livello L1. La semplificazione presenta, inoltre, una dimensione istituzionale: l'architettura Lamfalussy, pur concepita per assicurare flessibilità, ha generato una proliferazione di atti delegati e interpretativi. Per riequilibrare tale struttura occorre una più nitida ripartizione delle competenze normative fra co-legislatori, Commissione ed ESA, accompagnata da un ripensamento della dottrina Meroni.

Il nodo del problema si annida tuttavia nelle tassonomie concettuali. Le ambiguità che gravano sulle definizioni di base – “strumenti finanziari”, “organismi di investimento collettivo”, “deposito” – minano l'intera impalcatura del diritto finanziario dell'Unione. La semplificazione deve dunque muovere dal basso: affinando i concetti, armonizzando le definizioni e ricostruendo le tassonomie sulla base di una seria analisi comparata del modo in cui le norme dell'Unione vengono in concreto interpretate e applicate negli ordinamenti nazionali. Il “terreno comune” giuridico che l'indagine comparata è in grado di portare alla luce costituisce l'unica base solida per una vera semplificazione: senza di esso, la codificazione rischia di approdare a un'unificazione elegante ma fragile, destinata a infrangersi contro la resistenza dei giudici e delle autorità di vigilanza nazionali.

La semplificazione possiede, infine, una dimensione costituzionale: essa è espressione del dovere dell'Unione di legiferare in modo comprensibile per coloro che sono soggetti alla sua autorità. Essa deve trasformarsi in una funzione permanente di governo della legislazione, non già risolversi in interventi episodici o in pacchetti omnibus. Richiede una revisione istituzionalizzata, circuiti di riscontro e meccanismi di apprendimento che trasformino la semplificazione da

promessa politica in canone giuridico duraturo. In definitiva, la semplificazione non è arte della sottrazione, bensì arte della chiarezza concettuale: restituire all'ordinamento dei mercati dei capitali dell'Unione leggibilità e affidabilità, sì che la sua logica possa orientare i comportamenti senza rimanere oscura.

La *Savings and Investments Union* tra tutela preventiva degli investitori e carenza di rimedi giudiziali

SOMMARIO: 1. La *Capital Markets Union* nel quadro della competitività sostenibile e digitale dell'Unione europea. – 2. La *Savings and Investments Union* tra tutela effettiva dell'investitore e principio di proporzionalità regolatoria. – 3. La prospettiva italiana tra Legge Capitali e riforma del Testo Unico della Finanza. – 4. Conclusioni.

1. La Capital Markets Union nel quadro della competitività sostenibile e digitale dell'Unione europea.

Ormai cinque anni fa la Commissione europea rinnovava il piano di azione per l'Unione del Mercato dei Capitali¹ (o, nel suo acronimo inglese, la *CMU*) con la Comunicazione n. 590/2020. In essa si delineava un piano di ben sedici azioni, quasi tutte legislative e le restanti di *stimolo legislativo* per i singoli Stati Membri². Le sedici azioni, si dice nella comunicazione, dovevano essere improntate all'obiettivo di: (1) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; (2) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; (3) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico.

La Commissione, allora già guidata dalla Presidente Ursula von der Leyen, imprimeva alla *CMU* una visione ancora molto *tradizionale*, non troppo diversa insomma delle iniziative attuate dalle Commissioni

¹ Sul tema da ultima N. MOLONEY, *Capital Markets Union: the Lure of Grand Designs and a Call for Modesty*, *European Law Review*, vol. 50, 2025, 21.

² In argomento, con particolare riferimento all'autorità competente sui mercati finanziari, si rinvia a N. MOLONEY, *The Age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, 2018, *passim*. Sulla stagione di riforme post crisi finanziaria del 2009 vedi per tutti N. MOLONEY, E. FERRAN, J.G. HILL, J. C. COFFEE jr., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge, 2012, *passim* e per una considerazione *ex post* v. N. MOLONEY, *EU Financial market regulation a Decade from the Financial-Crisis-Era Reforms: Crisis, Uncertainty, and Capacity*, in *Oxford Yearbook of European Law*, vol. 42, 2023.

dei due decenni precedenti³. Si sottolineava, infatti, la promozione della libertà di circolazione dei capitali come strumento per la produzione dei benefici nei sistemi economici e produttivi dell'Unione (e la loro *trasmissione* dalle economie degli Stati Membri più grandi alle economie degli Stati Membri più piccoli), la necessità di ridurre la dipendenza delle PMI dai finanziamenti bancari, la funzionalizzazione degli investimenti alle «*esigenze societarie a lungo termine, in particolare in considerazione della transizione verde e di quella digitale*»⁴ (oltre, come si evidenzierà poi nei passaggi successivi, a porre rimedio alla crisi economica post-pandemica) e di favorire la trasparenza informativa del mercato e la parità di condizioni nell'accesso alle relative infrastrutture. È, tuttavia, nel passaggio successivo che la Commissione esplicita la propria *visione politica* (e, dunque, gli obiettivi) della nuova CMU, quando aggiunge che «*i consumatori dovrebbero disporre di una maggiore scelta per quanto concerne i loro risparmi e dovrebbero essere ben informati, anche in merito ad aspetti relativi alla sostenibilità, e tutelati adeguatamente ovunque essi si trovino. La scelta di servizi e prodotti finanziari non dovrebbe dipendere dalle tradizioni o dal potere di mercato quanto piuttosto essere il risultato di una scelta competitiva. Non dovrebbero esistere ostacoli espliciti ed impliciti agli investimenti transfrontalieri e quelli dovuti a differenze nazionali in termini di diritto e applicazione della legge, tassazione e vigilanza dovrebbero essere ridotti e non impedire la libera circolazione dei capitali. Le decisioni di investimento dovrebbero essere disciplinate da un codice unico, ossia il medesimo insieme di norme applicabile direttamente e nel medesimo modo a tutti gli operatori di mercato, indipendentemente dalla loro ubicazione*».

³ Cfr., sul punto, anche le proposte per la costruzione della CMU nello studio della BCE, *Capital markets union: a deep dive. Five measures to foster a single market for capital*, in *Occasional Paper Series*, n. 369. Si v. sul punto, inoltre, D. BUSCH, *The Future of EU Financial Law*, *EBI Working Paper Series*, n. 93, 2021.

⁴ Sui temi della sostenibilità e della digitalizzazione sia consentito il riferimento a P. LUCANTONI, *Sostenibilità "ESG" e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, I, 6-21; e P. LUCANTONI – C. VILLANI, *La gestione e supervisione dei rischi ICT e di sicurezza nelle attività finanziarie esternalizzate tra DORA e CRDVI*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, Gen. 2025, 1-21.

Si intuisce, dunque, come la *CMU* rivista nel 2020 sia ancora concepita principalmente come strumento di promozione della competitività *interna* del settore finanziario europeo e, dunque, tanto come strumento di abbattimento dei costi per gli investitori al dettaglio, quanto come strumento di efficientamento dell'attività (in termini sia di redditività dei servizi di intermediazione, sia di selezione dei soggetti cui allocare le risorse tra i risparmiatori). In quel contesto, insomma, la prospettiva della Commissione europea era ancora quella di attuare una *CMU* sul modello (almeno quanto agli effetti potenziali) dell'Unione Bancaria, ossia la rimozione di ostacoli regolamentari alla prestazione frontaliere delle attività facendo convergere la disciplina del settore. La *CMU*, tuttavia, mancava (e manca tutt'ora) di una prospettiva di *verticalizzazione* della vigilanza a livello europeo che, invece, ha caratterizzato la – sebbene non ancora completa – Unione Bancaria quando è stato concepito il Meccanismo di Vigilanza Unico esattamente allo scopo di armonizzare e far convergere le prassi di vigilanza sia nell'accesso al mercato, sia quantomeno con riferimento alla vigilanza sugli enti di dimensioni più rilevanti.

Nella *riedizione* del piano di azione, la Commissione si è anche concentrata, come accennato, sulla ripresa post-pandemica e questo sembra abbia influito in modo significativo nella scelta delle (e nella prospettiva data alle) sedici azioni previste per la *CMU*. La logica che sembra aver mosso le azioni per la realizzazione della *CMU* è stata, infatti, pervasa non tanto dall'esigenza di rimuovere tutti gli ostacoli a una prestazione transfrontaliera delle attività (e, dunque, a una *unione* dei regimi normativi fondamentali che governano i mercati finanziari europei), quanto a *stimolare* – sempre con misure fondamentalmente di pura legislazione – l'impiego del risparmio privato dei cittadini europei nell'investimento finanziario e, preferibilmente, nell'investimento in strumenti di capitale. E, infatti, rispetto ai tre obiettivi *politici* fissati dalla Commissione, le sedici azioni pianificate sembrano dirette più a «sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee» e a «rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine». Ci si è dimenticati, nello sviluppo del piano di azione, di dover anche «fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico». Infatti, per la prima parte del piano, la Commissione preventiva sei

misure dirette ad aumentare e migliorare l'accesso del pubblico alle informazioni societarie (il punto di accesso unico europeo), l'accesso di nuovi emittenti al mercato, promuovere gli investimenti a lungo termine rivedendo la disciplina degli ELTIF e il trattamento prudenziale degli investimenti a lungo termine da parte di soggetti istituzionali (in particolare, le imprese di assicurazioni), rendere maggiormente efficiente l'accesso al credito per le PMI obbligando le banche che gli rifiutino le erogazioni a indicare loro finanziatori alternativi e espandere il mercato delle cartolarizzazioni⁵.

La seconda parte del piano, diretta a «rendere l'UE un luogo ancora più sicuro» per gli investimenti, prevedeva azioni per «responsabilizzare i cittadini» con l'educazione finanziaria, sviluppare la fiducia degli investitori al dettaglio rafforzando le protezioni previste per il servizio di consulenza (anche armonizzando l'accesso alla qualifica professionale) e l'informativa sui prodotti (volendo paradossalmente anche ridurre il sovraccarico informativo per gli investitori al dettaglio «esperti»). Le ultime otto azioni, invece, attenevano all'obiettivo di far «convergere i mercati nazionali [...] in un vero mercato unico» e con esse si prevedeva di realizzare un sistema comune di imposizione fiscale per gli investimenti transfrontalieri, armonizzare specifici – e innominati – aspetti della disciplina fallimentare per i «soggetti non bancari», armonizzare la definizione di «azionista» e la disciplina sull'interazione tra investitori, intermediari ed emittenti, migliorare il coordinamento delle discipline relative al regolamento delle operazioni e creare un sistema unico di pubblicazione dei dati post-negoziazione.

Il terzo obiettivo si conclude, poi, con due azioni di chiusura talmente generiche da poter essere interpretate come un mero auspicio: si pianificava, infatti, l'azione n. 15 della Comunicazione prevede che «la Commissione proporrà di rafforzare il quadro di tutela e agevolazione degli investimenti nell'UE» e l'azione n. 16 prevede che «la Commissione lavorerà a favore di un codice unico migliorato per i mercati dei capitali valutando la necessità di un'armonizzazione ulteriore delle norme UE e monitorando i progressi compiuti in materia di convergenza della vigilanza. [...] valuterà la possibilità di proporre

⁵ In argomento cfr. per tutti N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 4th ed., Oxford, 2023, *passim*.

misure per un coordinamento più forte della vigilanza o per una vigilanza diretta da parte delle autorità europee di vigilanza» (guardando, inoltre, alle conseguenze del caso – allora recente – Wirecard)».

Come si può notare, l'accento è ancora sulla promozione della fiducia degli investitori, sul rafforzamento delle protezioni, sulla revisione di strumenti che non hanno avuto il successo sperato, sull'auspicio di ulteriori e più profonde (ma non precisate) convergenze di ordinamenti, prassi e vigilanza. La Commissione nel 2020 in sostanza cerca di creare delle condizioni che sono *ex ante* ritenute sufficienti e necessarie perché gli investitori vincano la loro avversione al rischio e decidano di utilizzare le somme ferme sui loro conti correnti per investire, creando così un flusso sufficiente per soddisfare il fabbisogno di capitali che caratterizza i settori produttivi.

Al di là, infatti, delle – condivisibili, sebbene assai ampie – dichiarazioni di principio contenute nella strategia per la *CMU* rivista nel 2020, l'attuazione di questo piano di azione – mai del tutto esaurito – ha per adesso generato un ulteriore aumento del peso regolatorio in capo agli intermediari senza, tuttavia, generare vantaggi significativi in termini di efficientamento del mercato o riduzione dei costi per il consumatore.

Nel frattempo sono stati rivisti nel 2023 il Regolamento (UE) 2019/2088 sull'informativa di sostenibilità «*nel settore dei servizi finanziari*» (che aveva, in un certo senso, anticipato le azioni pianificate nel 2020) e il Regolamento (UE) 2021/557 per quanto concerne le operazioni di cartolarizzazione e sono stati parallelamente adottati il Regolamento (UE) 2020/852 sugli «*investimenti sostenibili*», la Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* (che comunque influisce sui mercati, in quanto in essi si scambiano azioni anche di società attive nel settore industriale) e la Direttiva *Secondary Market* per i nuovi gestori di crediti deteriorati. Tuttavia, tutta questa normativa, nonostante gli auspici contrari, ha nel frangente generato solo una nuova ondata alluvionale aggravando il peso e i «costi di conformità» in capo al settore finanziario (e, dunque, agli intermediari) e, dunque, ha potenzialmente generato nuove inefficienze non risolvendo totalmente quelle già note.

Prime fra tutti, infatti, l'irrisolta frammentazione del mercato e della vigilanza e la crescita asfittica delle piazze finanziarie europee.

Un ragionamento che, peraltro, non è stato così diverso da quello posto alla base della nostra *vecchia* legge sulla difesa del risparmio del 2005 (L. 28 dicembre 2005, n. 262) che, sebbene approvata in conseguenza ai gravi scandali finanziari accaduti in Italia a inizio Millennio, è stata adottata nella – condivisibile, ma parziale – convinzione che il rafforzamento dei presidi normativi a carico degli intermediari e degli emittenti (e, dunque, solo l'aumento degli oneri e delle responsabilità posti sul loro capo), consentono di rafforzare la fiducia degli investitori⁶ e che il mero rafforzamento della fiducia è di per sé strumento di crescita degli investimenti (e, dunque, del mercato).

2. *La Savings and Investments Union tra tutela effettiva dell'investitore e principio di proporzionalità regolatoria.*

La *riedizione* della CMU e la sua attuazione vengono, nel frattempo, funestate dall'invasione russa dell'Ucraina, dall'accresciuta volatilità dei mercati per l'inflazione che ne è seguita, dalla nuova crisi in Medio-Oriente e dalle ultime tensioni commerciali – allora solo preannunciate e oggi in via di sviluppo – con la neoeletta amministrazione Trump. Con il rinnovo della Commissione nel 2024, perciò, si avverte la necessità di procedere a un complessivo cambio nelle strategie legislative (e di policy) fondamentali che culmina con le due note Relazioni Letta e Draghi rispettivamente sul rafforzamento del mercato unico e sul «*futuro della competitività*» dell'Unione. È nella Relazione Letta, infatti, che si propone una trasformazione della *CMU* nella

⁶ Ragionamento, questo, che sembra emergere molto chiaramente nelle righe di G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*, in *Giur. It.*, 3, 2010, 607 ss, sebbene in un contesto in cui, come ben si evidenzia nelle righe dell'autorevole A., questa tensione interpretativa dell'epoca assume i toni di una *reazione* prima agli scandali finanziari nazionali dei primi anni 2000 e, poi, alla successiva crisi globale del 2007-2008 e, più in generale, alle lacune della disciplina allora vigente vista come elemento che aveva generato «una crisi che — andando oltre, su lunghezze d'onda non tanto dissimili e se mai solo ingigantite, la stessa disinvoltata manipolazione di elementari regole di condotta — avrebbe divorato risorse e distrutto condizioni e speranze di vita e di lavoro facendo a pezzettini le compunte teorizzazioni sulla responsabilità sociale dell'impresa (qui meglio rivoltabile sul versante dell'irresponsabilità, come insegna Luciano Gallino). E ciò senza che si colgano segnali di un suo superamento, in particolare sul terreno dell'occupazione, e di seria autocritica».

odierna *Savings and Investments Union (SIU)*. Si sottolinea, infatti, che la SIU è funzionale alla realizzazione degli obiettivi di equità, transizione ecologica e digitale alla base della costruzione del «*new Single Market*». Sempre nella Relazione Letta si sottolinea che i nuovi organi politici dell'Unione devono impiegare nel corso della nuova legislatura «*all energy towards the financial support of the transition, channelling all necessary public and private resources towards this goal to make the transformation of the European production system possible*», che «*the initial priority should be to mobilise private capital [...] as it is the area where the EU is most lagging behind. The European Union is home to a staggering 33 trillion euros in private savings, predominantly held in currency and deposits. This wealth, however, is not being fully leveraged to meet the EU's strategic needs. A concerning trend is the annual diversion of around €300 billion of European families' savings from EU markets abroad, primarily to the American economy, due to the fragmentation of our financial markets. This phenomenon underscores a significant inefficiency in the use of the EU's economic assets, which, if redirected effectively within its own economies, could substantially aid in achieving its strategic objectives*».

La relazione Letta, perciò, richiede al nuovo legislatore europeo «*the creation of a Savings and Investments Union, developed from the incomplete Capital Markets Union. By fully integrating financial services within the Single Market, the Savings and Investments Union aims to not only keep European private savings within the EU but also attract additional resources from abroad*». La Relazione Letta, peraltro, acutamente si individua che uno dei principali motivi dell'insuccesso – ormai acclarato – della CMU risiede nel fatto che essa «*has been perceived as an end in itself. True integration of financial markets in Europe will not be realised until European citizens and policymakers recognize that such integration is not merely beneficial for finance itself, but is crucial for achieving overarching goals that are otherwise unattainable, such as the fair, green, and digital transition*». Ciò in quanto «*there is a need for mobilizers of European financial integration who are external to the finance sector, focusing on objectives that concern the future of citizens rather than finance itself. Structurally supporting the transition is, in this sense, a systemic duty*».

Ai rilievi della Relazione Letta, la Relazione Draghi aggiunge ulteriormente che *«a key reason for less efficient financial intermediation in Europe is that capital markets remain fragmented and flows of savings into capital markets are lower»*. La Relazione individua tre linee *specifiche* di fallimento della precedente strategia: (i) l'assenza di un *«single securities market regulator and a single rulebook for all aspects of trading»* e le conseguenti divergenze nelle interpretazioni e prassi di vigilanza; (ii) frammentazione nel funzionamento delle infrastrutture di regolamento e compensazione; e (iii) frammentazione tra le discipline fiscali e quelle di insolvenza⁷. A questo la relazione aggiunge, infine, la scarsità di investimenti a lungo termine nel capitale di rischio rispetto ad altre maggiori economie che parrebbe principalmente causato dallo scarso sviluppo del settore (e dell'investimento) previdenziale. Le due Relazioni, insomma, rilevano il fallimento – non totale, ma comunque significativo – della strategia

⁷ La Relazione Draghi specifica al Capitolo 5 queste tre linee di azione, precisando che *«to unlock private capital, the EU must build a genuine Capital Markets Union (CMU) supported by a stronger pension system. As a key pillar of the CMU, the European Securities and Markets Authority (ESMA) should transition from a body that coordinates national regulators into the single common regulator for all EU securities markets, similar to the US Securities and Exchange Commission. An essential step to transform ESMA into such an agency is modify its governance and decision-making processes along similar lines as those of the ECB Governing Council, detaching them as much as possible from the national interests of EU Member States. Harmonising insolvency frameworks will also be critical to remove fragmentation created by differing creditor hierarchies, while the EU should continue to eliminate taxation obstacles to cross-border investing. These measures would in turn make it easier to foster centralisation in clearing and settlement. Ultimately, the EU should aim to create a single central counter party platform (CCP) and a single central securities depository (CSD) for all securities trades. As for smaller clearing houses the benefits of consolidation may not be large, a practical pathway towards consolidation could start with consolidating the largest CCPs and CSDs, and then counting on their gravitational pull to attract smaller ones. The EU must also better channel households' savings to productive investments. The easiest and most efficient way to do so is via long-term saving products (pensions). To increase the flow of funds into capital markets, the EU should encourage retail investors through the offer of second pillar pension schemes, replicating the successful examples of some EU Member States»*.

adottata con la CMU e pongono i presupposti teorici della Savings and Investments Union⁸.

La Commissione ha perciò da ultimo dato corpo alla SIU pubblicando la Comunicazione n. 124/2025 del 19 marzo scorso. Il mutamento nella logica e nella prospettiva del nuovo piano di azione emerge sin dalla prima pagina. Va, peraltro, anticipato che nei toni e nella prospettiva di fondo della relazione riecheggia molto la precedente teorica italiana, in cui si guardava alla figura del cittadino-risparmiatore in cerca di opportunità di impiego dei propri risparmi più che all'investitore (più o meno informato e, dunque, razionale) in cerca di opportunità di investimento. Insomma, la Commissione sembra voglia caratterizzare il piccolo investitore non più solo come investitore tendenzialmente razionale immediatamente pronto e disposto ad accedere a un mercato purché trasparente ed efficiente, ma che voglia valorizzare nuovamente il suo essere (anche) risparmiatore e, dunque, una persona avversa al rischio perché (auspicabilmente) consapevole di non avere sufficienti competenze finanziarie e, dunque, incline a investire prevalentemente (o esclusivamente) in prodotti – per l'appunto – di risparmio bancario o postale a scarso ma sicuro rendimento⁹.

⁸ Cfr. sul punto, inoltre, le brevi considerazioni sulle due Relazioni Letta e Draghi in relazione alla CMU di M. LAMANDINI, A. THOMADAKIS, *One market, one vision: how interstate consolidation can transform europe's banking landscape*, in *Journal of Financial Regulation*, 2025, 00, 1–7 e di N. VÉRON, *Capital Markets Union: Ten Years Later*, disponibile al seguente link: <http://www.europarl.europa.eu/supporting-analyses>.

⁹ Un ritorno, questa volta positivo, a una passata tendenza interpretativa in cui si rilevava come l'insieme degli investitori non fosse solo composto dagli avveduti e razionali "investitori istituzionali", ma anche dell'azionista-risparmiatore, che assume un ruolo significativo nell'analisi elaborata da G. COTTINO, *La riforma delle società commerciali*, Modena, 1968, il quale, in un contesto in cui diritto societario e ordinamento finanziario coincidevano (coesistendo, peraltro, con le politiche di programmazione economica) e in cui si discuteva sulla possibilità di istituire un'autorità di vigilanza con competenza sulle "grandi società" per azioni, sottolinea a p. 131 che «è quindi errato credere, da qualsiasi si parta, che il problema della riforma della s.p.a. [...] sia un fatto puramente tecnico; esso deve essere necessariamente tecnico e politico. Politico in senso lato, naturalmente: che non porta di necessità a giudicare la riforma [...] alla stregua delle proprie personali concezioni politiche [...] in base alle quali essa potrebbe apparire o troppo avanzata o troppo arretrata; ma a giudicarla nel contesto di una situazione politico-economica

Ad ogni buon conto, nella Comunicazione si sottolinea da subito che la SIU intende «migliorare il modo in cui il sistema finanziario dell'UE convoglia il risparmio verso investimenti produttivi, creando opportunità finanziarie più ampie e numerose per i cittadini e le imprese, soprattutto quelle sostenibili» e che è «importante render[e l'Unione] una destinazione per gli investimenti ancora più attraente, accrescendo il suo potenziale di crescita complessivo». Si sottolinea, poi, la necessità di mobilitare il risparmio privato fermo sui depositi bancari in quanto «se le famiglie dell'UE allineassero il loro rapporto depositi/attività finanziarie a quello delle famiglie statunitensi, uno stock fino a 8 000 miliardi di EUR potrebbe essere reindirizzato verso investimenti basati sul mercato, ossia un flusso di circa 350 miliardi di EUR all'anno» e che «un senso di urgenza nello sviluppo dell'Unione del risparmio e degli investimenti è ampiamente condiviso dai responsabili politici dell'UE, ma è giunto il momento di passare dalle parole ai fatti». Diversamente da quanto accaduto per la CMU, nella Comunicazione sulla SIU la Commissione finalmente prende atto del ruolo e dell'importanza delle autorità nazionali, degli operatori e dei cittadini per la realizzazione di una unione effettiva dei mercati e, ancor più, per il suo successo. In particolare, si sottolinea come «misure a livello dell'UE sono chiaramente giustificate in quei settori chiave in cui tutti gli Stati membri possono e dovrebbero agire all'unisono per affrontare le carenze a livello dell'UE, mentre altre misure richiederanno un approccio coordinato, ma si baseranno maggiormente sull'azione individuale degli Stati membri. La Commissione può assistere gli Stati membri nell'individuazione, nella progettazione e nell'attuazione delle misure nazionali e offrire sostegno per il coordinamento degli interventi, laddove ciò apporti un valore aggiunto».

Vengono perciò definite quattro aree di intervento «distinte ma interconnesse»: (a) cittadini e risparmio; (b) investimenti e

generale, valutata per quel che è, ed a vedere se essa ne sia o no una traduzione fedele e coerente». Ragionamento, quest'ultimo, che viene ulteriormente ripreso dallo stesso A. in ID., *Legge di programmazione e società per azioni: riforma anno primo?* in: *Archivio Giuridico*, 1968, 123 ss e che oggi ben si potrebbe trasporre ai problemi che oggi stiamo vivendo nel pensare alla riforma dell'ordinamento settoriale, nazionale ed europea.

finanziamento; (c) integrazione e scala; e (d) vigilanza efficiente nel mercato unico.

Viene così delineato – peraltro in un numero di pagine identico alla Comunicazione sulla CMU – un insieme molto più articolato di interventi legislativi e non legislativi sulle predette aree, tra cui mette conto richiamare: (i) misure legislative e non legislative entro il terzo trimestre del 2025 per creare un modello europeo per i conti o i prodotti di risparmio e investimento; (ii) allo scopo di aumentare l'investimento nella previdenza integrativa e l'investimento dei fondi pensione «verso investimenti produttivi e innovativi», la revisione della disciplina in materia di enti previdenziali aziendali o professionali (EPAP) e di prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP) entro il quarto trimestre del 2025; (iii) la semplificazione delle norme sull'ammissione alla quotazione *«per aumentare la liquidità e l'offerta di capitale alle società quotate»*; (iv) misure entro il terzo trimestre del 2026 per sostenere *«l'uscita dagli investimenti»* nelle *«società private»* (ossia, chiuse) eventualmente mediante *«la negoziazione intermittente multilaterale delle azioni delle società private»*¹⁰; (v) un *«pacchetto di proposte legislative contenente norme sui depositari centrali di titoli, sulle garanzie reali finanziarie e il regolamento e sulla struttura del mercato della negoziazione»* da presentare nel quarto trimestre del 2025 con lo scopo di *«abbattere gli ostacoli a una maggiore integrazione delle infrastrutture di negoziazione e post-negoziazione»*, anche considerando *«la possibilità di sostituire le direttive [attualmente*

¹⁰ Nella Comunicazione si sottolinea sul punto che *«la mancanza di adeguate opzioni di uscita per gli investitori è spesso citata come una delle principali ragioni del sottosviluppo dei fondi di capitale di rischio e di capitale di crescita nell'UE. La quotazione sui mercati pubblici è una delle possibili opzioni per l'uscita. Per migliorare l'attrattiva dei mercati pubblici dei capitali l'UE ha recentemente adottato misure volte a ridurre gli oneri normativi e i costi associati al processo di quotazione che gravano sulle imprese, in particolare le PMI e le piccole imprese a media capitalizzazione (pacchetto legislativo sulle quotazioni). Sarà importante che queste misure siano pienamente attuate in tutta l'Unione. Potrebbero essere prese in considerazione anche ulteriori misure per sostenere l'iter delle società che procedono a un'IPO, in modo da accrescere l'attrattiva dell'opzione di uscita dall'investimento avvalendosi dei mercati pubblici dei capitali. La quotazione su un mercato pubblico, tuttavia, potrebbe non essere sempre un'opzione idonea e, pertanto, potrebbe essere necessario fare di più per stimolare i mercati secondari dei capitali privati, anche sostenendo l'uscita dagli investimenti in società private. Sono necessari ulteriori approcci»*.

vigenti] *con regolamenti*»; (vi) una normativa «*volta a rimuovere i rimanenti ostacoli, a livello nazionale o dell'UE, alla distribuzione in tutta l'Unione dei fondi autorizzati nell'UE*» nel quarto trimestre 2025.

Va, poi, sottolineata la meritoria iniziativa di istituire per il secondo trimestre del 2025 «*un canale dedicato che consentirà a tutti i partecipanti al mercato di segnalare gli ostacoli incontrati nel mercato unico e intensificherà le azioni di applicazione delle norme per accelerare la rimozione di tali ostacoli*».

3. La prospettiva italiana tra Legge Capitali e riforma del Testo Unico della Finanza.

Come poche volte è accaduto, l'Italia non si è fatta trovare impreparata dalle ultime due ondate riformatrici di origine europea.

La Legge Capitali (L. 5 marzo 2024, n. 21) è già intervenuta su un ampio spettro degli aspetti sottolineati nella Comunicazione sulla CMU, anticipando peraltro alcuni dei temi richiamati dalla nuova Comunicazione sulla SIU. Vanno, infatti, richiamati gli interventi sulla dematerializzazione delle quote di S.r.l.-PMI di cui all'art. 3 della Legge Capitali che potrebbe comportare la trasformazione delle quote in valori mobiliari, così potendo essere un giorno negoziate sui mercati di crescita per le PMI. Dunque, laddove il settore privato si adegua, si potrebbe pensare che l'Italia abbia già raggiunto l'importante obiettivo di (fornire al mercato e agli operatori gli strumenti per) una più agevole liquidabilità degli investimenti nel capitale di rischio delle PMI. Nello stesso filone, vanno menzionati gli interventi per agevolare il c.d. "collocamento privato" degli strumenti di capitale direttamente da parte delle società a investitori c.d. "*high-net-worth*" (art. 1) e l'abbandono del "livello intermedio" degli emittenti con la soppressione degli «emittenti diffusi». Questi interventi hanno indubbiamente semplificato il carico amministrativo a carico di quelle imprese che, pur non accendendo alle negoziazioni nei mercati c.d. "formali", comunque si finanziano sul mercato "pubblico" rivolgendosi a soggetti istituzionali o dotati di particolare esperienza e specializzazione. È stato, poi, semplificato il quadro regolamentare applicabile alle ammissioni di quotazione (art. 8) sopprimendo i poteri della Consob di determinare i criteri di trasparenza contabile e di adeguatezza della struttura organizzativa e dei sistemi di controllo

interno applicabili alle società controllate di un emittente quotato in Italia e i criteri di trasparenza e i limiti per l'ammissione alla quotazione in Italia di società di partecipazione finanziaria, così come la sospensione della decisione di ammettere alle negoziazioni fino alla scadenza del termine per l'adozione del provvedimento di divieto da parte della Consob.

Di rilievo è, inoltre, il riconoscimento della qualifica di «controparte qualificata» agli enti previdenziali c.d. “privatizzati”, con ciò colmando un vuoto normativo e dando certezza nella disciplina settoriale al ruolo che a questi enti – di carattere essenzialmente finanziario – può essere riconosciuto nell'ambito della disciplina settoriale e negli investimenti¹¹. Vanno richiamate, poi, le norme in materia di SICAV e SICAF eterogestite, la cui disciplina di costituzione è stata allineata a quella sull'istituzione dei fondi di investimento contrattuali (art. 16), così cercando di promuovere anche l'utilizzo di queste figure nel settore del risparmio gestito (figure che, nel caso delle SICAV, non hanno avuto il successo sperato) e l'estensione dei limiti della delega di voto ai gestori di portafogli (art. 17) così che questi possano partecipare attivamente alle decisioni degli enti in cui investono per conto dei propri clienti, così garantendo una gestione più orientata alla crescita del valore delle imprese comprese nei portafogli dei propri clienti e a un – auspicabile – maggiore tendenza a investire con prospettive di lungo termine.

Cosa resta da fare?

Questa è l'indagine che si sta conducendo nella Commissione nominata dal MEF nell'ambito della delega al riordino della disciplina prevista dall'art. 19 della Legge Capitali (recentemente integrata dalla L. 11 marzo 2025, n. 28) e dalla nuova delega di cui all'art. 19-*bis* della medesima legge. Non è certo questa la sede per discutere degli interventi in corso d'esame. Tuttavia, i lavori della Commissione sono stati da subito orientati nel senso indicato (solo) oggi dalla Commissione europea nella ultima Comunicazione sulla *Savings and Investments Union*. L'Italia è, in effetti, è all'avanguardia rispetto all'attuazione del piano d'azione promosso dalla Commissione europea

¹¹ Intervento, in questo caso, che si coordina con l'iniziativa da ultimo intrapresa per creare un “fondo di fondi” tra gli enti previdenziali privatizzati e Cassa Depositi e Prestiti per investire nelle imprese che compongono il settore produttivo nazionale ulteriori risorse.

e il legislatore nazionale, come già si è visto, ha intuito già dall'anno scorso alcune delle esigenze *politiche* ora rappresentate anche dalla nuova Comunicazione sulla SIU. Si pensi, in primo luogo, al principio direttivo – invero di ordine generale – contenuto nella lett. a) dell'art. 19, comma 2, Legge Capitali che impone al legislatore delegato di *«sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali»*. Il principio direttivo in discorso, in effetti, pur investendo in modo significativo i lavori della commissione in punto di revisione della disciplina dei servizi di intermediazione (che ha la funzione di *«canalizzazione degli investimenti verso le imprese»*) e dell'accesso di – nuovi emittenti – alle sedi di negoziazione nazionali o a forme alternative di finanziamento del capitale, è, invero, un principio e criterio direttivo che può essere facilmente esteso a tutti i gruppi di lavoro che compongono la commissione. Lo stesso può dirsi del: (i) principio di cui alla nuova lettera a-bis), in cui si chiede al legislatore delegato di *«implementare le misure volte ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato»*; (ii) primo periodo del criterio direttivo di cui alla lett. b), in cui si chiede al legislatore delegato di *«aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti»*; (iii) del primo periodo – oltretutto recentemente integrato – del principio di cui alla lett. c), in cui si chiede al legislatore delegato di *«facilitare il finanziamento dell'impresa in tutte le sue fasi di crescita»*; e del (iv) principio di cui alla lettera g), in cui si chiede al legislatore delegato di *«contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli»*.

In effetti, la formulazione dei criteri direttivi di cui alle lettere da a) a c) e alla lettera g) si lasciano intendere più come principi generali e di *indirizzo politico* rispetto alla complessiva formulazione della riforma del Testo Unico, più che come criteri direttivi riguardanti (più o meno esplicitamente) specifiche parti della disciplina settoriale. Questi principi di *indirizzo politico* si sentono, infatti, riecheggiare tanto negli interventi già adottati nel resto della Legge Capitali, quanto in tutti gli altri interventi richiesti al legislatore delegato con gli altri – più specifici

– criteri direttivi stabiliti dall’articolo 19, comma 2, della Legge Capitali e dalla nuova delega sulla revisione del sistema sanzionatorio di cui al successivo nuovo art. 19-bis. *Indirizzo politico* che oggi risulta in un certo senso avvalorato e, in ogni caso, in sintonia con i principi ispiratori della SIU e con il corrispondente piano di azione delineato dalla Commissione europea. Si pensi, per esempio, al principio di cui alla lettera f), in cui si richiede di «*prevedere il riordino, il coordinamento e l’aggiornamento della disciplina in materia di servizi e attività di investimento, ivi inclusi gli obblighi informativi e la disciplina dei contratti, e in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio*».

È evidente, infatti, che l’intervento richiesto per quanto concerne il riordino della disciplina in materia di servizi e attività di investimento debba comunque essere rivisto con uno scopo che, al di là del riordino fine a sé stesso, debba essere orientato nel senso di risolvere criticità e incertezze che si sono andate sviluppando nel settore e nella disciplina nazionale dell’intermediazione finanziaria in modo che la *soluzione* di queste ultime porti maggiore efficienza nel mercato e, dunque, favorisca la “*migliore canalizzazione degli investimenti*” ai sensi del principio direttivo stabilito dalla lett. a), concorrendo così a «*facilitare il finanziamento dell’impresa in tutte le sue fasi di crescita*». Ancora, si pensi al criterio stabilito dalla lettera h), in cui si richiede di «*assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando altresì adeguate forme di coordinamento e di scambio di informazioni per un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate*» e i cui interventi non potranno che essere formulati in conformità ai precedenti principi di cui alla lettera a-bis) per quanto concerne il conseguimento «*effettivo*» della «*trasparenza del mercato*», il principio di cui alla lettera b) per quanto concerne «*aumentare la competitività del mercato nazionale e semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti*» e la necessità di «*contemperare il livello degli oneri amministrativi*»¹². Va peraltro segnalato, poi, che il

¹² Senza, tuttavia, rinunciare ai *livelli* di efficacia della protezione. Cfr., infatti, sul punto i timori espressi da S. FORTUNATO, *La “legge capitali”: the race to the bottom, ovvero ancora un passo indietro sulla tutela dei risparmiatori?*, in *Giur. Comm.*, 2024, 509 ss.; si v., inoltre, le considerazioni sulla delega e la positiva opinione

legislatore nazionale è stato nuovamente attento e sensibile alle proposte preliminari sulla SIU formulate nella Relazione Letta.

Anticipando – seppur di pochi giorni – l’ultima Comunicazione della Commissione europea, il legislatore ha, come noto, integrato la delega di cui all’art. 19 con la L. n. 28/2024 e nel criterio direttivo contenuto nella lettera l) ha aggiunto – sebbene questa volta in modo non così evidente – un ulteriore – apparente – principio di *indirizzo politico*. Nella sua formulazione originaria, infatti, la lettera l) richiedeva anche un – semplice – riordino e coordinamento della nuova riforma con gli altri testi unici settoriali (ossia il TUB e il CAP) e con le norme in materia di previdenza integrativa di cui al D.Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 «*per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative*». In seguito alle modifiche introdotte dall’art. 1 L. n. 28/2025, la lettera l) dell’art. 19, comma 2, Legge Capitali oggi richiede al legislatore delegato anche di intervenire: (i) sulle «*altre disposizioni applicabili nei medesimi ambiti*»; e (ii) soprattutto, «*per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall’ordinamento dell’Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate*». È evidente che il legislatore, pur volendo risolvere problemi che interessavano evidentemente la disciplina e il settore nazionale, ha in qualche modo *anticipato* il piano di azione per la SIU concretamente formulato poi dalla Commissione europea nella recente Comunicazione, abbia voluto predisporre per (o, pur senza averlo previsto, sia comunque pronto ad affrontare) la prossima *ondata* di interventi di armonizzazione e coordinamento normativo, così trovandosi già con tutti gli *strumenti* per intervenire tempestivamente e far convergere ulteriormente l’ordinamento finanziario italiano verso le migliori pratiche riscontrate in Europa (e, forse, farsene promotore rispetto agli altri Stati Membri).

Il passo verso la riforma deve essere coraggioso. Attingendo a libro dei libri, la Bibbia, potrebbe, utilizzando il Libro del Qoelet, ricordarci che “tutto ciò che alle tue mani capita di fare, fallo con decisione, perché non si saranno più né attività né risultati, né conoscenza sapienza,

espressa da P. MONTALENTI, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*, in *Giur. Comm.*, 3/2024, 497 ss. con riferimento agli obiettivi di razionalizzazione della disciplina e dei sistemi di controllo interno.

nell’aldilà, dove tu stai andando”. Non dimenticando, tuttavia, che se la *SIU* porterà modifiche sostanziali alla tutela dell’investitori nella prospettiva del mercato, la riforma potrebbe nascere già datata.

4. Conclusioni

In conclusione con la *SIU* si assiste ad un repentino e drastico cambiamento della prospettiva regolatoria che mira alla effettività della tutela nel rispetto della proporzionalità della normativa, dimostrando anche in questa sede che – come leggiamo nel Libro VIII della *Metafisica* di Aristotele – il tutto è qualcosa in più delle parti.

Una nota finale.

Nella *SIU*, così come nella precedente *CMU*, non compare mai il termine *liability* e così non vi è alcun riferimento ai profili di responsabilità, se non riguardo alle *ESAs*. Purtuttavia la prospettiva dei rimedi è fondamentale nella creazione di un mercato unico finanziario, e in funzione di protezione dell’investitore, come già nel contesto della disciplina prospetto si è ampiamente rilevato¹³.

In altre parole, e parafrasando Agostino in omaggio a Papa Leone XIV, *remota itaque iustitia, quid sunt mercatus* (in luogo dell’originale *regna*) *nisi magna latrocinia*?

¹³ In argomento da ultimo con un attento esame delle complesse ed eterogenee discipline nazionali in tema di responsabilità da prospetto che di fatto minano l’armonizzazione del vasto impianto della *prospectus regulation* cfr. *Prospectus Liability Rules in Europe and Beyond*, D. Busch, M. Lehmann (eds.), Oxford, 2025, ove sia consentito il riferimento a P. LUCANTONI, *op.cit.*, 73-90.

Qual è l'impatto del mercato unico dei capitali sugli intermediari?

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Il mercato unico dei capitali: dalla Capital Markets Union alla Savings and Investment Union – 3. Savings and Investment Union: ruolo degli (e impatto sugli) intermediari – 4. La banca intermediario (e investitore) nella Comunicazione SIU.

1. Premessa

Il ruolo di moderatore di questo panel mi impone di domandarmi, e di domandare ai relatori, quale sia l'impatto del mercato unico dei capitali sugli intermediari.

Chi parlerà dopo di me tratterà tre importanti argomenti, che credo ci aiuteranno ad elaborare una risposta:

- il ruolo degli investitori istituzionali nel contesto delle politiche di impegno;
- il ruolo della consulenza, sempre più centrale nelle strategie europee (*come la retail investment strategy*); eppure, così esposto al cambiamento dell'economia digitale, e, infine,
- il ruolo delle imprese di assicurazione che, nel contesto del mercato dei capitali, sono certamente intermediari, ma anche e soprattutto investitori.

2. Il mercato unico dei capitali: dalla Capital Markets Union alla Savings and Investment Union

Benché se ne parli da oltre dieci anni, il mercato unico europeo dei capitali, la *CMU a l'européenne*, non è mai stato completato.

Nel 2015 la Commissione europea pubblicò una Comunicazione con la quale indicava le azioni, legislative e non, da intraprendere per creare un mercato unico europeo dei capitali. Molte di quelle iniziative sono state oggi poste in essere, con risultati non sempre eccellenti.

Potrei citare la riforma introdotta con il *listing act*, quasi neutra per l'ordinamento italiano che già conosceva le azioni a voto plurimo.

Potrei anche citare il topolino partorito dalla montagna in punto di armonizzazione delle regole europee in materia di insolvenza.

Il risultato di queste riforme, ad oggi, mi dispiace doverlo sottolineare, è scarso. Qualsiasi società con potenzialità di sviluppo finisce per quotarsi negli Stati Uniti (l'ultimo esempio è *Klarna*, la *start up* svedese del *buy now pay later*¹) e non in Europa.

Perché?

Non credo sia solo un problema di regole.

In Europa abbiamo un orientamento generale, forse anche dettato da elementi culturali, di forte avversione al rischio. La gran parte dei cittadini europei, con piccole differenze tra paese e paese, ritiene l'investimento immobiliare da preferire a quello nel mercato dei capitali.

La maggior parte dei paesi europei ha inoltre meccanismi di previdenza pubblici, che limitano lo spazio per investitori istituzionali – come i fondi pensione – che sono invece tra i principali operatori di mercato oltreoceano.

Come muovere il risparmio privato europeo verso i capitali europei?

A questa domanda prova a rispondere la Comunicazione della Commissione in materia di *Savings and Investment Union*. In un certo senso, questa nuova iniziativa sancisce implicitamente il parziale insuccesso della CMU, messa da parte dalla SIU.

Non è un caso che la nuova iniziativa metta meno a fuoco il funzionamento del mercato dei capitali e si rivolga più al *cuore* del problema: mobilitare il risparmio privato.

Vi sono anche ragioni per guardare al futuro di mercati europei più integrati. Al di là dei nomi, i tempi per la SIU potrebbero essere maturi, o almeno più maturi di quanto non lo fossero i tempi della CMU, quando la stessa fu lanciata nel 2015.

Se è vero che le regole europee avanzano nella crisi, allora il momento è cruciale. L'Italia, nel contesto più ampio dell'Unione, attraversa un momento di tensioni esterne e intra-europee.

La competizione con le superpotenze economiche (ma anche militari) di Cina e Stati Uniti si fa più serrata². L'alleato americano

¹ <https://www.cnn.com/2025/03/14/buy-now-pay-later-lender-klarna-files-for-us-ipo.html>

² Sul punto, vedi, di recente LAMANDINI e THOMADAKIS, *One Market, One Vision: How Interstate Consolidation Can Transform Europe's Banking Landscape*, in *Journal of Financial Regulation*, 2025, 00, 1–7

sembra diventare sempre più un competitore, con tutti i rischi che ciò comporta per la stabilità europea, non solo in senso finanziario.

Se guardiamo al contesto europeo, tre sfide richiedono ingenti capitali: la transizione verde, quella digitale e, purtroppo, la necessità di aumentare la spesa per la difesa.

3. Savings and Investment Union: ruolo degli (e impatto sugli) intermediari

Nel concreto, la SIU si fonda su quattro pilastri, tutti a ben vedere legati a doppio filo al ruolo degli intermediari.

(i) Ampliare e facilitare l'accesso dei risparmiatori a opzioni di investimento che possano generare rendimenti più elevati di un conto deposito.

Ci sono vari studi sulla concentrazione dei depositi in Europa³. I depositi sono ovviamente un “prodotto” apprezzato da chi avversa il rischio, anche perché godono della garanzia fino a 100.000 euro. “Muovere” i depositi fuori dalle banche e verso il mercato dei capitali è certamente una delle funzioni degli intermediari.

Qui vi è un’ovvia ambiguità: poiché in Europa gli intermediari sono, essenzialmente, banche, queste ultime potrebbero non avere in ogni caso gli incentivi necessari per spingere i propri correntisti a investire in prodotti che non sono emessi dalla banca stessa o dal suo gruppo (certo, le norme che impongono la gestione dei conflitti di interessi sono un ottimo presidio, ma non v’è norma del TUF che chieda alla banca intermediario di spingere gli investitori a usare i depositi in altra maniera). Devono poi essere i fondi, pensione e non, a muoversi per attrarre risparmio gestito.

(ii) Aumentare investimenti e finanziamenti.

La Comunicazione SIU mira ad ampliare la disponibilità di capitali per le imprese in diversi settori, con particolare attenzione alle piccole e medie imprese. A tal proposito, si sottolinea come debbano essere in particolare promossi gli investimenti in settori considerati strategici,

³ Fra gli altri, v. STEPHEN KHO, *Deposit market concentration and monetary transmission: Evidence from the euro area*, *European Economic Review*, Volume 173, 2025.

come l'innovazione, la decarbonizzazione e la sicurezza (leggasi "difesa").

Ancora una volta, qui, intermediari e, per quanto di loro competenza, investitori istituzionali devono cercare di erodere una quota parte del risparmio bancario, per far sì che si muova verso imprese – speriamo italiane ed europee – che investono nei settori che contano.

In questo ambito, forse, un limitato ruolo potrebbe essere giocato dalle banche "come investitori" (più che come intermediari), alla luce della previsione inserita nell'ultima versione del Regolamento sui requisiti di capitale (CRR3) in vigore dal 1° gennaio 2025. L'art. 133(5) ora consente – nei limiti del 10% del capitale di primario livello (*Tier 1*) – alle banche che finanzino settori strategici coperti da programmi legislativi di avere uno sconto in punto di capitale (*risk weighted asset* più leggeri, al 100% anziché 400% per gli investimenti azionari).

(iii) Ridurre la frammentazione dei mercati finanziari all'interno dell'UE.

In questo ambito, la Commissione indica la necessità di rimuovere gli "ostacoli normativi" per l'espansione delle imprese e la *mobilizzazione* dei risparmiatori. Sulla rimozione degli ostacoli per gli investitori, molto può essere fatto. Anche dagli intermediari e da chi opera nella consulenza.

Certo è che gli Stati dovrebbero evitare di aggiungere barriere normative che ostino all'integrazione dei mercati e dei partecipanti al mercato. In questo senso, si potrebbe valutare in Italia di mettere mano alla normativa sui *golden powers*, che sembra oggi essere applicata in modo molto, forse troppo, estensivo in materia bancaria e assicurativa⁴.

(iv) Il quarto pilastro della strategia SIU si concentra sulla vigilanza.

La Commissione europea propone di rafforzare l'armonizzazione delle norme sui mercati finanziari in modo che le imprese e gli enti che operano in paesi diversi siano trattati allo stesso modo.

Sono poco convinto che accentrare la vigilanza in un unico supervisore, sul modello ECB-SSM, sia politicamente possibile. Molti Stati cosiddetti piccoli, ma con grandi mercati, come Lussemburgo e

⁴ Cfr. VELLA, *Il fascino discreto del golden power all'italiana*, in *La Voce info*, 30 aprile 2025; sul punto da ultimo R. LENER e R. MAGLIANO, *Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudentiale*, in *Quaderni di diritto bancario*, 2025.

Irlanda, non vogliono che i loro fondi e imprese di investimento siano vigilati da Parigi. Ma certamente si può meglio integrare il processo di vigilanza e, anche qui, gli intermediari devono giocare un ruolo cruciale.

4. *La banca intermediario (e investitore) nella Comunicazione SIU*

Vorrei concludere con una notazione finale sulle banche nella SIU.

La SIU, e la CMU prima, emergono come risposta al problema del bancocentrismo dell'economia europea. Due terzi dei volumi finanziari europei passano per le banche, negli Stati Uniti credo che il dato sia meno del 30%.

La diagnosi corrente, relativa agli ultimi cinquant'anni, sostiene che il sistema europeo sarebbe meno competitivo di quello americano perché abbiamo troppo risparmio *intrappolato* nelle banche, anziché gestito. Come se ciò fosse in qualche modo una responsabilità delle banche.

Il problema esiste, ma non si deve, o almeno non solo, al ruolo delle banche. La (bassa) propensione al rischio e la (elevata) età media che abbiamo in Europa, in uno con la scarsa rilevanza di alcuni investitori istituzionali come i fondi pensione, sono quanto meno concause della poca floridità del mercato dei capitali europeo.

Ma se queste sono le "nostre" caratteristiche, forse vale la pena ripensare il paradigma. Invece che tentare di stigmatizzare o marginalizzare la banca, sarebbe opportuno verificare se essa – intermediario principe del mercato europeo - possa porsi al centro del sistema del mercato dei capitali europeo.

La banca può avere un grande ruolo nel promuovere cartolarizzazioni di qualità (e mi pare che la Commissione europea abbia avviato una consultazione sul punto) che liberino i bilanci delle banche da esposizioni rischiose, alimentino il mercato e consentano alle banche stesse di prestare di più.

Vi è poi da notare che la SIU si inserisce in un quadro più ampio di strategie sviluppate negli ultimi anni per migliorare l'integrazione finanziaria all'interno dell'UE.

L'iniziativa contribuisce a completare, ad esempio, non solo la CMU, ma anche l'Unione bancaria, altro progetto da completare (manca la comune garanzia dei depositi) per migliorare l'accesso ai

finanziamenti e la stabilità del sistema finanziario europeo nel suo complesso.

Il contributo della *stewardship* al raggiungimento degli obiettivi del mercato unico dei capitali: spunti di riflessione

SOMMARIO: 1. Origini delle pratiche di *stewardship* e quadro normativo di riferimento. – 2. La nozione di *engagement*. – 3. Il principio del *comply or explain*. – 4. *Stewardship* e mercato unico dei capitali. – 5. Limiti e sfide per una piena efficacia della *stewardship* nella realizzazione del mercato unico dei capitali.

1. Origini delle pratiche di stewardship e quadro normativo di riferimento

Fra i principali obiettivi sottesi all'istituzione dell'Unione dei Mercati di Capitali, preminenza va senz'altro riconosciuta all'intento di favorire il finanziamento della crescita economica, la creazione di un sistema finanziario più stabile e resiliente, nonché l'indirizzare i risparmi verso investimenti produttivi e a lungo termine.

Obiettivo del lavoro è verificare in che termini le pratiche di *stewardship* possano contribuire alla realizzazione di tali obiettivi.

A tal proposito, si evidenzia che le pratiche di *stewardship*, se analizzate dal punto di vista del diritto del mercato finanziario¹, si sostanziano nel complesso di attività che gli investitori istituzionali pongono in essere per monitorare l'operato delle società in cui investono, al fine di tutelare e accrescere il valore dell'investimento nel lungo periodo nell'interesse dei beneficiari finali². Nello specifico, la *stewardship*, contrariamente al c.d. attivismo speculativo, attento a realizzare, attraverso l'imposizione di cambiamenti rapidi, profitti a breve termini, si fonda sul dialogo e sul monitoraggio costruttivo (c.d. *engagement*)³.

¹ Diversamente, in una prospettiva di diritto societario, la *stewardship* assurge a strumento diretto a migliorare il governo dell'emittente partecipato nell'interesse dei suoi azionisti. Così M. CORGATELLI, *La disciplina della stewardship: profili ricostruttivi*, in *Banca imp. soc.*, 2023, 454.

² Così S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderni Giuridici Consob n. 19, 2019, 56 ss.; e M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1355 s.

³ Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 56 ss.

In altri termini, l'intermediario, tramite l'adozione delle pratiche di *stewardship*, diviene parte del processo di corretta gestione dell'investimento, discostandosi, ove necessario e in quanto maggiormente coinvolto nelle società partecipate, dalle indicazioni ricevute dai propri clienti⁴.

Tuttavia, per lungo tempo, la *stewardship*, in assenza di una disciplina legislativa specifica, è stata considerata una pratica di *soft law*. Solo grazie al recepimento della SRD II (Direttiva (UE) 2017/8289) e, in particolare, con l'introduzione nel TUF degli artt. 124-*quater* ss. tali pratiche hanno trovato una collocazione normativa nel nostro sistema ordinamentale, senza nel contempo, come meglio si vedrà nel prosieguo, assurgere al rango di veri e propri obblighi fiduciari, ma in ogni caso ricoprendo il ruolo di regole comportamentali che, sebbene non vincolanti, si concretizzano in un invito rivolto ai gestori di attivi ad un esercizio "consapevole" e "assiduo" di poteri/facoltà agli stessi già spettanti in quanto soci⁵.

2. La nozione di engagement

Fra le disposizioni introdotte in sede di attuazione della SRD II, rilievo determinante assume l'art. 124-*quinques* che, sia pure in maniera generica, regola i comportamenti richiesti agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi. In particolare, tale disposizione, al comma 1, impone a tali soggetti di adottare e rendere pubblica una *engagement policy*, contenente la descrizione con cui l'impegno degli azionisti si integra nella politica di investimento, monitorando le società partecipate su questioni quali strategia, *performance*, rischi, struttura del capitale, impatto sociale e ambientale e governo societario.

Come affermato, *ratio* della disposizione richiamata è di assicurare una più incisiva funzione di supervisione sulla gestione da parte degli azionisti, soprattutto se istituzionali⁶, rendendo meno asfittica la partecipazione alla vita sociale.

⁴ M. CORGATELLI, *op. cit.*, 454.

⁵ Così espressamente S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo fra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022, 16 s.

⁶ Così G. BALP, *Sub art. 124-quinquies*, in V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Padova, 2020, 958.

Partitamente, la politica di impegno, a cui i commi 1 e 2 della disposizione in esame fanno riferimento, si articola su due differenti piani: quello relativo alla trasparenza informativa che opera all'interno dell'organizzazione della società partecipate, attraverso il monitoraggio e il dialogo con queste ultime e con i loro diversi *stakeholders*, la collaborazione con gli altri azionisti e l'esercizio dei diritti di voto e delle altre prerogative di *voice* eventualmente connesse alla partecipazione detenuta⁷; e quello della informazione di *follow up* sulle modalità di attuazione della politica di impegno, contenuta nella relazione annuale, a mezzo della quale i gestori e/o gli investitori istituzionali vengono "responsabilizzati", soprattutto in ordine alla gestione del diritto di voto, ovvero ad esercitare tale diritto in maniera "consapevole"⁸.

3. *Il principio del comply or explain*

Come affermato in dottrina⁹, l'art. 124-*quinques* opera sul piano della *disclosure* delle libere scelte del gestore di attivi. Difatti, i commi 1 e 2 della disposizione in esame dapprima richiamati vanno letti in combinato disposto con il successivo comma 3, a mente del quale è possibile sottrarsi alle regole sull'*engagement* o non adottare alcuna politica di *engagement* ovvero adottarne una che non preveda

⁷ A proposito del diritto di voto, come correttamente rilevato (M. MAUGERI, *op. cit.*, 1356), la disposizione in esame riconosce al gestore un'ampia discrezionalità nel decidere in quali assemblee esprimere il proprio voto, atteso che consente di escludere ogni informativa nel caso di voti ritenuti "non significativi" in relazione all'oggetto della votazione o all'entità della partecipazione detenuta; di talché diviene evidente come l'interesse tutelato dalla norma non è quello della società partecipata, bensì quello dei clienti finali del gestore.

⁸ Per una analisi delle diverse forme di impegno si rinvia a S. CARBONARA, S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights 2: commentario al d.lgs. 49/2019*, F. RAFFAELE, E. RUGGIERO (a cura di), Padova, 2021, 233 ss.

⁹ M. CORGATELLI, *op. cit.*, 464 e nota 56, ove l'Autore richiama il considerando 17 della Direttiva a cui si deve l'introduzione dell'art. 124-*quinques*, ove si afferma che la politica di impegno *dovrebbe* illustrare quali attività di impegno i gestori *scelgono* di condurre; nonché la relazione di accompagnamento allo schema di decreto di attuazione della medesima Direttiva nella quale si afferma che la politica di impegno descrive *se e in quale modo* gli investitori istituzionali intendono dialogare con le società partecipate.

l'impegno ad esprimere il voto, a esercitare il controllo sul *management* o a coordinarsi con altri azionisti o *stakeholder*, a patto che vengano indicate le ragioni di non *compliance*. In altri termini, ciò che non può essere messo in discussione dai gestori di attivi è l'obbligo di indicare le motivazioni per le quali si è ritenuto di non adottare o di non dover rispettare la politica di impegno resa pubblica.

A tal proposito, va preliminarmente rammentato che il principio del *comply or explain* è una tecnica di regolamentazione già nota al diritto societario, specialmente in materia di *corporate governance*¹⁰: anziché imporre regole rigide e universalmente vincolanti (*hard law*), vengono individuate un insieme di buone pratiche o di obblighi informativi, lasciando ai destinatari la scelta di conformarsi a esse ("*comply*") o discostarsene, fornendo però una spiegazione pubblica, chiara e motivata delle ragioni della mancata adesione ("*explain*")¹¹.

Come nel diritto societario, anche con l'introduzione delle pratiche di *stewardship* nel TUF, la finalità è quella di promuovere la trasparenza e la responsabilità (*accountability*) senza ingessare le strategie di investimento. La flessibilità è essenziale, poiché le caratteristiche di un investitore possono giustificare approcci diversi all'*engagement*¹². La spiegazione permette al mercato, ai clienti e alle

¹⁰ La giurisprudenza, sebbene in un contesto analogo come quello della relazione sul governo societario (art. 123-*bis* TUF), ha contribuito, con la propria elaborazione, a chiarire la portata di tale principio. Nello specifico, è stato sottolineato che l'obbligo di "spiegare" non può essere soddisfatto tramite "espressioni generiche o formalistiche"; inoltre, un'informativa rituale e standardizzata può risultare fuorviante (*misleading*) per il mercato. La finalità sarebbe, insomma, quella di assicurare che il mercato sia informato su ogni divergenza dalle *best practice*, poiché l'insieme di tali scostamenti fornisce un quadro del reale assetto di governo societario dell'emittente. In effetti, si evidenzia ancora, una relazione che non rappresenta fedelmente le modalità con cui le decisioni sono assunte può considerarsi come "decettiva per gli investitori": v. in tal senso spec. Appello Venezia, 17 novembre 2023, n. 2271, in *Onelegale*.

¹¹ La qualità della spiegazione è cruciale per l'efficacia del principio. A tal proposito, il Codice di Corporate Governance offre un modello di riferimento affinché l'indicazione delle ragioni della mancata adesione sia esaustiva. Esso richiede alle società che si discostano da una raccomandazione di descrivere: (a) come la pratica è stata disattesa; (b) i motivi dello scostamento; (c) come la decisione è stata presa; (d) se lo scostamento è temporaneo; (e) l'eventuale comportamento alternativo adottato e come esso contribuisca al buon governo societario.

¹² Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 24.

autorità di vigilanza di valutare la coerenza e la fondatezza delle scelte strategiche dell'investitore¹³.

In questa prospettiva, come affermato in dottrina, l'art. 124-*quinquies*, pur rafforzando rispetto agli strumenti di *soft law* le regole in tema di *stewardship*, non introduce obblighi minimi di impegno, trattandosi di una norma di mera trasparenza: con essa, difatti, non vengono riconosciuti ai gestori di attivi nuovi diritti o nuove prerogative, quanto piuttosto l'invito a un esercizio "assiduo" e "consapevole" di poteri o facoltà già ad essi spettanti in quanto azionisti, di talché l'*engagement*, non essendo vincolante, non assurge a obbligo, poiché l'investitore istituzionale "conserva la facoltà, condizionata al rispetto della regola del *comply or explain*, di non adottare alcuna politica di *engagement*, ovvero di adottarne una che non preveda l'impegno ad esprimere il voto, a esercitare il controllo sul *management* o a coordinarsi con altri azionisti o *stakeholder*"¹⁴.

Non può, allo stesso tempo, ignorarsi che, stando al dato letterale del comma 3 dell'art. 124-*quinquies*, ove il riferimento è alla possibilità di "non adempiere *ad una o più* delle disposizioni" dettate in tema di politiche di impegno e non evidentemente a tutte, la norma non legittimi una totale "inerzia" del gestore¹⁵, potendo un siffatto atteggiamento rivelarsi fonte di responsabilità per il gestore medesimo.

In altri termini, deve escludersi che il gestore di attivo possa adottare una "condotta totalmente passiva"¹⁶, potendosi individuare altre disposizioni attraverso le quali delineare un contenuto minimo di impegno che dovrà essere assicurato in favore dei clienti, partitamente in punto di esercizio di diritto di voto¹⁷, in tema di conflitto di

¹³ Un approccio simile è adottato dal Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) in materia di informativa sulla sostenibilità. L'articolo 4, paragrafo 1, stabilisce che i partecipanti ai mercati finanziari devono pubblicare una dichiarazione sulle loro politiche di dovuta diligenza riguardo ai principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità oppure, se non li prendono in considerazione, devono fornire "una chiara motivazione di tale mancata considerazione".

¹⁴ In tal senso cfr. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo fra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 16 s.

¹⁵ Così espressamente M. MAUGERI, *op. cit.*, 1360.

¹⁶ Così espressamente M. CORGATELLI, *op. cit.*, 464.

¹⁷ Così ancora M. CORGATELLI, *op. cit.*, 465, il quale con riferimento al diritto di voto richiama l'art. 35-*decies*, lett. e), TUF, da cui si evince che l'*engagement* non può prevedere una rinuncia sistematica all'esercizio di tale diritto, occorrendo di volta

interessi¹⁸, nonché relativamente al monitoraggio delle società partecipate e al dialogo extra-assembleare con i rispettivi organi di amministrazione¹⁹.

In questa prospettiva, è agevole concludere che l'esercizio dei poteri legati agli strumenti finanziari di cui dispone il gestore di attivi costituisce l'oggetto di una vera e propria funzione essenzialmente improntata alla tutela di un interesse altrui²⁰, assumendo così le vesti di un potere-dovere²¹.

Deve tuttavia evidenziarsi che il modello prescelto dal nostro legislatore, ancorché adottato anche in molti altri sistemi ordinamentali, non va esente da critiche. La principale debolezza risiede nel rischio che le spiegazioni fornite siano inadeguate, generiche o meramente formali (c.d. approccio del *box-ticking*), vanificando così l'obiettivo di trasparenza sostanziale. L'esperienza di alcuni codici di *stewardship*, come quello britannico, ha, difatti, mostrato come le spiegazioni per la non adesione fossero spesso deludenti e come il codice venisse largamente ignorato dagli investitori stranieri²².

A quanto innanzi rilevato deve poi aggiungersi che la soluzione adottata con l'introduzione della regola del *comply or explain* da parte

in volta una valutazione dell'interesse da tutelare. In tal senso è anche R. LENER, *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 509 s. Sul punto cfr. altresì G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1108, il quale, sempre a proposito del diritto di voto, evidenzia che, sebbene la formulazione dell'art. 124-*quinques*, co. 1, sia generica, non può tuttavia non considerarsi che il riferimento ai diritti di voto contenuto nella norma è alle modalità di esercizio di detti diritti, non essendo richiesta l'indicazione delle preferenze in ordine al sistema di *governance* in base al quale eserciterà il diritto di voto medesimo. V., ancora, M. MAUGERI, *Proxy advisor, esercizio del voto e doveri «fiduciari»*, in *Orizzonti*, 2016, 3, secondo cui ove si ravvisasse un vero e proprio obbligo di voto verrebbe meno la complementarietà fra la garanzia dell'*exit* e quella di *voice*.

¹⁸ Su cui si rinvia ancora a M. CORGATELLI, *op. cit.*, 466 s. e nota 70.

¹⁹ Su tali profili si rinvia a M. MAUGERI, *Proxy advisor, esercizio del voto e doveri «fiduciari»*, cit., 12 s.

²⁰ M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., 1355 s. Sul punto cfr. altresì M. STELLA RICHTER jr., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), Torino, 2010, 801.

²¹ R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 320.

²² Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 10.

del comma 3 dell'art. 124-*quinques* finisce per dare origine a una "pressione sociale" sull'intermediario il quale, dovendo fare i conti con le scelte effettuate dagli altri gestori di attivi e/investitori istituzionali concorrenti, potrebbe incorrere in un pregiudizio "reputazionale", ove optasse per una rinuncia totale ad adottare una politica di impegno²³.

4. *Stewardship e mercato unico dei capitali*

Delineati sommariamente i tratti essenziali della *stewardship*, resta da verificare in che termini dette pratiche possano ritenersi rilevanti ai fini della realizzazione dei principali obiettivi sottesi alla creazione del Mercato Unico dei Capitali.

Come in apertura si è avuto modo di sottolineare, uno degli scopi primari del Mercato Unico dei Capitali è superare lo "*short-termism*" che ha, per lungo tempo, caratterizzato i mercati finanziari²⁴.

Orbene, come dapprima evidenziato, in questa direzione è, proprio, la SRD II, il cui esordio trova le proprie radici nell'idea che un maggiore impegno degli azionisti possa favorire una crescita di valore equilibrata e sostenibile nel lungo periodo²⁵. Sulla scia della Direttiva, si pone la disciplina interna sull'*engagement*, il cui obiettivo, sebbene implicito²⁶, è proprio quello di incentivare un orizzonte temporale più lungo, richiedendo agli investitori istituzionali di comunicare come la loro strategia di investimento sia coerente con il profilo e la durata delle proprie passività e ai gestori di attivi di strutturare la propria politica di

²³ In tal senso espressamente M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., 1360. Così anche S. CARBONARA, S. GILOTTA, *op. cit.*, 255, a parere dei quali, proprio in una logica di trasparenza, le informazioni offerte al mercato consentono agli investitori di effettuare una scelta più consapevole dei soggetti a cui affidare i propri risparmi.

²⁴ Cfr. M. CORGATELLI, *op. cit.*, 460. S'aggiunga che, nel documento ESMA 30-22-762 del 18 dicembre 2019, l'ESMA ha rilevato che, sebbene l'impegno a lungo termine sia sempre più diffuso tra gli investitori, non è comunque chiaro se la SRD II sarà in grado di aumentare l'integrazione di considerazioni di valore a lungo termine nelle scelte di investimento.

²⁵ S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 19 s.

²⁶ Nell'art. 124-*quinques* non vi è difatti alcun riferimento al lungo termine. E ciò diversamente dalla Direttiva, ove in molti passaggi, la politica di impegno è esplicitata come pressione ad indirizzare le società quotate verso una prospettiva di lungo termine. Così espressamente M. CORGATELLI, *op. cit.*, 460 s.

impegno allineando le decisioni di investimento a valutazioni di medio-lungo termine.

Anche con riferimento all'obiettivo di creare, attraverso una gestione più trasparente delle imprese, un mercato dei capitali più efficiente, un ruolo importante può essere ancora una volta riconosciuto alla *stewardship*. E difatti, attraverso un dialogo costante e l'esercizio informato del diritto di voto, i gestori di attivi possono influenzare le scelte di governo delle società partecipate, promuovendo all'interno di esse una maggiore responsabilizzazione degli organi di governo, che vada oltre il semplice rispetto formale delle regole, ovvero garantendo una maggior trasparenza sulle scelte di gestione²⁷.

In altri termini, la *stewardship*, assicurando il dialogo con gli azionisti unitamente ad un esercizio consapevole dei diritti di voto, crea un circolo "virtuoso": da un lato gli investitori istituzionali e/o i gestori di attivi richiedono, mediante la politica di impegno adottata, trasparenza e buon governo; dall'altro, le società partecipate, al fine di attrarre capitali, sono incentivate a migliorare le proprie prassi governative.

Non meno incisivo è il ruolo delle pratiche di *stewardship* nella prospettiva di sostenere gli investimenti nell'innovazione e contribuire alla duplice transizione verde e digitale.

È in atto, difatti, una maggiore integrazione delle valutazioni ESG nella selezione degli investimenti: attraverso tale pratica, gli investitori individuano le migliori (e le peggiori) pratiche di mercato in tema di *governance* e sostenibilità socio-ambientale, per definire il peso degli investimenti nei vari emittenti/settori; una volta selezionati i titoli in cui investire e, definitone il peso sulla base delle pratiche ESG, gli investitori ne monitorano l'effettivo progresso verso l'allineamento con le *best practice* o i propri principi di sostenibilità²⁸ e, eventualmente,

²⁷ Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 21 ss., a cui si rinvia anche per un'analisi dettagliata dei codici di *stewardship* adottati in altri ordinamenti, primi fra tutti quelli di *common law* inglese e statunitense.

²⁸ Del resto, una siffatta tendenza sarebbe coerente con il più ampio quadro normativo europeo, come il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (2018) e le direttive sulla rendicontazione di sostenibilità (NFRD e CSRD), che mirano a riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili e a promuovere la trasparenza.

intervengono attraverso il dialogo o il voto assembleare per sollecitarne un cambiamento²⁹.

Più in generale, l'informazione contenuta nelle politiche di impegno potrebbe rendere il sistema finanziario dell'Unione più stabile, resiliente e competitivo.

5. Limiti e sfide per una piena efficacia della stewardship nella realizzazione del mercato unico dei capitali

Non può, in ogni caso, non considerarsi che l'attività di *engagement* ha un costo significativo e che dei benefici che da essa promanano si avvantaggiano anche gli azionisti rimasi inerti. Circostanze che disincentivano l'impegno da parte degli investitori istituzionali, soprattutto qualora dotati di portafogli diversificati.

A questo deve aggiungersi che, in molti casi, gli investitori, intrattenendo rapporti commerciali con le singole società partecipate, potrebbero essere indotti ad assecondare le scelte gestorie, anche a scapito dei propri sottoscrittori; così come potrebbero essere orientati a favorire società nelle quali hanno effettuato un investimento più consistente³⁰.

Sotto tale profilo, tuttavia, l'art. 124-*quinques* può venire in soccorso, atteso che, come dapprima evidenziato, tale disposizione, al comma 4, richiede la trasparenza in merito alla gestione di tali conflitti. Norma che, sebbene non introduca profili di doverosità in capo ai gestori di attivi, va interpretata, come in precedenza già evidenziato, alla luce dei doveri fiduciari che incombono sugli intermediari a prescindere dalla disposizione in tema di *stewardship* e che, in tal caso, pur esplicandosi nel rapporto fra intermediario ed emittente, devono

²⁹ La normativa sull'*engagement*, integrata dal Regolamento SFDR e dal Regolamento Tassonomia (Reg. UE 2020/852), obbliga gli investitori a considerare e comunicare come integrano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle loro strategie (Reg. UE 2019/2088).

³⁰ R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, cit., 323. Così anche F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 218.

comunque essere improntati alla salvaguardia degli interessi sottesi al rapporto che intercorre fra intermediario e clienti³¹.

Nello stesso tempo, come nelle pagine precedenti già evidenziato³², la comunicazione al pubblico della propria politica di impegno (benché non costituente un obbligo per il gestore di attivi) unitamente alla *disclosure* sulle ragioni della disapplicazione generano una “pressione sociale” sull’intermediario che, dovendo fare i conti con il comportamento assunto dagli altri investitori concorrenti, è senza dubbio maggiormente indotto a rispettare la politica di impegno prescelto, onde evitare di incorrere in un eventuale pregiudizio reputazionale che ne potrebbe derivare.

In questa prospettiva, è possibile affermare che la *stewardship* rappresenta un pilastro fondamentale della strategia europea per la realizzazione dell’Unione dei Mercati dei Capitali. Attraverso la promozione di un impegno attivo e responsabile da parte degli investitori istituzionali, facilitato da meccanismi flessibili come il “*comply or explain*”, il legislatore europeo mira a correggere l’orientamento al breve termine dei mercati, a migliorare la governance delle imprese e a orientare i flussi di capitale verso gli obiettivi di sostenibilità. Sebbene l’efficacia di questo strumento sia condizionata da sfide significative, la *stewardship* rimane il meccanismo designato per trasformare il ruolo degli investitori, rendendoli attori chiave nella costruzione di un sistema economico e finanziario europeo più stabile, competitivo e sostenibile.

³¹ Così espressamente M. CORGATELLI, *op. cit.*, 468; cui *adde* M. MAUGERI, Proxy advisor, *esercizio del voto e doveri «fiduciari»*, cit., 12 s., il quale qualifica l’interesse del cliente come la bussola che deve orientare l’*agere* del gestore di attivi.

³² *Supra* § 3.

L'ordinamento assicurativo italiano nel prisma dell'Unione dei mercati dei capitali: prospettive *de iure condendo**

SOMMARIO: 1. L'incidenza della direttiva (UE) 2025/2 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 sugli investimenti a lungo termine delle imprese di assicurazione – 2. L'introduzione di procedure comuni per il risanamento e la risoluzione delle imprese di assicurazione nella direttiva (UE) 2025/1 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 – 3. Il mercato assicurativo nella Legge Capitali – 4. Linee evolutive dei piani pensionistici individuali.

1. L'incidenza della direttiva (UE) 2025/2 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 sugli investimenti a lungo termine delle imprese di assicurazione

Prendendo a prestito le suggestive battute iniziali del *De bello gallico* di Giulio Cesare, come parafrasate da un autorevole studioso al fine di descrivere i mercati finanziari nazionali negli anni Cinquanta del secolo scorso, può dirsi che «*nel suo complesso la finanza dividitur in partes tres: dove le tre parti erano il credito, l'investimento, l'assicurazione*»¹. Benché ormai da tempo le linee di demarcazione tra le tre parti non siano più così nette come in passato, talune differenze pure permangono e continuano a giustificare distinte discipline di settore: quindi, anche una distinta disciplina delle imprese di assicurazione. Tuttavia, è indubitabile che una maggiore integrazione dei mercati dei capitali contribuirebbe a diversificare nell'Unione europea le fonti di finanziamento delle imprese, soprattutto delle PMI, anche sul versante assicurativo.

In proposito, va detto che il quadro normativo europeo e nazionale del mercato assicurativo delineato dalla direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 (cosiddetta Solvency II) va incontro ad un significativo cambiamento per effetto della recentissima direttiva (UE) 2025/2 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024, che modifica la direttiva Solvency II

* Scritto destinato al *Liber Amicorum* Giuseppe Santoni.

¹ M. RICOLFI, *Assicurazione, credito e investimento: una tripartizione ancora attuale?* in *Banche e assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, A. Patroni Griffi e M. Ricolfi (a cura di), Milano, 1997, 1.

riguardo alla proporzionalità, alla qualità della vigilanza, all'informativa, alle misure relative alle garanzie a lungo termine, agli strumenti macroprudenziali, ai rischi di sostenibilità e alla vigilanza transfrontaliera e di gruppo: il suo recepimento dovrà avvenire entro il 29 gennaio 2027.

Rapidamente si ricorda che alla base della direttiva Solvency II² è l'esigenza di radicare la solvibilità delle imprese di assicurazione su tre pilastri: *i*) il governo societario, profondamente rivisitato, come dimostrano gli artt. 30-35-*ter* del codice delle assicurazioni private, *ii*); gli obblighi di informazione e trasparenza pubblica e di reportistica per i supervisori, che le imprese di assicurazione sono chiamate ad adempiere, *iii*) i requisiti patrimoniali che, oltre a comportare il calcolo delle riserve tecniche da coprire mediante attivi di proprietà delle imprese di assicurazione e la gestione degli attivi in ragione di determinati principi, si soddisfano mediante il possesso di requisiti di solvibilità – segnatamente, requisito patrimoniale di solvibilità e requisito patrimoniale minimo – i quali superano la logica precedente del margine di solvibilità, rivelatosi nel corso degli anni inadeguato a rappresentare i rischi assunti dalle imprese di assicurazione nell'esercizio della loro attività.

Il riesame al quale sono assoggettate alcune disposizioni di Solvency II – attuata in Italia mediante il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 74, modificativo del codice delle assicurazioni private – è stato accelerato dall'esigenza di garantire una ripresa sostenibile, inclusiva ed equa dell'economia europea, messa a dura prova dalla pandemia di Covid-19, ma anche dall'ingente danno socioeconomico provocato dalla guerra tra Russia e Ucraina, le cui conseguenze si stanno ancora delineando. Tali circostanze hanno reso «*ancora più urgente il lavoro sulle priorità politiche dell'Unione, in particolare assicurare che l'economia sia al servizio delle persone e conseguire gli obiettivi del Green Deal europeo*»: più precisamente, le imprese di assicurazione e di riassicurazione possono «*fornire fonti private di finanziamento alle imprese europee e ... rendere l'economia più resiliente fornendo protezione nei confronti di una vasta serie di rischi. Svolgendo questo*

² In argomento v. *Solvency II: A dynamic Challenge for the Insurance Market*, M. Andenas, R.G. Avesani, P. Manes, F. Vella, P.R. Wood (a cura di), Bologna, 2017, *passim*.

doppio ruolo, il settore può contribuire in misura notevole al conseguimento delle priorità dell'Unione»³.

Peraltro, la direttiva (UE) 2025/2 si inserisce nel contesto del piano di azione «un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese» con cui la Commissione europea nel settembre del 2020 si è proposta di incentivare gli investitori istituzionali, in particolare gli assicuratori, a effettuare investimenti a più lungo termine al fine di sostenere la ripatrimonializzazione nel settore delle imprese⁴.

Allo scopo di agevolare il contributo degli assicuratori al finanziamento della ripresa economica dell'Unione, secondo il legislatore unionale il quadro prudenziale dovrebbe essere adeguato per tenere meglio conto della natura a lungo termine dell'attività assicurativa. L'obiettivo andrebbe perseguito facilitando la possibilità di utilizzare, nel calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità secondo la formula standard⁵, un parametro più favorevole per gli investimenti in strumenti di capitale detenuti con una prospettiva a lungo termine, a condizione che le imprese di assicurazione e di riassicurazione rispettino criteri solidi e robusti, che preservino la tutela dei contraenti e la stabilità finanziaria⁶. In altri termini, gli investimenti a lungo termine delle imprese di assicurazione – che sono funzionali al finanziamento del mondo imprenditoriale – non possono compromettere la tutela degli aventi diritto alle prestazioni assicurative. D'altronde, un'adeguata protezione degli assicurati è la primaria finalità della vigilanza assicurativa, come esplicitamente richiesto dall'art. 3 codice assicurazioni private.

In questa stessa prospettiva devono essere altresì inquadrati ulteriori adeguamenti dell'attuale disciplina, in ogni caso idonei a tenere meglio conto della natura a lungo termine dell'attività assicurativa e tali da *«comportare un aumento del capitale libero disponibile a seguito della riduzione del requisito patrimoniale di solvibilità. In tal caso, le*

³ Considerando secondo della direttiva (UE) 2025/2.

⁴ Si coglie un'analogia con gli obiettivi perseguiti dalla direttiva (UE) 2017/88 (cosiddetta SHRD 2) sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

⁵ Senza entrare in dettagli tecnici, in questa sede ci si limita a ricordare che il calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità secondo la formula standard è attualmente disciplinato dagli artt. 45-*quinquies* ss. c. ass.

⁶ Si veda il considerando terzo della direttiva (UE) 2025/2.

imprese di assicurazione e di riassicurazione dovrebbero prendere in considerazione la possibilità di non destinare il capitale liberato a distribuzioni ad azionisti o bonus per i dirigenti, ma dovrebbero sforzarsi di orientarlo verso investimenti produttivi nell'economia reale al fine di sostenere la ripresa economica e gli obiettivi strategici più ampi dell'Unione»⁷. Incidentalmente, si segnala la prevalenza dell'obiettivo della ripresa economica sulle aspettative patrimoniali degli azionisti di un'impresa di assicurazione. Il tema è invero quello più ampio dei diritti patrimoniali dei soci dei soggetti vigilati, tema risalente ma destinato a trarre linfa nuova dagli scenari che stanno per schiudersi⁸.

Inoltre, una peculiare attenzione andrebbe rivolta agli investimenti che riducono l'esposizione a rischi climatici e ambientali, dando così seguito all'impegno assunto dalla Commissione europea nella comunicazione del 6 luglio 2021, dal titolo «*Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile*», a proporre modifiche della direttiva 2009/138/CE per integrare in modo coerente i rischi di sostenibilità nella gestione del rischio degli assicuratori, prescrivendo a questi ultimi di svolgere un'analisi di scenario dei cambiamenti climatici⁹. In realtà anche tale secondo tema si inserisce in un contesto più ampio, al quale in questa sede può soltanto farsi un rapido cenno: quello del ruolo degli investitori istituzionali nella tutela dell'ambiente e nel perseguimento di obiettivi sociali¹⁰.

2. L'introduzione di procedure comuni per il risanamento e la risoluzione delle imprese di assicurazione nella direttiva (UE) 2025/1 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024

Benché la revisione della direttiva Solvency II, e con essa l'introduzione di requisiti patrimoniali maggiormente sensibili ai rischi,

⁷ Considerando quarto della direttiva (UE) 2025/2.

⁸ Sia consentito il rinvio a G. MARTINA, *Continuità aziendale, adeguata protezione degli assicurati, misure di salvaguardia e risanamento: quali spazi per il diritto al dividendo dell'azionista di impresa di assicurazione?* in *Crisi e insolvenze tra imprenditori, imprese e società*, 2025, Pisa, t. II, 1245 ss.

⁹ Considerando settimo della direttiva (UE) 2025/2.

¹⁰ In argomento v. Marco MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile"*, in *Orizzonti*, 2023, 841 ss.

sia destinata a ridurre la probabilità di dissesti di imprese di assicurazione e a migliorare la loro resilienza allo stress economico, non è comunque possibile scongiurare in radice situazioni di difficoltà finanziarie. Da tale premessa muove l'esigenza di dotare gli Stati membri di strumenti adeguati di risanamento e di risoluzione per gestire situazioni che comportino tanto crisi sistemiche quanto il dissesto di singole imprese: si tratta del motivo ispiratore della direttiva (UE) 2025/1 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024, la quale istituisce un quadro di risanamento e risoluzione delle imprese di assicurazione e di riassicurazione (d'ora in poi IRRD). Anche il suo recepimento da parte degli Stati membri si prevede avvenga entro il 29 gennaio 2027¹¹.

Appare di seguito opportuno soffermarsi sul contenuto di alcuni considerando della direttiva IRRD che più mettono a fuoco l'obiettivo di uniformare a livello di Unione europea la gestione delle crisi delle imprese di assicurazione, ma anche la sua prevenzione allo scopo di rafforzare il mercato interno delle assicurazioni.

Come si legge nel sesto considerando – dal quale traspare l'attenzione del legislatore unionale alla dimensione transfrontaliera dell'operatività delle imprese di assicurazione e agli effetti che ne derivano – se per un verso numerose imprese di assicurazione e di riassicurazione operano oltre i confini nazionali, per altro verso l'assenza di coordinamento e di cooperazione tra le autorità pubbliche nel prepararsi e gestire le difficoltà o il dissesto di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione che opera a livello transfrontaliero rischia di minare la fiducia reciproca tra gli Stati membri, potendo sia tradursi in un esito non ottimale per contraenti, beneficiari e parti lese, sia compromettere la credibilità del mercato interno delle assicurazioni.

Segnatamente, allo stato non esistono procedure armonizzate a livello dell'Unione per la risoluzione coordinata delle imprese di assicurazione o di riassicurazione. Al contrario, tra gli Stati membri si rilevano notevoli differenze sostanziali e procedurali tra le disposizioni normative, regolamentari e amministrative che disciplinano il dissesto delle imprese di assicurazione e di riassicurazione. Inoltre, le procedure

¹¹ Si veda in proposito M. SIRI, *Obiettivi e strumenti della direttiva UE 2025/1 sul risanamento e la risoluzione delle imprese di assicurazione*, in *Crisi e insolvenze tra imprenditori, imprese e società*, cit., 1267 ss.

di insolvenza applicabili alle imprese in generale risultano perlopiù inadeguate rispetto alle imprese di assicurazione, posto che tali procedure potrebbero non garantire sempre un adeguato proseguimento delle funzioni essenziali a vantaggio dei contraenti, i beneficiari e le parti lese, l'economia reale o la stabilità finanziaria nel suo complesso¹².

Nonostante taluni Stati membri abbiano già introdotto obblighi di pianificazione preventiva del risanamento e meccanismi per la risoluzione delle imprese di assicurazione o di riassicurazione in dissesto, l'assenza di condizioni, poteri e procedure comuni per il risanamento e la risoluzione di imprese di assicurazione a livello unionale può rivelarsi di ostacolo al buon funzionamento del mercato interno e un impedimento alla cooperazione tra autorità nazionali nella gestione di gruppi transfrontalieri di imprese in difficoltà o in dissesto. La circostanza si verifica in particolare quando, a causa del diverso approccio seguito, le autorità nazionali non dispongono del medesimo grado di controllo o della medesima capacità di procedere alla risoluzione dell'impresa di assicurazione. Conseguentemente, le differenze nei regimi di risanamento e risoluzione potrebbero incidere sulla parità di condizioni e creare potenzialmente distorsioni della concorrenza tra le imprese: è, quindi, opportuno eliminare tali ostacoli e adottare una normativa intesa a garantire che non sia pregiudicato il mercato interno. A tal fine, le norme che disciplinano il risanamento preventivo e la risoluzione dell'impresa di assicurazione dovrebbero essere soggette a disposizioni comuni di armonizzazione minima. Peraltro, per garantire la coerenza con la legislazione dell'Unione vigente nel settore dei servizi assicurativi, il regime preventivo di risanamento e il regime di risoluzione dovrebbero applicarsi alle imprese di assicurazione che sono soggette ai requisiti prudenziali di cui alla direttiva Solvency II¹³.

E quasi a sottolineare i punti di contatto, ma anche quelli di divergenza, con la BRRD, il legislatore segnala che con le norme destinate ad essere introdotte grazie al recepimento della direttiva 2025/1, le autorità di risoluzione nel settore assicurativo e riassicurativo e le autorità di risoluzione nel settore bancario disporranno ciascuna di

¹² È quanto si legge nel settimo considerando della direttiva (UE) 2025/1.

¹³ Così l'undicesimo considerando della direttiva (UE) 2025/1.

un proprio quadro di risoluzione adeguato alle specificità dei settori assicurativo e riassicurativo e del settore bancario. In aggiunta, si rileva che la tempistica di una risoluzione in un contesto assicurativo e riassicurativo è diversa da quella di una risoluzione in un contesto bancario. Infatti, come noto, al fine di evitare una corsa agli sportelli, il Comitato di risoluzione unico e le autorità nazionali di risoluzione nel settore bancario di norma devono agire rapidamente. Le autorità di risoluzione nel settore assicurativo e riassicurativo, invece, hanno spesso il vantaggio di disporre di un tempo maggiore nell'individuazione di soluzioni più vantaggiose per i contraenti. Nel settore assicurativo e riassicurativo è meno probabile che si verifichi un evento simile a una corsa agli sportelli, e le conseguenze di tale evento sarebbero diverse rispetto al settore bancario: in questi termini si esprime il quattordicesimo considerando, quasi a voler rimarcare la specificità del rischio assicurativo, che impone soluzioni legislative del tutto peculiari.

3. *Il mercato assicurativo nella Legge Capitali*

Il prossimo recepimento della coppia di direttive in materia assicurativa del 2025 è destinato ad incrociarsi con un'ulteriore prospettiva *de jure condendo*.

Com'è noto, entro ventiquattro mesi dall'entrata in vigore della legge capitali, il Governo è delegato ad adottare, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, decreti legislativi per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali, osservando una molteplicità di principi e criteri direttivi, tra i quali la complessiva razionalizzazione e il coordinamento del testo unico della finanza, del testo unico bancario, del codice delle assicurazioni private e del d. lgs. n. 252/2005, il quale reca la disciplina della previdenza complementare: è quanto si ricava dall'art. 19, comma 2, lett. l), Legge Capitali.

Già all'indomani della sua entrata in vigore si era avvertito che la delega aggiuntiva – ulteriore rispetto a quella già ampia avente ad oggetto i mercati dei capitali – persegue un duplice obiettivo: un primo di natura formale – evitare che ci sia disarmonia tra fonti concorrenti – e un secondo di natura sostanziale – consentire al Governo di modificare altri testi di legge comunque relativi al mercato dei

capitali¹⁴. In proposito, si è pure osservato che, più che ai principi e ai criteri della delega, la previsione attiene all’oggetto stesso della delega, giacché la materia bancaria e quella assicurativa altro non sono che articolazioni del mercato dei capitali, a ciascuna delle quali corrispondono specifici testi normativi¹⁵.

Al riguardo, va anche menzionata la l. 11 marzo 2025, n. 28, entrata in vigore il 21 marzo dello stesso anno che, tra l’altro, ha modificato la lett. l) dell’art. 19 Legge Capitali, aggiungendo l’ulteriore scopo di *“eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall’ordinamento dell’Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate”*.

La previsione di più recente introduzione rientra tra le finalità più generali della Legge Capitali, avente l’obiettivo di aumentare la competitività del mercato nazionale, alla cui realizzazione è *inter alia* di ostacolo il fenomeno del *goldplating* che – come noto – anziché livellare, diversifica il campo di gioco all’interno dell’Unione europea a svantaggio degli operatori con sede nei Paesi in cui vige la regola più restrittiva.

In occasione del recepimento delle due direttive, dunque, il legislatore nazionale dovrebbe fare un uso molto limitato del *goldplating* (d’altronde in linea con le opzioni esercitate dal legislatore dell’Unione europea), e lasciare al più all’autorità di vigilanza (nel caso specifico l’Ivass) il bilanciamento tra tutela degli assicurati e protezione degli investitori nel capitale delle imprese di assicurazione, portatori questi ultimi di interessi che invero si riflettono sulla posizione dei beneficiari finali, con tutto ciò che ne consegue su un piano più generale. Si pensi, soltanto in via esemplificativa, a investitori istituzionali quali i fondi pensione e ai loro aderenti, desiderosi di integrare un trattamento pensionistico pubblico reso sempre meno adatto a soddisfare i bisogni che insorgono nella terza età, stante la convergenza, in atto ormai da anni, di due fattori destinati ad accentuarsi con il trascorrere del tempo, il calo demografico e l’invecchiamento della popolazione.

¹⁴ Così A. PISANESCHI, *Commento all’art. 19*, in *Legge Capitali*, G. Martina, M. Rispoli Farina, V. Santoro (a cura di), Torino, 2024, 239 s.

¹⁵ P. MARCHETTI, *Commento all’art. 19*, in *Commentario alla Legge Capitali*, P. Marchetti e M. Ventoruzzo, Pisa, 2024, 155.

4. *Linee evolutive dei piani pensionistici individuali paneuropei*

Si ritiene opportuno un rilievo finale: nel processo di razionalizzazione previsto dall'art. 19 Legge Capitali rientra anche la disciplina della previdenza complementare. In ragione dell'ampiezza del riferimento, si potrebbe ipotizzare una razionalizzazione non soltanto della disciplina relativa ai fondi pensione e ai piani pensionistici individuali di cui al D. lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, ma anche della disciplina dei piani pensionistici individuali paneuropei, introdotti dal Regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 – successivamente integrato dal Regolamento (Ue) 2021/895 del 24 febbraio 2021 – implementati in Italia con il D. lgs. 3 agosto 2022, n. 114. Un'eventuale razionalizzazione non potrebbe naturalmente alterare i tratti fisionomici dei PEPP né le finalità perseguite del legislatore unionale, che in un'ottica transfrontaliera ha inteso sviluppare un mercato europeo dei prodotti pensionistici e contribuire alla mobilità dei cittadini dell'Unione, ai quali è data l'opportunità di lavorare e muoversi conservando la portabilità del piano pensionistico individuale paneuropeo.

Al riguardo va, tuttavia, osservato che in uno studio (*staff paper*) del settembre 2024¹⁶, la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) ha segnalato il limitato successo dei PEPP e la molteplicità delle ragioni strutturali alla base della loro circoscritta adozione, tra le quali EIOPA ha ravvisato i costi intrinseci dell'offerta dei PEPP: la consulenza obbligatoria, il costo delle garanzie e l'uso di tecniche di mitigazione del rischio che comportano strategie di investimento complesse. A frenare la diffusione dei PEPP è inoltre la disparità fiscale rispetto ai prodotti pensionistici nazionali. Non a caso, in vista della possibile revisione del Regolamento programmata per il 2027¹⁷, nel medesimo documento EIOPA ha auspicato la loro

¹⁶ EIOPA: “*A simple and long-term European savings product: the future Pan-European Pension Product*”, 11 settembre 2024, in https://www.eiopa.europa.eu/document/download/53a75b6e-fc6b-46ce-9818-02badf20f515_en?filename=EIOPA%20Staff%20Paper%20on%20the%20future%20Pan-European%20Pension%20Product.pdf

¹⁷ Ai sensi dell'art. 73 (valutazione e relazione) del Regolamento, “*cinque anni dopo la data di applicazione del presente regolamento, e successivamente ogni cinque*

armonizzazione fiscale a livello europeo con l'obiettivo di agevolare il collocamento transfrontaliero dei PEPP e al tempo stesso consentire ai loro fornitori l'abbassamento dei costi grazie alle economie di scale così realizzate.

In questa stessa cornice si inserisce l'Unione dei risparmi e degli investimenti (*Savings and Investment Union*-SIU¹⁸), destinata verosimilmente a riflettersi sui PEEP che – si è appena rilevato – sono risultati molto meno appetibili di quanto si auspicasse in occasione della loro introduzione nell'ordinamento unionale.

Il Parlamento Europeo, nel corso di un *briefing* del novembre 2025¹⁹, ha segnalato che l'obiettivo del primo dei quattro “filoni di lavoro” sui quali si basa la SIU – denominato “cittadini e risparmio”²⁰ – è l'incremento dei volumi di risparmio convogliati verso l'economia reale mediante il superamento dei canali tradizionali, in particolare dei depositi bancari garantiti. Infatti, se per un verso la SIU persegue la finalità di ampliare le opportunità di finanziamento per le imprese, soprattutto nei mercati mobiliari, per altro verso pone anche l'accento sul “lato domanda” dei mercati finanziari, in particolare sulla domanda delle famiglie – *id est* gli investitori al dettaglio – in contrapposizione alle istituzioni finanziarie all'ingrosso. Come rilevato nel *briefing* appena menzionato, la gran parte degli investitori al dettaglio ha tempo, capacità di finanziamento o volontà limitate di acquisire competenze e informazioni in materia di investimenti. Conseguentemente, i loro volumi di negoziazione sono relativamente bassi, mentre i costi risultano proporzionalmente più elevati. Gli investitori al dettaglio tendono così a depositare i propri risparmi in strumenti di risparmio

anni, la Commissione effettua una valutazione del presente regolamento e, previa consultazione dell'EIOPA, e se del caso delle altre AEV, presenta una relazione sulle principali conclusioni al Parlamento europeo e al Consiglio. La relazione è corredata, se del caso, di una proposta legislativa”.

¹⁸ Il titolo completo della strategia è “Unione del risparmio e degli investimenti: una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE”, a riprova del fatto che i cittadini e le imprese dell'UE sono al centro degli obiettivi della strategia.

¹⁹

[https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2025\)779187](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2025)779187).

²⁰ Gli obiettivi due, tre e quattro sono rispettivamente gli investimenti e i finanziamenti, l'integrazione e i fattori di scala, la vigilanza efficiente nel mercato unico.

facilmente comprensibili, come i depositi bancari, relativamente accessibili, trasparenti e garantiti dai sistemi nazionali di assicurazione dei depositi.

Muovendo da tale assunto, durante il citato *briefing* il Parlamento Europeo ha segnalato l'opportunità che il filone "cittadini e risparmio" della SIU promuova principalmente un ampliamento della gamma di opzioni per il finanziamento delle imprese attraverso istituzioni finanziarie non bancarie, in particolare fondi pensione e compagnie assicurative. Come rilevato, le famiglie risparmiano, infatti, per il loro futuro e il loro orizzonte temporale si adatta meglio a simili istituzioni, che possono quindi ottimizzare gli investimenti. Pertanto, mentre il primo filone sostiene il "lato della domanda" di strumenti finanziari, la strategia include un elenco di azioni politiche relative ai vari filoni di lavoro, tra cui la creazione di nuovi strumenti di risparmio per le famiglie, che fornirebbero incentivi a investire in veicoli di investimento a lungo termine anziché in depositi bancari. Le azioni proposte includono, oltre all'istituzione di conti di risparmio e investimento, la promozione di piani pensionistici complementari mediante un approccio diverso rispetto ai precedenti piani d'azione su risparmio e pensioni. Come accennato, i piani precedenti, e in particolare il piano pensionistico paneuropeo, si concentrano sulla dimensione transfrontaliera, mentre in prospettiva dovrebbero essere incoraggiate e monitorate le soluzioni nazionali.

D'altronde, nel settembre del 2025 l'EIOPA ha fornito il suo contributo tecnico per sostenere lo sviluppo delle pensioni integrative nel contesto dell'Unione del risparmio e degli investimenti²¹, proponendo, in merito alla revisione del Regolamento PEPP, una serie di interventi, segnatamente: *i*) la creazione di un'etichetta pensionistica chiara e visibile a livello UE, rinominando il PEPP di base con un nome più semplice e riconoscibile come "EuroPension" per aumentare la consapevolezza e facilitare gli investimenti pensionistici al dettaglio, colmando così i divari pensionistici; *ii*) la semplificazione delle caratteristiche di "EuroPension" per ottenere migliori risultati per i consumatori; *iii*) l'introduzione di modifiche al quadro normativo per

²¹ https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-provides-its-technical-input-support-development-supplementary-pensions-context-savings-and-2025-09-08_en?prefLang=it.

raggiungere dimensioni maggiori, ridurre i costi e migliorare i rendimenti; *iv*) un quadro di registrazione e vigilanza semplificato e in grado di monitorare adeguatamente l'etichetta "EuroPension".

Si profilano, quindi, sia un cambio di passo nella costruzione di forme pensionistiche europee, sia un ritorno alla valorizzazione delle forme pensionistiche complementari previste dall'ordinamento interno, sfide alle quali il legislatore italiano non dovrebbe sottrarsi nell'opera di generale razionalizzazione e coordinamento prevista dall'art. 19 Legge Capitali.

La nozione di investitore nella prospettiva della *Capital Markets Union*: profili giuridico-economici

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La nozione di investitore nella dottrina economica: cenni. – 3. Le plurime definizioni di investitore nel quadro normativo europeo di riferimento – 3.1. Profili comuni nelle differenti nozioni di investitore in vigore. – 4. La nozione di investitore e le altre figure dell'ordinamento bancario e finanziario. – 5. Profili comparatistici: la definizione statunitense di investitore. – 6. Luci e ombre di una definizione unitaria di investitore in Europa. – 7. La mancata unificazione della nozione di azionista. – 8. Osservazioni conclusive.

1. Introduzione

La realizzazione dell'Unione del Mercato dei Capitali è da tempo una priorità del legislatore europeo; in effetti, sin dal progetto avanzato con il Trattato di Roma, l'eliminazione delle barriere alla libera circolazione dei capitali e prestazione dei servizi finanziari è stata considerata un *volano*¹ per la costituzione del mercato unico (*Capital Markets Union*, CMU²).

Il progetto persegue l'obiettivo di integrare i mercati dei capitali dell'UE; a tale scopo, esso prevede 16 azioni con le finalità, tra l'altro, di supportare un'economia sostenibile, digitale e resiliente e di integrare i singoli mercati nazionali in un mercato unico³. In tale contesto,

* Il presente contributo è stato redatto nell'ambito del Progetto 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*”. L'unità di ricerca afferente è l'Università “Ca' Foscari” Venezia, coordinata dal Professore Alberto Urbani.

¹ M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 20.

² Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per l'Unione dei mercati dei capitali* (COM (2015) 468 final), 30 settembre 2015; ID., *L'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione* (COM (2020) 590 final), 24 settembre 2020. Si veda, inoltre, A. BROZZETTI, *La transizione verso la “Capital markets union” (CMU): la tappa del novembre 2021*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, II, 20 ss.

³ COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, (COM (2020) 590 final), 24 settembre 2020. Al

assume rilievo l’Azione 12 dell’*Action Plan* per la CMU, la quale, al fine di facilitare l’impegno degli investitori transfrontalieri, si interroga sulla possibilità di introdurre una definizione unitaria di azionista nonché di chiarire e armonizzare ulteriormente le norme che disciplinano l’interazione tra investitori, intermediari ed emittenti⁴.

Ciò posto, si rende opportuno altresì premettere la circostanza per cui il diritto finanziario europeo sia caratterizzato da un approccio c.d. settoriale⁵ e declinabile nei tre tradizionali ambiti, indipendenti l’uno dall’altro: bancario, dei capitali e assicurativo/fondi pensione. Al presente, ciascun ambito affronta le questioni relative alla protezione degli utenti di determinati servizi o prodotti finanziari in modo differenziato con riguardo agli obiettivi della normativa di riferimento. L’identificazione del soggetto da tutelare, il quale può svolgere, tra gli altri, il ruolo di depositante, cliente, consumatore, investitore, contraente di polizza, pertanto, varia a seconda dell’ambito di riferimento, rendendo, per tal via, la definizione del soggetto destinatario della protezione offerta dalle diverse normative, mutevole in base alle finalità⁶ cui la disposizione tende.

Alla luce di tali premesse, ci si propone in questa sede di valutare se sia opportuno proporre una nozione unica di investitore a livello europeo, così come era stato auspicato per la definizione di azionista con l’*Action Plan* del 2020. Occorrerà valutare se l’introduzione di una nozione armonizzata di investitore possa costituire, per gli operatori, uno strumento capace di dare certezza nell’esercizio delle attività finanziarie, ovvero se, per converso, rischi di tradursi per questi ultimi in un vincolo in grado di riflettersi negativamente sulla pratica degli

presente vi è un ulteriore progetto, che riassume gli obiettivi della CMU, il Piano *Saving and Investment Union* (SIU), adottato il 19 marzo 2025 dalla Commissione europea.

⁴ Sul punto, M. GARGANTINI, *Discipline degli emittenti e sviluppo dei centri finanziari nei mercati europei dei capitali*, in *Riv. Soc.*, 2024, V-VI, 1004.

⁵ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2024 e V. COLAERT, D. BUSCH e T. INCALZA (a cura di), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019.

⁶ Sul punto, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., 5, sottolinea come «sul punto, sono da tempo forti, in chi scrive, le perplessità e lo stesso legislatore ha ormai preso atto della necessità di rivedere, almeno in parte, l’approccio tradizionale, integrando maggiormente le regole relative ai tre settori, e spesso sconfinando dall’uno all’altro, o adottando approcci spiccatamente intersettoriali».

affari.

2. La nozione di investitore nella dottrina economica: cenni

In dottrina economica⁷, l'investitore viene descritto come il soggetto che assume decisioni in uno spazio bidimensionale e, più precisamente, un individuo o un'entità che assume un rischio al fine di conseguire benefici futuri (rendimento dell'investimento⁸). In specie, nell'ambito in discorso, il termine investitore indica colui che intenda destinare capitale in investimenti con l'aspettativa che questi ultimi aumentino di valore nel tempo⁹.

L'investitore è dunque il soggetto che destina risorse finanziarie a progetti o strumenti con la finalità di incrementare il valore del capitale investito nel tempo, contribuendo così al processo di allocazione efficiente delle risorse all'interno del sistema economico e finanziario. In siffatto contesto, emerge come la teoria economica classica¹⁰ individui nella assunzione del rischio, la caratteristica distintiva dell'investitore: investire, dunque, significa accettare l'eventualità di perdere tutto o parte del capitale inizialmente investito. Più dettagliatamente, occorre specificare che una situazione di rischio è caratterizzata dalla possibilità che si realizzino più scenari e che a ciascuno di essi possa essere associata una probabilità di realizzazione nota *ex ante*; tale situazione di incertezza viene anche definita, in dottrina economica, "di incertezza debole"¹¹. Sotto tale prospettiva,

⁷ E. F. FAMA, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, in *J Fin.*, 25, II, 1970, 383-417; R. A. BREALEY, S. C. MYERS e F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, New York, 2019; Z. BODIE, A. KANEN e A. J. MARCUS, *Investments*, New York, 2014.

⁸ In letteratura economica l'investimento «ossia la domanda di risparmio, rappresenta quella parte della produzione corrente che è destinata al mantenimento o all'accrescimento dello stock di capitale di un sistema economico», si veda: C. IMBRIANI, A. LOPES, *Macroeconomia. Mercati, Istituzioni finanziarie e politiche, Macroeconomia*, Novara, 2013, 159.

⁹ C. J. LOOMIS, *Tap Dancing to Work: Warren Buffett on Practically Everything, 1966-2012*, London, 2012.

¹⁰ V. J. CALLAN e M. JOHNSON, *Some Guidelines for Financial Planners in Measuring and Advising Clients About Their Levels of Risk Tolerance*, in *Journal of Personal Finance* 2003, I, 31-44.

¹¹ Cfr. F. H. KNIGHT, *Risk, uncertainty and profit*, Boston, 1921.

rileva la criticità avanzata in economia rispetto alle scelte che devono essere effettuate quando il soggetto si trovi in condizioni di incertezza. Quest'ultima si riferisce ad una situazione in cui vi sono più "alternativi stati nel mondo"¹² che si possono verificare ma per i quali la probabilità associata è sconosciuta o non può essere adeguatamente stimata. L'incertezza può estendersi sino a configurarsi in una situazione in cui sono gli stessi *stati del mondo* a non essere conosciuti. Se ne deduce che tali situazioni di incertezza, rilevati in campo economico, possono tradursi nell'esigenza di avere uno spazio di tutela in ambito giuridico. Di qui, si rinviene l'esigenza del legislatore di tutelare l'investitore con riferimento all'informativa che deve essere a lui conferita da intermediari, autorità, regolatori, ciò tenuto conto del profilo di attitudine al rischio del singolo soggetto.

L'investitore è dunque qualificato come un *agente economico*¹³, il quale, in presenza di un ordinamento giuridico definito e stabile, adotta scelte razionali¹⁴ di allocazione del capitale al fine di massimizzare

¹² *Ibidem*.

¹³ H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *J. Fin.*, 1952, VII, 77-91. Ed ancora, A. TVERSKY e D. KAHNEMAN, *Rational Choice and the Framing of Decisions*, in *The Journal of Business*, 1986, LIX, S251-S278.

¹⁴ Nell'ambito finanziario l'investitore razionale viene definito dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*) come «una persona che pensa e si comporta in modo razionale», all'interno del TUF (Testo Unico della Finanza) nell'art. 94 si rintraccia che è stato invece definito come «investitore ragionevole», ovvero un individuo a cui dovrebbero essere fornite informazioni rilevanti da utilizzare nel processo decisionale di investimento. Occorre richiamare A. SCIARRONE-ALIBRANDI, *I bisogni finanziari, il sistema finanziario e le ragioni della sua regolazione*, in *Diritto Commerciale, Vol IV – Diritto del Sistema Finanziario*, M. CIAN (a cura di), Milano, 2024. L'A. ritiene che «Anche in ragione dell'attuale mancanza di qualificazioni giuridiche univoche, sembra opportuno allora approcciare al tema mettendo per un attimo da parte la prospettiva del giurista per seguire quella – logicamente precedente – dell'analisi economica dei fenomeni in oggetto. Agli economisti risulta infatti assai meno problematico fornire una definizione sia di "sistema finanziario" che di "attività finanziarie", venendo tali concetti ricostruiti a partire dalla ancora più basilica nozione, già menzionata nell'Introduzione, di "bisogni finanziari". Proprio da questa nozione conviene dunque partire al fine di ricostruire le linee portanti del sistema finanziario inteso come "luogo" di risposta a tali bisogni, per riportare solo in seguito il discorso sul piano delle qualificazioni giuridiche e della regolamentazione del sistema medesimo».

l'utilità attesa e valutando al contempo costi, benefici e rischi¹⁵. Con tale definizione si tende tuttavia ad idealizzare il comportamento umano senza valutare l'influenza di fattori psicologici, idonei, spesso, a comportare l'adozione di scelte non pienamente razionali. Nonostante ciò, l'assunzione di razionalità rimane un riferimento centrale nella teoria economica per comprendere e *modellare* le dinamiche di investimento. È proprio in siffatto ambito che assume rilievo il concetto di *financial education*, il quale, come è noto, ha lo scopo di rendere l'investitore consapevole del beneficio derivante dalla diversificazione e dall'opportunità di combinare fra loro attività caratterizzate da diversi possibili comportamenti¹⁶.

Alla luce della nozione di investitore elaborata dalla dottrina economica – dalla quale emergono profili rilevanti anche sul piano giuridico, quali la propensione al rischio e le aspettative di rendimento – appare opportuno approfondire come tale figura sia inquadrata nell'ordinamento europeo.

3. *Le plurime definizioni di investitore nel quadro normativo europeo di riferimento*

In via preliminare, appare doveroso precisare che, all'interno della normativa europea di rango primario, non sussistono disposizioni volte a fornire una unitaria nozione di investitore ed inoltre la giurisprudenza europea o nazionale non appare essersi sinora interrogata sulla definizione di investitore né tantomeno sulla difficoltà di interpretazione di tale definizione nei differenti ambiti in cui essa viene utilizzata. Tuttavia, l'attuale impianto normativo europeo prevede da un lato una nozione generale di investitore¹⁷, come la persona che ha affidato fondi o strumenti ad un'impresa d'investimento; dall'altro, contempla molteplici definizioni di investitore, predisposte con riferimento a differenti ambiti dell'attività finanziaria.

¹⁵ G. HELLERINGER, *A Behavioural Perspective on Consumer Finance*, in *Research Methods in Consumer Law*, H. MICKLITZ, A. SIBONY e F. ESPOSITO (a cura di), Cheltenham, 2018.

¹⁶ Per un maggiore approfondimento sul punto si veda, D. ROSSANO, *Le «tecniche cognitive» nei contratti di intermediazione finanziaria*, Napoli, 2011.

¹⁷ Direttiva 97/9/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 marzo 1997 relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori.

Con riguardo alle plurime determinazioni della figura in discorso, è doveroso anticipare che il legislatore spesso utilizza indistintamente il termine investitore e cliente, assimilando così le due nozioni. Invero, la direttiva MiFID II¹⁸ fornisce una descrizione di cliente prevedendo che quest'ultimo sia una persona fisica o giuridica alla quale un'impresa di investimento presta servizi di investimento o servizi accessori (art. 4 par. 9). Inoltre, la normativa in discorso offre una distinzione tra cliente al dettaglio e professionale, definendo il primo come colui «che non sia un cliente professionale»¹⁹, dunque, egli viene definito in via residuale dal legislatore europeo. Per converso, il cliente professionale (art. 4 par. 10) è colui che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume.

Come è stato anticipato, la nozione di investitore è da rinvenirsi altresì in ulteriori ambiti del diritto bancario e finanziario europeo; si prenda ad esempio la materia delle cartolarizzazioni: l'art. 2 del Regolamento (UE) n. 2402/2017 (Regolamento Cartolarizzazioni) prevede che l'investitore sia «la persona fisica o giuridica che detiene una posizione verso una cartolarizzazione». A nostro avviso, tale locuzione appare essere una scelta ben definita del legislatore europeo, il quale definisce l'investitore in modo volutamente ampio e neutrale, riflettendo l'intento di includere una pluralità eterogenea di soggetti (banche, fondi, assicurazioni, soggetti *retail* sofisticati ecc.), i quali partecipano al mercato delle cartolarizzazioni.

Volendo poi riferirsi a un ulteriore ambito di riferimento occorre richiamare l'art. 4, paragrafo 6, del Regolamento (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. Esso prevede che l'investitore al dettaglio sia un “cliente al dettaglio” come definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 11, della Direttiva (UE) 65/2014. Allo stesso modo, la Direttiva (UE) 2024/927 (AIFMD), disciplina

¹⁸ Tra tutti M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in questa *Rivista*, 2020, I, 145 ss.

¹⁹ Si noti che la nozione di cliente al dettaglio (Art. 4(1)(11) MiFID II) e quella di consumatore, ai fini del diritto privato internazionale, non coincidono, ciò che accresce la complessità del sistema (si veda sul punto, R. MOTRONI, *La profilatura del cliente nella MiFID II*, in *La MiFID II*, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), Padova, 2016, 416 ss.

l'investitore professionale, definendo quest'ultimo come un cliente professionale o che egli possa, su richiesta, essere considerato alla stregua di un cliente professionale richiamando quando previsto dalla MiFID II. A nostro avviso, tale definizione, contenuta all'interno della MiFID II, sembra evidenziare la volontà del legislatore europeo di mantenere una coerenza sistematica tra diverse discipline del diritto finanziario europeo, assicurando un perimetro uniforme di soggetti destinatari delle tutele riservate agli investitori.

E ancora, occorre precisare che, all'interno della Direttiva 59/2014 *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD), l'art. 2, paragrafo 105, richiamando la citata disposizione di rango europeo, disciplina che l'investitore è da intendersi come la persona che ha affidato fondi o strumenti, nell'ambito di operazioni d'investimento, ad un'impresa d'investimento²⁰. Tale disposizione introduce una definizione funzionale e relazionale che si discosta da altre più generiche presenti nel diritto bancario e finanziario europeo: essa, infatti, pone l'accento sul rapporto fiduciario tra investitore e intermediario e sul conferimento di risorse nell'ambito di una relazione contrattuale di investimento, assumendo particolare rilievo nel contesto della risoluzione delle crisi bancarie.

Alla luce degli esempi normativi in questa sede esaminati, si può affermare che la scelta del legislatore europeo, di disciplinare la nozione di investitore a seconda del settore di riferimento, appare rispecchiare una scelta regolatoria deliberata, volta a garantire flessibilità interpretativa e operativa in un contesto economico e finanziario in costante evoluzione.

Tuttavia, benché la normativa europea non offra una recente definizione di investitore, essa si avvale di riferimenti e rinvii puntuali alle categorie di soggetti coinvolti nei mercati finanziari, con particolare attenzione ai profili di tutela e di classificazione. In tale contesto, l'investitore viene identificato in termini funzionali e categoriali, differenziando tra investitori al dettaglio, investitori professionali e controparti qualificate (articoli 4 e 24-35 MiFID II). Detta classificazione ha rilevanza sostanziale poiché determina il livello di

²⁰ Direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 marzo 1997, relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori.

protezione normativa cui ciascuna categoria può accedere, nonché le modalità di esecuzione dei servizi di investimento²¹.

Già con la MiFID I si rispondeva all'esigenza di un'applicazione differenziata in ragione del grado di protezione necessario all'investitore, in applicazione del principio di graduazione della tutela, così come stabilito dal considerando 31 della direttiva; successivamente, con la MiFID II si è consolidato il principio di graduazione della tutela, correlato alla classificazione concentrata sull'intensificazione di alcuni strumenti di tutela, stabilendo però una sorta di tutela c.d. di base, laddove al considerando 86 precisa che «al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell'agire in modo onesto, equo e professionale e l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti». Dal menzionato considerando emerge come la MiFID II svolga, dunque, una funzione di riferimento essenziale nell'ambito della regolamentazione europea dei mercati finanziari²², stabilendo criteri operativi per individuare le caratteristiche e le esigenze informative degli investitori, senza tuttavia procedere a una definizione formale e unitaria del concetto di investitore. Questo approccio sarebbe idoneo a riflettere la complessità e la varietà delle figure economiche che operano nel mercato finanziario, le quali, a nostro avviso, potrebbero non essere adeguatamente rappresentate da una unica definizione, statica e generale.

²¹ A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia*, R. D'APICE (a cura di), Bologna, 2010, 507. Sul recepimento della MiFID in Italia si veda, S. BASTIANON, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2008, II, 255 ss.; C. SAVERIO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro It.*, 2008, II, 57 ss.

²² F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

3.1. *Profili comuni nelle differenti nozioni di investitore in vigore*

Le sopradescritte nozioni di investitore presentano taluni profili comuni, i quali superano le specificità dei singoli contesti normativi e riflettono un approccio regolatorio mirato alla tutela del soggetto debole²³.

La dimensione dell'affidamento e del rischio è un primo profilo comune tra le differenti nozioni sopra analizzate; in effetti, l'investitore è da qualificarsi come colui che, attraverso un atto di investimento, quale il conferimento di fondi o strumenti a un'impresa di investimento, si espone ad un rischio specifico connesso sia all'andamento del mercato di riferimento sia alla potenziale asimmetria informativa con il soggetto intermediario²⁴. Tale ultimo profilo, di c.d. vulnerabilità, è il presupposto che spinge a giustificare il sistema protezionistico che vede come protagonista l'investitore, specialmente quello *retail*²⁵. È proprio in tale prospettiva, dunque, che il diritto dell'Unione si pone come uno strumento di riequilibrio strutturale del rapporto tra le parti, intervenendo *ex ante* con obblighi di trasparenza, adeguatezza e correttezza²⁶, al fine di ridurre l'asimmetria informativa e ripristinare,

²³ U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, R. ELGUETA (a cura di), Roma, 2014.

²⁴ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

²⁵ Al riguardo, occorre richiamare, la circostanza per cui gli investitori istituzionali non gestiscono le partecipazioni acquistate nel loro interesse (per così dire "individuale"), ma operano piuttosto nell'interesse di coloro i quali hanno reso disponibile il denaro che costituisce oggetto dell'investimento. Sotto quest'angolo visuale, si può meglio comprendere la differenza – riscontrabile sul piano sostanziale – rispetto ad altre tipologie di azionisti come, ad esempio, un imprenditore ovvero un investitore *retail*; sul punto si veda: M. VENTORUZZO, (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2023, 185 ss., secondo il quale la posizione degli investitori istituzionali (da intendersi come portatori di interessi collettivi altrui) sembrerebbe rivelare alcune affinità con quella degli amministratori di società, i quali operano nell'interesse esclusivo dei soci. Com'è noto, infatti, negli emittenti quotati vi è un duplice piano di rapporti c.d. di "agenzia" (*agency*): gli amministratori della società sono *agents* (in senso atecnico, "fiduciari") che operano nell'interesse dei loro soci-*principals*; tali ultimi, se investitori istituzionali, sono a loro volta *agents* ("fiduciari") dei loro clienti-*principals*.

²⁶ A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 7, il quale sottolinea che la MiFID II ha introdotto «un'ulteriore strategia a tutela dell'investitore che completa la parabola verso il paternalismo

almeno in parte, la parità contrattuale²⁷. Di qui, può rinvenirsi un ulteriore elemento di comunanza tra le definizioni analizzate e cioè la natura funzionale della nozione di investitore; invero, l'identità giuridica dell'investitore non è definita da un concetto formale ma dalla sua posizione nel rapporto con l'intermediario e dalla capacità dell'investitore di agire in modo consapevole attraverso la piena disposizione delle sue finanze. La MiFID II, in tal senso, funge da perno sistematico, distinguendo i clienti in categorie in base a criteri di esperienza, conoscenza e competenza²⁸. Detta classificazione della clientela non rappresenta – all'evidenza – l'esito di un mero esercizio descrittivo del legislatore, bensì costituisce il fondamento su cui si innestano gli obblighi di diligenza, correttezza, trasparenza e adeguatezza, i quali impongono all'intermediario di agire nel migliore interesse del cliente²⁹.

Altro profilo di rilievo è rappresentato dall'interconnessione normativa, la quale costituisce un elemento strutturale del sistema giuridico europeo in materia finanziaria³⁰. Sebbene si sia potuto notare che le definizioni di investitore divergano all'interno dei differenti provvedimenti normativi citati, il quadro giuridico europeo si caratterizza per un sistema di rinvii, i quali integrano discipline formalmente autonome, come, ad esempio, il Regolamento PRIIPs e la Direttiva BRRD, con i principi e le categorie delineati dalla Direttiva MiFID II.

Orbene, tale peculiare meccanismo di rinvio normativo non solo consente una coerenza sistemica ma riflette altresì il sopracitato approccio funzionale del legislatore europeo, volto a garantire un livello elevato di tutela degli investitori e una disciplina armonizzata del mercato orientando i propri sforzi verso la realizzazione di un diritto

iniziata dalla *law in action* nel vigore della MiFID» fondata non solo più su regole di trasparenza, ma anche su «regole assai stringenti sulla “produzione” e sulla distribuzione degli strumenti finanziari, sinteticamente identificate con l'espressione “product governance”».

²⁷ Per tutti, M. ANDENAS e H. Y. CHIU, *The Foundations and Future of Financial Regulation: Governance for Responsibility*, Londra, 2014, 22 ss.

²⁸ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

²⁹ A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, cit.

³⁰ Circostanza che ben si evince da: F. SARTORI, *Ordinamento finanziario europeo e il ruolo del Testo Unico Bancario: note introduttive*, in questa Rivista, 2024, IV, 953-968.

del mercato dei capitali armonizzato a livello europeo. Da tale approccio ne deriva, a ben vedere, un sistema in cui le nozioni giuridiche assumono spesso un significato adattabile ai differenti contesti di riferimento e alle finalità proprie di ciascun intervento regolatorio. Può dirsi dunque che la disciplina in materia si presenta «composita variegata e mutevole»³¹ in ragione del diverso soggetto che investe nell'ambito di riferimento. Ancor di più, a nostro avviso, tale approccio tende ad assicurare una effettiva protezione dell'investitore (in ogni ambito singolarmente disciplinato) e un bilanciamento tra flessibilità applicativa e certezza del diritto, favorendo così l'intento del legislatore di rendersi capace di adattarsi alle evoluzioni dei mercati finanziari europei.

4. *La nozione di investitore e le altre figure dell'ordinamento bancario e finanziario*

Come si evince dalla lettura delle disposizioni europee e nazionali con riferimento alla nozione di investitore, quest'ultima può assimilarsi o talvolta confondersi con altre definizioni di simile portata all'interno dell'ordinamento bancario e finanziario come, ad esempio, quella di consumatore, cliente o azionista.

Per quel che concerne il rapporto tra la nozione di consumatore e quella di investitore occorre richiamare l'art. 3 del Codice del Consumo, il quale definisce il consumatore o utente «la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta». Tale nozione di carattere *generale*³² si fonda su un elemento positivo connesso alla qualità di persona fisica e alla relazione che instaura con il professionista e su un elemento negativo, ossia il non agire per scopi imprenditoriali o professionali. Tuttavia, sempre all'interno del Codice del Consumo vi sono diverse declinazioni di consumatore (*i.e.* il

³¹ F. DI CIOMMO, *La consulenza finanziaria alla luce della MiFID 2: profili giuridici*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, 2017, I, 46.

³² Cfr. G. CHINÉ, *Uso ed abuso della nozione di consumatore nel codice del consumo*, in *Il Corriere del merito*, 2006, IV, 432.

consumatore di prodotti finanziari³³), laddove ciò sia reso necessario dall'ambito settoriale della disciplina e dalle esigenze di protezione.

Ciò posto, occorre precisare che la figura del consumatore, così come quella di cliente della banca, non è direttamente richiamata dalla Costituzione³⁴; può rinvenirsi un riferimento indiretto a tale soggetto all'interno dell'art. 43, il quale menziona gli utenti, seppur tale termine si riferisca, in tale circostanza, solamente ai soggetti che utilizzino i servizi di imprese strategiche³⁵. Se ne deduce dunque che il consumatore possa essere definito con riferimento all'ambito in cui esso operi e può essere ricompreso anche nella categoria del consumatore di prodotti finanziari.

Sotto altro profilo e volendo in parte anticipare taluni aspetti del binomio investitore/cliente, occorre richiamare l'art. 1 del T.U.F. rubricato «Definizioni», il quale come è noto disciplina che i «clienti al dettaglio o investitori al dettaglio» sono «i clienti o gli investitori che non sono clienti professionali o investitori professionali» (comma 1, lett. m-*duodecies*), richiamando l'impostazione del legislatore europeo con la MiFID II.

Secondo parte della dottrina³⁶, il cliente al dettaglio assume la caratteristica che la avvicina alla definizione di “consumatore” ossia la sua individuazione in negativo. Pertanto, sarà cliente al dettaglio solamente quell'investitore che non possiede gli elementi distintivi del

³³ Si individua inoltre il c.d. “consumatore medio” ossia quel soggetto “normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto”, che rileva, ad esempio, nell'ambito delle pratiche commerciali scorrette, in contrapposizione ad un peculiare tipo di consumatore, quello “vulnerabile”, destinatario della disciplina sulla sicurezza dei prodotti, si veda sul punto: N. GALGANO ZORZI, *Contratto di consumo e libertà del consumatore*, Assago, 2012, 1 ss..

³⁴ Cfr. M. LIBERTINI, *Sulla nozione di libertà economica*, in *Contr. Impr.*, 2019, IV, 1278, il quale ravvisa in tale lacuna un “limite culturale” del Costituente. A proposito della mancata considerazione dei consumatori nella loro dimensione per così dire collettiva, non essendo le associazioni consumeristiche esplicitamente menzionate nella Carta fondamentale, al pari di formazioni sociali quali sindacati e partiti, si veda, P. RESCIGNO, *Formazioni sociali e terzi*, in *Persona e comunità*, P. RESCIGNO (a cura di), Vol. II, Padova, 1988, 406, nonché, più di recente, G. ALFANO, *Rappresentatività e democraticità delle associazioni di consumatori*, Napoli, 2020, 33.

³⁵ Cfr. G. LEMME, *Attualità della nozione di “cliente della banca”*, in questa *Rivista*, 2021, II, 267 ss.

³⁶ *Ibidem*.

cliente professionale. Per converso, secondo altra parte della dottrina, la nozione di “consumatore” si riferisce a colui che operi al di fuori della attività professionale eventualmente svolta e, pertanto, non coincide con la nozione di “investitore al dettaglio” ai sensi della MiFID II³⁷.

Occorre poi evidenziare che non si rinviene all’interno del T.U.F. un significato tipicamente giuridico del termine investitore, il quale non viene definito allo stesso modo di come accade a livello europeo. Accade altresì che la figura dell’investitore viene assimilata a quella di cliente³⁸ (o anche clientela), il quale non viene definito all’interno del

³⁷ La dottrina in discorso richiama il precedente giurisprudenziale: C. Giust., UE 3 ottobre 2019, causa C-208/18, *Petruchová*. La CGUE, in particolare afferma che «L’articolo 17, paragrafo 1, del Regolamento (UE) n. 1215/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2012, concernente la competenza giurisdizionale, il riconoscimento e l’esecuzione delle decisioni in materia civile e commerciale, deve essere interpretato nel senso che una persona fisica che in forza di un contratto quale un contratto differenziale concluso con una società di intermediazione finanziaria effettua operazioni sul mercato internazionale dei cambi FOREX (*Foreign Exchange*) tramite tale società, deve essere qualificata come “consumatore”, ai sensi di detta disposizione, se la conclusione di tale contratto non rientra nell’ambito dell’attività professionale di tale persona, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare. Ai fini di tale qualificazione, da un lato, fattori quali il valore delle operazioni effettuate in forza di contratti quali i contratti differenziali, l’entità dei rischi di perdite finanziarie associati alla conclusione di tali contratti, le eventuali conoscenze o competenze di detta persona nel settore degli strumenti finanziari o il suo comportamento attivo nel contesto di tali operazioni sono, in quanto tali, in linea di principio, privi di pertinenza; dall’altro, il fatto che gli strumenti finanziari non rientrino nell’ambito di applicazione dell’articolo 6 del regolamento (CE) n. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I) o che tale persona sia un “cliente al dettaglio” ai sensi dell’articolo 4, paragrafo 1, punto 12, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, è di per sé, in linea di principio, ininfluyente».

³⁸ U. MORERA, *Sulla nozione di “cliente della banca”*, in *Vita notar.*, 1995, I, 590. Ed ancora occorre richiamarsi il pensiero di G. LEMME, *op. cit.*, 268: «Per quanto riguarda l’equivalenza tra “cliente” e “consumatore”, questa sarà oggetto di analisi specifica nelle pagine che seguono; accenno sin da ora al fatto che il cliente della banca non è soltanto necessariamente un consumatore e che diviene dunque fondamentale stabilire se possa trovarsi una unitarietà tra clienti professionali e clienti

T.U.F.; per converso, il Regolamento Intermediari, invece, fornisce una nozione generale di cliente, all'art. 26, comma 1, lett. c), definendolo «la persona fisica o giuridica a cui vengono prestati servizi di investimento principali o accessori», distinguendo poi, alle lettere d) ed e) le categorie di clienti professionali ed al dettaglio (ai quali si aggiungono le controparti qualificate, ai sensi dell'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d), T.U.F. e dell'art. 58, comma 2, Regolamento Intermediari).

Si osserva che, alla stregua dei significati considerati, c'è chi ritiene che i termini investitore e cliente non hanno lo stesso significato, né si pongono in rapporto di genere a specie³⁹. Di contro, a parere di chi scrive, il termine cliente e investitore possono essere identificati nel medesimo soggetto giuridico poiché hanno i medesimi tratti essenziali: persona fisica o giuridica, prestazione di servizi di investimento e classificazione a seconda della protezione che devono ricevere dall'ordinamento. Più nello specifico, per quel che concerne quest'ultimo profilo, occorre evidenziare che, allo stesso modo della previsione di investitore, la disciplina applicabile al cliente della banca varia invero in relazione alle caratteristiche (soggettive) del cliente e a quelle (oggettive) del rapporto preso in considerazione. A nostro avviso, dunque, si potrebbe asserire che il quadro normativo di riferimento muta in relazione alla veste con cui il cliente si presenta alla banca⁴⁰.

Sotto altro profilo, ancora, occorre precisare che la figura di investitore potrebbe coincidere con quella di azionista e in particolare, l'azionista investitore istituzionale o professionale è un azionista rilevante a prescindere dalla misura di capitale detenuta, e l'entità della sua partecipazione è solo relativamente rilevante nel definirne il ruolo

privati; tema dirimente per identificare, in una accezione moderna, l'attualità della nozione», ed ancora *ex multis*: M. PORZIO, *La relazione tra banca e cliente nella recente evoluzione del diritto bancario*, in *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza? – Atti del convegno (San Miniato, 22-23 ottobre 2010)* Torino 2011, 20 ss.; S. CAPIELLO, *Il cliente della banca*, in *Lezioni di diritto bancario*, P. FERRO-LUZZI (a cura di), Vol. II, Torino, 2004, 1 ss.

³⁹ In prospettiva storica, il nostro legislatore è stato tradizionalmente restio a dare rilevanza normativa al termine: G. CRISCUOLI, *Introduzione allo studio del diritto bancario inglese: B) il cliente della banca*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1972, I, 321 ss. (che rintraccia la prima – e sino ad allora unica – apparizione del termine nell'art. 41 del R.D. 21 dicembre 1933, n. 1736 con riferimento all'assegno sbarrato).

⁴⁰ S. CAPIELLO, *op. cit.*, 2.

nella società, che discende anche dalle sue pregresse conoscenze ed esperienze.

All'interno del T.U.F. si individua con la figura di azionista investitore istituzionale e professionale del risparmio il soggetto referente dei poteri delle minoranze⁴¹, pur non emergendo alcuna definizione giuridica dell'investitore istituzionale⁴². Di contro, dal T.U.F. può essere ricavato il dato secondo cui l'*informazione* costituisce il fattore idoneo a distinguere l'azionista/investitore e l'azionista/consumatore (art. 92, comma 1, T.U.F.)⁴³.

In conclusione, la figura dell'investitore in ambito bancario e finanziario è *flessibile* e la sua definizione giuridica dipende, di volta in volta, dal contesto normativo di riferimento. Essa si colloca all'incrocio tra diverse categorie – consumatore, cliente, azionista – con le quali può condividere alcuni elementi qualificanti, senza tuttavia perdere una propria autonomia. Tale autonomia emerge nella misura in cui l'investitore è destinatario di tutele specifiche e di obblighi informativi, in quanto soggetto chiamato a compiere scelte consapevoli nell'ambito dei mercati finanziari.

⁴¹ P. MONTALENTI, *Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 347 ss.; ID., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. COTTINO (diretto da), Vol. IV, Padova, 2004, 24; ID., *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Riv. Soc.*, 2006, 99; R.H. O'NEAL, *Giving Shareholders Power to Veto Corporate Decisions: use of special Charter and by-law Provisions*, in *Law and Contemporary Problems*, 1953, 453 ss.; D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, III, 476 ss.

⁴² Allegato n. 3 al regolamento intermediari contenuto nella delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, come modificata da ultimo con delibera Consob 17 marzo 2016, n. 19548.

⁴³ Cfr. M. COSSU, *I poteri di voce al tempo delle proxy advisory firms. Premesse per un'indagine in Regole del mercato e mercato delle regole il diritto societario e il ruolo del legislatore*, G. CARCANO, M.C. MOSCA e M. VENTORUZZO (a cura di), Milano, 2016.

5. *Profili comparatistici: la definizione statunitense di investitore*

Alla luce di quanto si è detto, potrebbe essere utile ai fini che qui ci occupano, verificare l'approccio seguito in materia da altri Paesi e specificamente dall'ordinamento statunitense.

Preliminarmente occorre specificare che, all'interno del Codice civile americano, per investitore⁴⁴ si intende qualsiasi persona fisica; qualsiasi gruppo composto da non più di dieci persone fisiche; qualsiasi società, associazione, *trust* o altra persona giuridica; o qualsiasi combinazione di due o più società, associazioni, *trust* o altre persone giuridiche, aventi tutti i poteri necessari per ottemperare ai requisiti del relativo sottocapitolo, che il Segretario ritenga qualificate in base all'esperienza commerciale e alle strutture, in grado di garantire la necessaria continuità dell'investimento a lungo termine e di disporre del capitale necessario per l'investimento a lungo termine nel progetto, e approvi come idonee all'assicurazione ai sensi del presente sottocapitolo. Se ne deduce che l'ordinamento americano attribuisce particolare rilievo alla capacità economico-organizzativa dell'investitore, demandando al Segretario un potere di valutare in concreto la presenza dei requisiti richiesti dalla normativa.

In questa sede va ricordato che già il *Securities Act* del 1933⁴⁵, fornisce una definizione di investitore accreditato (*accredited investor*) che è colui che acquista titoli (*securities*) con l'obiettivo di realizzare

⁴⁴ 12 U.S. Code § 17471 – *Definitions*.

⁴⁵ Si riporta integralmente il testo, 15 U.S.C. §77a *et seq*: «The term “accredited investor” shall mean – (i) a bank as defined in section 3(a)(2) whether acting in its individual or fiduciary capacity; an insurance company as defined in paragraph (13) of this subsection; an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in section 2(a)(48) of that Act; a Small Business Investment Company licensed by the Small Business Administration; or an employee benefit plan, including an individual retirement account, which is subject to the provisions of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, 3 if the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in section 3(21) of such Act, which is either a bank, insurance company, or registered investment adviser; or (ii) any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulations which the Commission shall prescribe. The terms “security future”, “narrow-based security index”, and “security futures product” have the same meanings as provided in section 3(a)(55) of the Securities Exchange Act of 1934».

un ritorno economico⁴⁶. Anche in questo caso, il legislatore ha ritenuto di individuare alcuni parametri quantitativi per identificare il destinatario del provvedimento; ci si riferisce tra gli altri ai criteri specifici in merito al patrimonio, al reddito o alla competenza finanziaria⁴⁷. Alla categoria dell'investitore accreditato si aggiunge quella dell'"acquirente qualificato" (*qualified purchaser*), il quale è definito nell'*Investment Company Act* del 1940 come colui che possiede un livello elevato di investimenti: in particolare, una persona fisica con almeno 5 milioni di dollari in "investimenti", oppure un'entità che detiene almeno 25 milioni di dollari investiti per conto proprio o di altri investitori qualificati; rientrano inoltre taluni *trust* e società familiari che soddisfano gli stessi requisiti patrimoniali e non sono stati costituiti al solo scopo di acquisire i titoli oggetto dell'investimento (15 U.S.C. § 80a-2(a)(51)).

Vengono altresì disciplinati dal legislatore oltreoceano gli investitori al dettaglio, i quali acquistano e vendono titoli per conti personali piuttosto che per scopi istituzionali o commerciali; essi sono tutelati dal *Regulation Best Interest* e da apposite organizzazioni come la *Securities and Exchange Commission* la quale suggerisce specifiche *best practices*⁴⁸.

In conclusione, sul punto, può dirsi che analogamente a quanto avviene in Europa, anche nell'ordinamento americano non si rinviene

⁴⁶ C. R. ZIMMERMAN, *Accredited Investors: A Need for Increased Protection in Private Offerings*, in *Northwestern University Law Review*, 2019, CXIV, 507 ss.

⁴⁷ Le entità possono qualificarsi come investitori accreditati in base alla loro struttura, alle loro attività o a una combinazione di entrambi i fattori (*Regulation D*, 17 CFR §230.501 *et seq.*).

⁴⁸ In *Electronic Code of Federal Regulation*, 17 CFR § 240.151-1 – *Regulation best interest*: «(1) *Retail customer* means a natural person, or the legal representative of such natural person, who: (i) Receives a recommendation of any securities transaction or investment strategy involving securities from a broker, dealer, or a natural person who is an associated person of a broker or dealer; and (ii) Uses the recommendation primarily for personal, family, or household purposes. (2) *Retail customer investment profile* includes, but is not limited to, the retail customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the retail customer may disclose to the broker, dealer, or a natural person who is an associated person of a broker or dealer in connection with a recommendation».

una definizione unica di investitore. Al contrario, la nozione assume contorni differenti a seconda del contesto normativo di riferimento.

6. Luci e ombre di una definizione unitaria di investitore in Europa

L'introduzione di una definizione di investitore unitaria e armonizzata a livello europeo, sulla scorta della proposta UE in materia di azionista, avrebbe l'obiettivo di superare l'attuale frammentazione regolamentare derivante dall'approccio settoriale del diritto finanziario sovranazionale (bancario, mercati dei capitali, assicurativo/fondi pensione). Invero, una nozione comune agirebbe come uno strumento idoneo a garantire maggiore certezza nell'esercizio delle attività finanziarie per gli operatori (intermediari ed emittenti) che operano in diversi Stati Membri. Eliminando le definizioni mutevoli in base all'ambito di riferimento (depositante, cliente, consumatore, investitore, contraente di polizza, ecc.), si ridurrebbero le incertezze applicative e gli eventuali costi di *compliance* derivanti dalla necessità di adattarsi a discipline disomogenee, «le divergenze hanno un costo»⁴⁹.

Come è stato anticipato, nella materia in esame, assume rilievo centrale il profilo della tutela del contraente debole, figura che, nel contesto dei mercati finanziari, coincide frequentemente con l'investitore al dettaglio. Quest'ultimo, a differenza degli operatori professionali, si caratterizza per una minore capacità informativa, tecnica e finanziaria, che lo espone a un rischio più elevato di asimmetrie informative e di comportamenti opportunistici da parte degli intermediari.

Una definizione uniforme di investitore, valida trasversalmente per i diversi settori del diritto finanziario, favorirebbe da un lato una maggiore certezza del diritto e una più efficace prevedibilità dell'azione regolatoria, garantendo che i presidi di tutela si applichino in modo coerente a tutti i soggetti che, per caratteristiche e posizione contrattuale, si trovano in una situazione di debolezza strutturale; dall'altro, la realizzazione di un'unica definizione di investitore non permetterebbe di tutelare tale soggetto calibrando la protezione di cui esso dovrebbe godere con riferimento ai singoli casi di specie ma si

⁴⁹ Cfr. M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union*, cit., 24.

troverebbero in una situazione di disparità di trattamento e in violazione del principio di uguaglianza sostanziale.

Sotto altro profilo, l'uniformazione della definizione di investitore potrebbe assumere rilievo per l'interprete il quale, anziché trovarsi differenti nozioni tra le quali doversi destreggiare può trovare il riferimento nozionistico all'interno di un'unica disposizione europea. Di contro, però occorre rilevare che l'interprete, nel proprio processo valutativo e nell'adozione di decisioni, deve tenere conto del contesto e della normativa di ciascun specifico ambito di riferimento e, pertanto, a nostro avviso, può evitarsi detta armonizzazione definitoria se tale soggetto tiene caso per caso in considerazione la disciplina da applicare.

L'eterogeneità di disciplina trova il suo fondamento teorico sotto il versante domestico, a nostro avviso, nella legittimità costituzionale (art. 3 Cost.) e, a livello europeo nell'art. 20 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione europea e all'art. 3 TUE e si sostanzia nella diversità dei presupposti in relazione ai quali si ritiene opportuno l'intervento regolamentare: è evidente che un sistema di regole indifferenziato rischierebbe di rivelarsi, rispetto all'ambito in discorso, foriero di costose misure regolamentari. A ciò si aggiunga che sussiste, al presente, una normativa che disciplina l'investitore a livello europeo e cioè la MiFID II, la quale, come è stato evidenziato in precedenza, assicura una coerenza sistematica e un coordinamento tra diverse discipline del diritto finanziario europeo, assicurando adeguate tutele ai soggetti destinatari delle disposizioni in discorso.

7. La mancata unificazione della nozione di azionista

Come è stato anticipato, l’Azione 12 dell’*Action Plan* per la costituzione della CMU del 2020, prevedeva tra l’altro l’armonizzazione della figura di azionista a livello europeo, ciò con la finalità agevolare gli investitori transfrontalieri, in particolare quelli di dimensioni più ridotte i quali avrebbero potuto contare su un impianto normativo in materia meno frammentato.

Nel delineato contesto assume specifico rilievo il Regolamento UE 2023/2859 che ha istituito un punto di accesso unico europeo centralizzato (*European Single Access Point* – ESAP) alle informazioni accessibili al pubblico rilevanti per i servizi finanziari. Tuttavia, il menzionato Regolamento non ha introdotto una definizione di “azionista”, lasciando intendere che il legislatore europeo abbia preferito non procedere ad una difficile uniformazione concettuale tenuto conto dell’attuale frammentarietà delle discipline nazionali⁵⁰.

Tale approccio appare confermato anche con riferimento ai provvedimenti che hanno interessato più da vicino il diritto societario europeo⁵¹. Ci si riferisce alle direttive sulla *governance* societaria e sui diritti degli azionisti, quali la Direttiva 2007/36/CE sulla partecipazione degli azionisti nelle società quotate, modificata dalla Direttiva 2017/828 (c.d. *Shareholders’ Rights Directive II*)⁵², a cui si aggiunge il Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212, che disciplinano in modo dettagliato i diritti, i doveri e le modalità di partecipazione dei soci nelle società quotate.

⁵⁰ Al contrario, negli Stati Uniti si segue un approccio secondo il quale il diritto reale (“*in rem*”) sulla partecipazione azionaria viene sottratto all’investitore finale (processo definito “*disenfranchisement*”) e sostituito da uno strumento denominato “*securities entitlement*”, che conferisce soltanto un diritto contrattuale nei confronti di una banca o di un altro intermediario (*nominee*), rendendo quest’ultimo il vero azionista. I grandi custodi statunitensi (*custodians*) applicano questo modello anche alle azioni di società europee e sostengono che i sistemi giuridici europei dovrebbero adottare l’approccio statunitense.

⁵¹ Tra gli altri, in proposito, si veda, P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo* in *Il Nuovo dir. soc.*, 2022, VI, 963-993.

⁵² Per un maggiore approfondito, si rinvia a L. PALOMBO, *The Shareholder Rights Directive II: Innovations and Critical Issues in the European Project of Corporate Governance in the Context of Sustainability and Long-Term Orientation*, in *Diritto dell’economia dell’impresa*, 2021, V.

Invero, tali disposizioni regolano aspetti quali il diritto di voto, la trasparenza nelle comunicazioni societarie, il coinvolgimento nelle assemblee e la tutela degli interessi degli azionisti, senza tuttavia fornire una definizione formale e univoca di socio⁵³. Tale scelta normativa, volta a privilegiare la regolamentazione sostanziale dei rapporti e delle funzioni giuridiche, riflette una volontà di garantire flessibilità e adeguatezza della disciplina alle molteplici forme societarie e finanziarie esistenti, evitando rigide definizioni che potrebbero risultare obsolete in poco tempo e, dunque, limitative per interpreti ed operatori del mercato.

8. Osservazioni conclusive

Come è stato anticipato, la MiFID II persegue un'impostazione basata sul profilo informativo con riferimento alla classificazione della clientela, agendo come fulcro di un sistema categoriale che qualifica il soggetto non in base a una nozione astratta e generica di investitore, bensì in virtù del suo ruolo nel rapporto con l'intermediario.

Tutto quanto sopra considerato, appare opportuno affermare che non si rinviene la necessità di una definizione unitaria di investitore e tale valutazione è da rinvenirsi in un tratto distintivo di un diritto finanziario moderno, il quale privilegia la funzione di tutela dei clienti rispetto alla forma nominalistica, come per quel che concerne il caso della nozione di azionista/socio sopradescritta. Tuttavia, gli *standard* protezionistici dovrebbero essere adeguatamente individuati come il nucleo comune delle regole di tutela per qualsiasi tipo di utente di servizi finanziari: che si tratti di un depositante, un cliente, un investitore, un partecipante a un fondo o un titolare di polizza⁵⁴. A ben vedere, tale sforzo risiederebbe nella possibilità di individuare un insieme condiviso di principi che, pur nella diversità settoriale, definiscono approcci comuni alla tutela di tali soggetti utenti, lasciando tuttavia flessibilità per norme di protezione più specifiche, settoriali o dettagliate. La maggior parte di

⁵³ M. CIAN e C. SANDEI, *La partecipazione azionaria: la fattispecie*, in, *Trattato di diritto privato*, P. RESCIGNO (diretto da), Vol. II, Torino, 2012, 123 ss..

⁵⁴ Allo stesso modo, F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy How to boost retail investors' participation in financial markets*, in *Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies*, 2023, 27.

detti principi, come è stato anticipato, è già incorporata nel diritto finanziario dell'UE e non richiederebbe nuova normativa né modifiche a quella esistente⁵⁵.

È poi il caso di precisare come la nozione di investitore stia evolvendo inevitabilmente anche in relazione all'innovazione tecnologica e alla digitalizzazione dei mercati finanziari che impongono nuove sfide regolatorie da affrontare con un approccio flessibile e non standardizzato. V'è da chiedersi, in relazione a tale ultimo aspetto, se le regole attuali sulla classificazione dei clienti siano capaci di cogliere tutte le *sfumature* del caso⁵⁶.

A tal proposito, si segnala che la proposta di riforma della disciplina MiFID contiene previsioni finalizzate ad agevolare l'accesso alla qualifica di investitore professionale⁵⁷; in tal senso, per garantire una classificazione più appropriata dei clienti e ridurre gli oneri amministrativi, la proposta introduce criteri di identificazione per i clienti che possono essere trattati come professionali su richiesta⁵⁸.

In conclusione, a nostro avviso, è condivisibile il pensiero di coloro che ritengono che «lo stato attuale della legislazione dell'UE rivela diversi ambiti di miglioramento, che non comportano necessariamente la necessità di una legislazione aggiuntiva o nuova»⁵⁹. A ciò si aggiunga che, all'interno del programma per la realizzazione della SIU non emerge l'esigenza di determinare una nozione unificata di investitore quanto quella di trattare gli investitori al dettaglio "in modo equo" affinché essi «dispongano di una scelta adeguata quando accedono ai prodotti di investimento»⁶⁰.

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ Si veda CONSOB, *Piano Strategico 2022-2024*, disponibile su: www.consob.it.

⁵⁷ Ci si riferisce alla *Retail investment strategy* (RIS), attualmente in fase di discussione e si prevede che il testo finale possa essere adottato entro la metà del 2025.

⁵⁸ Viene inoltre ridotto il criterio relativo al patrimonio da 500.000 a 250.000 euro e inserito un quarto criterio riguardante il livello di istruzione o formazione rilevante. Le modifiche proposte prevedono anche la possibilità che le persone giuridiche possano qualificarsi come professionali su richiesta, qualora soddisfino determinati criteri relativi al bilancio, al fatturato netto e ai fondi propri.

⁵⁹ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

⁶⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio europeo, al consiglio, alla banca centrale europea, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni Unione del risparmio e degli*

CLAUDIA MILLI

Investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE (COM(2025) 124 final), 19.3.2025.

Assessing Risk Awareness in Financial Investments to Protect Young Investors *

SUMMARY: Introduction and European context. – 2. The pivotal role of out-of-court dispute resolution bodies – 3. Transparency 2.0 and the "Retail Investment Strategy": beyond simple product disclosure. – 3.1. Mitigating financial vulnerability: suitability in the digital age. – 4. Toward informed inclusion.

1. *Introduction and European Context*

The path charted by the European Commission with the action plan “*A Capital Markets Union for People and Businesses*”¹ has marked a crucial turning point: financial markets are no longer considered an ecosystem reserved for a few institutional players, but a space that must become accessible, secure, and inclusive for citizens and small savers as well².

The real strategic challenge lies in the ambitious goal of converging individual national markets into a genuine single market.

To achieve this goal, European institutions have focused on resolving a long-standing critical issue: the deep deficit of trust and understanding that keeps retail investors away from capital markets. As highlighted by the working groups of *the High Level Forum*³, low participation is not due to a lack of capital, but rather to informational and cultural asymmetries that breeds mistrust.

* This article is based on a paper presented at the conference "The Italian Financial System and the Single Capital Market: Impacts on businesses, intermediaries, markets, and supervisory authorities," held in Venice on May 8 and 9, 2025, and is part of the activities related to the PRIN2020 project “*An analysis of the Italian financial legal framework vis-à-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*”.

¹ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, and the Committee of the Regions “A Capital Markets Union for People and Businesses: New Action Plan” Brussels, September 24, 2020 (COM (2020)590 final).

² D Rossano, Listed SMEs in light of the renewed market context, in Review of European Public Law, I, 2024, (Page numbers missing).

³ See *A New Vision for Europe’s Capital Markets. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, June 2020.

Today, this scenario is marked by a new sense of urgency: the massive influx of younger generations into the world of investing through digital platforms and *trading* apps. The contractual relationship between young investors and market participants (issuers and intermediaries) requires a paradigm shift. It is no longer merely a matter of fulfilling formal transparency obligations—historically based on the mere, passive receipt of data—but of initiating a process of genuine “guided engagement.” Fostering informed financial engagement among young people means equipping them with the critical tools needed to understand risk, transforming vulnerability into solid, sustainable financial skills over time. This massive entry of younger generations into the world of investing through digital platforms requires a paradigm shift. In Italy, a decisive response in this regard came with the Capitali Law⁴, which introduced mandatory financial education in schools as part of civic education, placing specific emphasis on digital money management and informed risk assessment.”

This is precisely why the position of those investors who, due to a possible lack of financial literacy, may find themselves in a vulnerable situation resulting from a limited ability to understand the terms of the investment proposal, as well as their own savings capacity, which could affect their awareness of their actual exposure to risk, must be carefully examined. Consequently, in recognizing this condition⁵, there arises a need to ensure that their interests are genuinely upheld in legal relationships, such as the right to regulate contractual relationships in a symmetrical manner, in accordance with the principles that protect the fundamental rights of the individual⁶.

⁴ Law No. 21 of March 5, 2024.

⁵ In the context of financial products, vulnerable groups include not only young people but also the elderly and individuals with disabilities that do not impair their ability to act. This category also includes former cancer patients, who are currently subject to special protection, including in the banking and financial sectors, thanks to Law No. 193 of December 7, 2023. On this topic, see A. SCOTTI, “*Vulnerable Individuals and Problems of Access to the Banking and Financial Markets*,” in *EJPLT*, 1, 2023, 71 ff.; G. BERTI DE MARINIS, *Vulnerability in Regulated Markets*, in P. CORRIAS, E. PIRAS (eds.), *Vulnerable Persons in Common Law and Regulated Markets*, Naples, 2022, 96.

⁶ H.W. MICKLITZ, *The Consumer: Marketized, Fragmented, Constitutionalized*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, no. 3, 2016, 859 ff.

In this regard, it is important to bear in mind that by protecting and fostering interaction among the parties involved, a more financially inclusive approach—given the naturally lower financial resources of young and/or more vulnerable investors—can be encouraged, thereby promoting their participation in financial markets through greater product knowledge and the implementation of appropriate safeguards⁷.

2. *The pivotal role of out-of-court dispute resolution bodies*

Based on the assumption that modern financial products are so complex that a *retail* or vulnerable investor will never be able to assess their risks on their own, no matter how careful they are, the traditional “*caveat emptor*” principle gives way to a rigorous system of conduct rules for intermediaries, designed to ensure that the investment is the result of a truly informed choice consistent with the client’s risk profile. In this context of structural imbalance, alternative dispute resolution (ADR) bodies, such as the Banking and Financial Arbitrator (ABF) and the Financial Disputes Arbitrator (ACF), do not operate merely as alternatives to ordinary litigation, but as true drivers of regulatory *compliance* and the evolution of the law⁸. The centrality of ADR mechanisms lie in their ability to offer, at the same time, rapid and cost-effective protection, breaking down barriers to access to justice for small savers who would otherwise forego legal defense due to the costs and duration of a civil trial; specialized, thanks to panels composed of subject matter experts capable of deciphering the complexity of financial products and banking practices; and finally, proactive, in that the

From the perspective of the safeguards put in place to address contractual asymmetries involving vulnerable parties, there is a substantial equivalence between the terms consumer, customer, saver, and investor. See A.M. PANCALLO, *Banking Transparency in the Transition to a Sustainable Market*, Bari, 2022.

⁷ This topic is precisely one of the research areas of the PRIN2020 “*An analysis of the Italian financial legal framework vis-à-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability*,” cit., specifically regarding two specific areas (2 and 3): *best practices* aimed at incentivizing green investments; the relationship between the Italian legislative definitions of “investors” and “investments” and the European proposal to introduce harmonized concepts.

⁸ Consob, *Report on the Activities of the Financial Disputes Arbitrator (ACF)*, Rome, (Section dedicated to the evolution of disputes regarding digital and cross-border services), 2025.

decisions of these bodies, while not formally binding, create “living law” and a strong reputational deterrent for intermediaries, guiding best practices in the banking sector.

More specifically, this driving role becomes clear when addressing the impact of “contractual weakness” on the investor’s actual awareness, particularly⁹, in cases where complex investments were sold through an off-site advisor to individuals lacking financial literacy¹⁰, such as young investors¹¹.

In this case, the intermediary’s conduct was censured by focusing on the link between the suitability of the transaction and the profiling deficiency.

The contested transactions, in fact, on the one hand, were deemed unsuitable from a risk perspective, given the excessive concentration of investments relative to the client’s total assets and the clear inconsistency with their risk tolerance; on the other hand, it was found that the rules regarding the proper execution of the suitability assessment and the relevance of the profiling process had not been complied with (pursuant to Article 21 of the Consolidated Law on Finance and implementing CONSOB resolutions).

In this regard, profiling cannot be reduced to a mere bureaucratic formality (such as simply ticking boxes on a MiFID questionnaire), but must constitute a diligent process of genuinely understanding the client’s characteristics. A key point concerns precisely the value of written disclosure. The EU regulatory framework¹² requires the provision of the

⁹ See ABF, February 8, 2023, No. 6303. In this same vein, see also ACF Decision, April 27, 2020, No. 2501. Indeed, similar considerations were made by the Civil Cassation Court, Section I, August 31, 2020, No. 18153, called upon to decide on a case in which high-risk products—which later proved to be unsuitable—had been offered to the investor without providing adequate information, solely based on the client’s prior conduct

¹⁰ P. CORRIAS, E. PIRAS (eds.), *Vulnerable Parties in Common Law and Regulated Markets*, op. cit.

¹¹ On this case, see S. Viciani, “Assessing Financial Investment Awareness from the Perspective of Risk for ‘Vulnerable’ Investors Due to Low Financial Literacy,” in *Assicurazioni*, 1, 2025, 119 ff.

¹² With CONSOB Resolution No. 22551 of December 21, 2022, published in the Official Gazette No. 303 of December 29, 2023, the supervisory authority amended the rules on information for retail investors effective January, replacing the *Key Investor Information Document* (KIID) with the *Key Information Document* (KID). The KIID had been introduced by Directive 2009/65/EC of the European Parliament

KID (*Key Information Document*), a concise and standardized document designed to facilitate the comparability of products. However, these decisions have established a fundamental principle: a mere reference to the information contained in the KID does not exhaust or satisfy the bank's prior disclosure obligation. In the presence of a structurally vulnerable investor, formal transparency does not equate to substantive understanding.

The intermediary remains bound by the obligation to translate the complexity of the KID into accessible language tailored to the counterparty's actual cognitive abilities, conducting a critical assessment prior to the conclusion of the contract (under penalty of nullity or liability for damages as in cases of failure to indicate the right of withdrawal pursuant to Article 30, paragraphs 6 and 7 of the TUF for off-premises offers)¹³.

and of the Council of July 13, 2009, on the coordination of laws, regulations, and administrative provisions relating to certain undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) at eur-lex.europa.eu.

¹³ This obligation is generally provided for by law: Article 21 of Legislative Decree No. 58 of February 24, 1998, requires that *"financial instruments be offered or recommended only when this is in the client's best interest"*; To achieve this, the provision requires that, prior to the investment, the entity proposing it *"must obtain the necessary information from clients and act in such a way that they are always adequately informed."*

In accordance with the provisions of Article 36 of the CONSOB Regulation containing implementing rules for Legislative Decree No. 58 of February 24, 1998, concerning intermediaries (adopted by CONSOB by Resolution No. 20307 of February 15, 2018, and subsequently amended by Resolution No. 21466 of July 29, 2020, Resolution No. 21755 of March 10, 2021, and Resolution No. 22430 of July 28, 2022): *"1. All information, including advertising and promotional communications, addressed by intermediaries to clients or potential clients must be accurate, clear, and not misleading. Advertising and promotional communications must be clearly identifiable as such; 2. Intermediaries shall provide clients or potential clients, in a timely manner and in an understandable form, with appropriate information so that they can reasonably understand the nature of the investment service and the specific type of financial instruments being offered to them, as well as the risks associated with them, and, consequently, make informed investment decisions"*.

Among the aforementioned investment information, pursuant to paragraph 6 of Article 30 of the TUF, the intermediary is also required to provide information regarding the right of withdrawal applicable to off-premises transactions, with the consequence set forth in the subsequent paragraph 7, whereby *"failure to indicate the right of withdrawal in the forms and documents renders the entire contract null and void, a consequence that can be invoked only by the client."* See also BANCA

These decisions demonstrate how ADR bodies serve as the vanguard in protecting vulnerable parties in financial markets, shifting the focus from the abstract formal equality of contracting parties to the concrete vulnerability of investors, and requiring intermediaries to exercise a level of social diligence that goes beyond the literal wording of the law. Thus, the future of investor protection inevitably depends on consolidating these positions capable of addressing asymmetries and ensuring that digitalization and financial complexity do not become tools for exclusion or the surreptitious exploitation of citizens' low financial literacy.

However, the advent of digital platforms and the massive influx of young investors pose new cross-border and technological challenges. The first critical issue concerns territorial jurisdiction and supervision.

Many of the trading apps used by the younger generations operate in Italy under the freedom to provide services, having their registered offices in other EU member states (often Cyprus, Germany, or the Netherlands), as a result, when a dispute arises regarding losses resulting from non-transparent order execution or a technical platform outage (as has historically occurred in well-known cases of market hyper-volatility), the investor faces a dilemma: whether to file a claim with the dispute resolution body in the platform's country of origin or to pursue the national ACF route. Furthermore, in these cases, it is no longer merely a matter of assessing whether the intermediary provided the required information, but of analyzing the digital architecture of the interface (so-called "*choice architecture*").

If a platform induces errors or excessive trading through aggressive push notifications, the out-of-court body must be able to sanction this conduct as a violation of the duties of diligence, fairness, and transparency required by law.

3. Transparency 2.0 and "Retail Investment Strategy": Beyond Simple Product Disclosure

Reflecting on the considerations outlined so far, it is clear that traditional rules on product disclosure reveal their limitations in the face of the complexity of modern markets.

D'ITALIA, *Provisions on Banking and Financial Transactions and Services. Fairness in Relations between Intermediaries and Clients*, Section II, Paragraph 3.

The turning point at the EU level is represented by the recent European Retail Investment Strategy (RIS)¹⁴: this regulatory reform aims to dismantle information asymmetries¹⁵, seeking to make the world of investing for ordinary citizens less opaque, more affordable, and significantly safer.

First, by amending MiFID II, in order to require that those offering advice act in the best interest of the client, assessing product suitability more rigorously; second, by introducing strict oversight of online marketing campaigns, involving the promotion of investments by financial influencers on social media (*finfluencing*), in order to seek to ensure that the digitization of financial services becomes an opportunity for inclusion and not a trap for younger investors and, more generally, for the most vulnerable¹⁶.

The traditional model of transparency, based on the assumption that “*more information equals greater protection*” has revealed all its structural limitations when it comes to young investors.

The proliferation of KIIDs, KIDs, and mile-long prospectuses has led to the paradoxical effect of “*blanket consent*”: investors accept the terms with a single click without understanding the true nature of the risk. The goal is no longer to overload the client with data, but to ensure that the information is “digital-by-design”—that is, natively designed

¹⁴ European Commission, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2014/65/EU, (EU) 2016/97, 2009/138/EC, 2009/65/EC, and 2011/61/EU as regards Union rules on retail investor protection (Retail Investment Strategy)*, COM(2023) 279 final, Brussels, May 24, 2023. The strategy was officially presented by the European Commission on May 24, 2023, as part of the broader Capital Markets Union (CMU) action plan. From a technical-legal perspective, the RIS is not a single law, but a “package” consisting of two main acts that cascade-amend various existing directives and regulations: the “Omnibus” Directive and the PRIIPs Regulation.

¹⁵ M. PELLEGRINI, *The Conduct of Business Rules for Financial Intermediaries in the Provision of Investment Services*, in F. CAPRIGLIONE (ed.), *Handbook of Banking and Financial Law*, Milan, 2019, 578 ff.; M. RABITTI, *Financial Products Between Rules of Conduct and Organization. The Limits of MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, IV, 2020, 145 ff.

¹⁶ The Retail Investment Strategy addresses finfluencing with a principle of strict and joint liability: if a financial intermediary pays a finfluencer for marketing, the intermediary becomes liable for the finfluencer’s conduct; the bank must ensure that the finfluencer’s communications comply with the same duties of appropriateness, balance, and transparency imposed by the relevant regulations.

for smartphone screens, with intuitive graphics, clear performance scenarios, and immediate visibility of costs, all focused on “*value for money*”¹⁷.

From this perspective, RIS introduces a revolutionary principle: intermediaries cannot simply offer an “appropriate” product but must demonstrate that the item offers real value relative to its price. This serves to dismantle the practice of placing financial products burdened by hidden management fees or inducements that erode the capital of small savers.

In this context, the RIS marks the definitive transition to Transparency 2.0: disclosure regarding the provision of the financial product¹⁸ and, more generally, the investor’s understanding of the nature and — what is of particular interest to us — the risks of the specific transaction or financial service, constitutes an essential element in enabling informed choices¹⁹.

Therefore, in situations of contractual vulnerability, where there is a concrete and objective imbalance between the contracting parties regarding their ability to “access”²⁰ information.

This obligation serves as a counterbalance to the clear superiority of the stronger party in terms of knowledge of the contractual terms²¹. For

¹⁷ European Parliament and Council of the EU, *Interinstitutional Political Agreement on the “Retail Investment Strategy” (RIS) reform package*, December 2025. On this point, R. LO CONTE, *Value for money in POG processes: application profiles and future prospects*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 239 ff.

¹⁸ Article 1, paragraph 1, letter u) of the TUF defines “financial products” as financial instruments and any other form of investment of a financial nature; bank or postal deposits not represented by financial instruments do not constitute financial products.

¹⁹ F. Sartori, *Transparency and Behavior in Financial Markets: Beyond the Disclosure Model*, Padua, Cedam, 2022 (to be verified); F. Annunziata, “Retail Investment Strategy: How to Boost Retail Investors’ Participation in Financial Markets,” in www.dirittobancario.it, 30–31

²⁰ The quotation marks are intended to convey a broad notion of the concept of access that also encompasses the relative and effective understanding of the information itself. On this point, we recommend reading the general report on *Disclosure duties in insurance* (edited by P. SHARON) presented at the AIDA Rio 2018 World Congress Review, available at aidainsurance.org.

²¹ According to V. ROPPO, “*On Financial Market Contracts*,” in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485, and ID., *The Contract of the 2000s*, Turin, 2011, 10, we are dealing with regulations that are entirely market driven.

this reason, the primary duty of intermediaries in the field of financial investments, guided by the protection of the public interest related to the collection of savings, must consist of properly fulfilling their mandate, while complying with stringent duties²², which give rise to specific obligations.

In this context, information must serve to precisely identify what the bank requires of the client, so that the latter can make informed choices regardless of their level of experience and, even less so, their relative risk tolerance²³, without which the intermediary is precluded from proceeding with the execution of such contracts.

In fact, in accordance with the principle of solidarity among private individuals, including in the contractual sphere, good faith²⁴ would become a binding requirement, according to authoritative doctrine²⁵, for the implementation of the constitutional principle of economic and social solidarity.

In this sense, good faith/fairness is regarded as a source of contract supplementation capable of both filling any gaps in the prepared regulations and setting limits on private autonomy to bind the parties to compliance with regulatory requirements, through the imposition of

²² The MiFID I Directive, or Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EC, available at eur-lex.europa.eu), governed the financial markets of the European Union from January 31, 2007, to January 2, 2018. On January 3, 2018, the new MiFID II Directive (2014/65/EU, available at eur-lex.europa.eu) entered into force throughout the Union; together with MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation, EU Regulation No. 600/2014, available at eur-lex.europa.eu), it replaced the previous European regulations.

²³ Consequently, “the obligation of disclosure and transparency incumbent upon the financial intermediary does not cease to apply even if the transaction is appropriate to the investor’s risk profile and level of knowledge of the financial market”; see Civil Cassation, Section I, April 4, 2018, No. 8333.

²⁴ The so-called “evolutionary” interpretation of the objective concept of good faith and fairness is based on the general principle of social solidarity set forth in Article 2 of the Constitution. Supreme Court, March 9, 1991, No. 2503, in *Foro Italiano*, 1991, I, 2077. The concept of good faith as an obligation of solidarity is found in E. BETTI, *Teoria generale dell’obbligazione*, I, Milan, 1953. On the duties of solidarity enshrined in Art. 2 of the Constitution, see S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milan, 2004.

²⁵ P. PERLINGIERI, “Information and the Contract,” in ID., *The Law of Contracts Between Individuals and the Market*, op. cit., 375.

supplementary obligations with respect to the primary obligation of performance²⁶.

Consistent with this, primary national legislation explicitly sets as the objective of operators' transparent, fair, and diligent conduct, and as the guiding principle of their behavior, the satisfaction, to the best of their ability, of their clients' interests (Art. 21 TUF)²⁷, as also called for by EU regulations, which specifically require intermediaries to act "*honestly, fairly, and professionally to best serve the interests of their clients*"²⁸.

It is therefore clear that the omission of such information cannot fail to influence customers' decision-making and their assessment of the investment's risk level, resulting—in the event of financial losses arising from uninformed investments—in an unquestionable obligation on the part of the intermediaries to provide compensation.

²⁶ S. RODOTÀ, *Sources of Contractual Integration*, op. cit., 3 ff. For a detailed study of good faith and contractual integration, see G. ALPA, "*The Completeness of the Contract: The Role of Good Faith and Equity*," in *Vita notarile*, 2002, no. 2, 64 ff.; ID., *Notes on Integrative Good Faith from a Historical and International Trade Perspective*, in *I Contratti*, 2001, issue 7, II, 723.

²⁷ Financial market law has found its governing framework in the Consolidated Law on Financial Intermediation (TUF), approved by Legislative Decree No. 58/1998, as amended (most recently by Law No. 28 of March 11, 2025, which amended the so-called Capital Law No. 21/2024).

²⁸ See Article 24(1) of MiFID II; in this regard, all the provisions contained in MiFID II must be considered, as the directive aims to enhance investor protection through a more transparent and efficient approach on the part of intermediaries and financial firms. In addition, financial advisors and intermediaries are required to incorporate sustainability preferences, in addition to financial ones, expressed by clients during the suitability assessment, while also emphasizing the role of financial education in raising savers' awareness of issues related to sustainable investing. The European Commission, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU, and (EU) 2016/97 as regards Union rules on retail investor protection*, Brussels, May 24, 2023 COM(2023) 279 final, 1., has reached an agreement on the regulatory package on retail investments (*Retail Investment Package*, RIP), aimed at "*ensuring that the legal framework for retail investments sufficiently empowers consumers, encourages better and fairer market outcomes, and ultimately creates the conditions necessary to increase retail investors' participation in capital markets*". The European Commission's proposed *Retail Investment Package* is part of the *Retail Investment Strategy* (RIS).

This results in a position for the investor/saver that is broadly protected, thereby encouraging savers to seek legal redress for the losses they have suffered. In fact, the burden of proof regarding compliance with the duty to inform rests with the intermediary, and does not merely require the absence of negligence, but must be demonstrated through positive evidence of due diligence, while the investor is required to specifically allege the information *gap* and provide proof of financial loss resulting from the investment or investments made.

Finally, upon finding a breach of the obligations to provide accurate information, there is a presumptive finding of a causal link between said breach and the damage suffered by the investor; a presumption that the intermediary must rebut by proving that they have properly fulfilled their obligations²⁹.

Ultimately, a client-investor who, due to a series of conditions, is not qualified to carry out financial transactions independently must place trust in a professional who can enable them to access market resources; trust that, from a legal standpoint, is fostered by strengthening protections.

The transparency of regulations and contractual relationships that affect vulnerable positions³⁰ can certainly be said to be effective in our system³¹ and can be interpreted not only in terms of ensuring

²⁹ Supreme Court, Order No. 4727 of February 28, 2018, and Supreme Court, Civil Section I, Judgment No. 15708 of June 11, 2019.

³⁰ P. CORRIAS, E. PIRAS (eds.), *Vulnerable Persons in Common Regulations and Regulated Markets*, op. cit.

³¹ P. RESCIGNO, "Banking Transparency and General Contract Law in Banking and Finance," in *Banca borsa tit. credito*, 1990, 297 ff.; G. ALPA, "Transparency in the Banking, Financial, and Insurance Sectors," in *Giur. It.*, 1992, 411 ff.; A.A. DOLMETTA, *Toward Balance and Transparency in Banking Transactions: Critical Notes on Law No. 154/1992*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 381 ff.; A. NIGRO, *The Law on the Transparency of Banking and Financial Transactions and Services: Introductory Notes*, in *Dir. banc. fin.*, 1992, 422 ff.; G. DE NOVA, *Transparency and Connotation*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1994; E. MINERVINI, "Transparency and Balance of Contractual Terms in the Consolidated Banking Act," in *Civil Law Review*, 2001, 660 ff. and 935 ff.; E. CAPOBIANCO, "Bank Contracts: Transparency and Balance in Customer Relations," in *Banking Law*, 2002, I, 207 ff.; E. CAPOBIANCO - F. LONGOBUCCO, *The New Regulations on the Transparency of Banking and Financial Transactions and Services*, in *Contr. Impr.*, 2011, 1142 ff.; M. CARATELLI, *Transparency Between Banks and Customers. Information Needs and Public*

comprehension of clarity and fairness but also in terms of understanding the information regarding the various contractual conditions, among which, with respect to financial products, the purchase and sale prices as well as the roles of the client and the intermediary are of particular importance.

Furthermore, in accordance with the principle of proportionality, the regulations are structured in different ways depending on the needs of various customer segments and the characteristics of the services.

The great flexibility in applying this rule³², combined with its central role within sector-specific regulations, has made it possible to strengthen protections for the less-informed party³³ and to achieve this goal, it is also necessary to take due account of behavioral errors on the part of intermediaries who, if properly trained, could avoid certain errors in judgment.

3.1 *Mitigating Financial Vulnerability: Adequacy*

Having dispelled the doubt that there is an actual correlation between receiving information and acting with full knowledge of the facts, what is evident is that the resulting breach of the obligations to formulate the clauses proposed to the client—whether an investor or a saver—in a clear and comprehensible manner gives rise to a series of issues regarding the sanctions and remedies to be applied³⁴, especially when, for example, the clauses in question refer to the essential elements of the contractual relationship and their variations.

Intervention, Milan, 2006; F. CAPRIGLIONE, *From Transparency to “Best Execution”*: *The Difficult Path Toward the Right Price*, in *Contr. Imp.*, 2009, 475 ff.; E. MINERVINI, *Banking Transparency*, in *Contratti*, 2011, 977; S. PAGLIANTINI, *Contractual Transparency*, in *Enc. dir.*, Annali, Milan, 2011, 1306; E. QUADRI, *Transparency in Banking Services and Consumer Protection*, in *Nuova giur. comm.*, 2011, II, 90 ff.; D. MAFFEIS, *Law and Practice of the Financial Market*, Turin, 2016.

³² F. DI GIOVANNI, *The Transparency Rule in Consumer Contracts*, Turin, 1998, p. 3.

³³ A.A. DOLMETTA, *Transparency of Banking Products: Rules*, Bologna, 2013, 214–215.

³⁴ A. MUSIO, “*The Breach of Disclosure Obligations: Between Rules of Validity and Rules of Fairness*,” in www.comparazionedirittocivile.it and D. IMBRUGLIA, “*The Rule of Adequacy and the Contract*,” in *Quaderni di “studi senesi*,” Milan, 2017.

Indeed, the fact that the contract belongs to a specific type of agreement — which may impact the product’s complexity — will highlight the need to communicate its specific aspects to the other party, especially in the light of regarding the professional capacity and specific expertise of the contracting parties in the subject matter of the contract.

As we have seen, the flexibility in applying the transparency criterion³⁵ has made it possible to derive from it a general duty to inform³⁶, from which it follows that failure to comply with disclosure obligations can certainly be regarded as a violation of the rules of fairness toward both the weaker contracting party and, more generally, toward fair competition within the banking and financial market itself.

However, for an inexperienced investor to achieve a reliable level of risk awareness regarding the financial transaction, transparency alone is not sufficient; information on the suitability of the investment (suitability)³⁷ is required, thereby ensuring a comprehensive protection system aimed at translating the client’s interests into responsible financial choices. More specifically, the financial intermediary has a non-waivable obligation to adequately inform its client, providing information *tailored* to the specific case³⁸.

³⁵ Given that this “rule” constitutes one of the central aspects of sector-specific regulations, the question arises as to whether it functions as a principle, an autonomous legal institution, or even a general clause. On this point, see F. DI GIOVANNI, *The Rule of Transparency in Consumer Contracts*, op. cit.

³⁶ One example concerns financial intermediation, which would be itself sufficient to establish, between the intermediaries themselves and those to whom the financial services are directed, a “contact” that serves to establish positive duties of good faith and fairness in the transmission of information. In the doctrine, see A.A. DOLMETTA, *Transparency of Banking Products. Rules*, op. cit., 214–215. In case law, Civil Cassation, Joint Divisions, December 19, 2007, No. 26724. See also on this point www.bancaditalia.it.

³⁷ According to Art. 25, para. 2, MiFID II, the firm is required to collect the following information from the client in advance to assess the suitability of the financial instrument/investment service: knowledge and experience in investment matters; financial situation, including the ability to bear losses; investment objectives, including risk tolerance.

³⁸ S. DE POLIS, *The EU Retail Investment Strategy - Legal Aspects of the Insurance Market*. Keynote Address at the Conference - La Sapienza University, February 22, 2024, in www.ivass.it, 6-7, notes that “the Commission’s proposal clarifies and strengthens the requirements that distributors must comply with when

While vulnerability was once associated with old age or low levels of education, we are now witnessing the emergence of digital and cognitive vulnerability. Young investors possess a very high level of technological literacy but very low financial literacy, combined with specific behavioral *biases*. Modern trading platforms use gamification techniques (mechanics typical of video games: badges, leaderboards, rewarding sounds upon purchase, eye-catching graphics).

This model is not neutral because it reduces the perception of risk, transforming financial investment into a playful gamble; it fuels overconfidence (excessive trust in one's own abilities) and the illusion of control, and, finally, exploits the FOMO (*Fear of Missing Out*) effect, pushing young people to buy volatile assets (such as cryptocurrencies or stock options) simply because they are “viral” on social media channels³⁹.

The MiFID profiling questionnaire (suitability and appropriateness) is now administered online in a self-service format, and young investors often alter their answers in order to gain access to complex instruments (such as derivatives or CFDs), sometimes guided by tutorials on unregulated online social media created by finfluencers⁴⁰.

In this context, the suitability test in the digital age cannot remain a static checklist. To mitigate the vulnerability of young people,

assessing the suitability or appropriateness of a product for the retail investor”. In case law (Civil Cassation, Section I, February 16, 2018, No. 3914), the principle applies that this obligation applies to all types of investments and is manifested in the commitment to provide specific and “tailored” information with respect to the specific case.

³⁹ ESMA, *Statement on MiFID II investor protection considerations in relation to the rise of retail trading and gamification features*, Paris, doc. ESMA35-43-3463; in legal scholarship, R. H. Thaler, C. R. Sunstein, *Nudge. The Gentle Nudge: The New Updated Edition*, Milan, Feltrinelli, 2022. C. FAILLA, *Gamification, Dark Patterns, and Crypto-Assets. Prospects for Adapting the Regulation of Unfair Commercial Practices*, in *Civil and Commercial Law Observatory*, 1, January 2024.

⁴⁰ Consob, *Report on the Investment Choices of Italian Households: Financial Literacy and the Digital Approach*, Rome, 2025; in the literature, A. CANEPA, *Social Media and Fin-Influencers as New Sources of Digital Vulnerability in Investment Decision-Making*, in *Proceedings of the Conference “Financial Supervision After Two Crises. What are the prospects?”*, held on June 17 and 18, 2022, on the island of Capri and organized by the University of Naples “Parthenope”, in https://air.unimi.it/retrieve/89afe6cd-c967-4192-9b23-48e5eac1122d/2022_01_RTDE_Allegra-Canepa%20social%20media.pdf, 2022.

supervisory authorities (ESMA, Consob) are pushing for dynamic profiling⁴¹. Platforms should monitor actual user behavior: if an investor profiled as “conservative” suddenly carries out numerous daily trades on highly volatile securities, the platform’s algorithm must intervene by blocking trading or imposing a *cooling-off period* (a pause for reflection), thereby restoring the protective function of the suitability principle.

All of this can be achieved through a series of requirements, of which customer profiling is already a central element; however, this target can be strengthened through the effective implementation of such activities, which can only be achieved through a thorough analysis and understanding by the customer — via the intermediary — of the mechanisms underlying financial transactions, coupled with continuous updates. In this context, the suitability rule operates on two fronts: the information provided to the client by the intermediary and the financial transaction carried out (the “*know your merchandising*” rule)⁴². In particular, within the framework of the financial transaction assessment procedure⁴³, the suitability of processes—highlighting the close link between these processes and the guidelines proposed for the “*know your customer* rule”— is considered central to client protection, encompassing both the requirement for the intermediary to obtain information to classify the investor and the subsequent need to verify the investor’s suitability and risk tolerance to enable the intermediary (including from an ethical standpoint) to determine whether a given transaction is appropriate or not.

In this regard, the provision stipulates that, when providing an investment service (other than advisory or portfolio management), to assess the suitability of the service or product in question, the firm is required to ask its client to provide information regarding their experience and knowledge, based on their professional background or educational qualifications, within the relevant financial sector.

⁴¹ARK, *Public Statement: Mystery shopping exercise on marketing communications and disclosure of costs and charges under MiFID II*, Paris, 2024.

⁴² On this point, please refer to S. VICIANI, “*The Role of Information in Financial Advisory Services: Regarding the Casaforte Security*,” on *giustiziacivile.com*, updated November 20, 2019.

⁴³ Art. 40 of CONSOB Regulation 20307/2018.

To underscore the importance of this aspect, ESMA (*European Securities and Markets Authority*) has also specified over time⁴⁴ that intermediary financial intermediaries should clearly explain that it is their responsibility to assess the suitability and appropriateness of the financial transaction, so that clients also understand why they are asked to provide certain information and the importance of such information being up-to-date, accurate, and complete⁴⁵.

From this perspective, if the investor's or saver's position is to be framed in terms of an obligation to provide the type of information described above, the only limitation on the collection and processing of such data lies in the possibility that authorized entities may legitimately rely on the information provided by the users themselves, unless they are aware, or in a position to be aware, that such information is manifestly outdated, inaccurate, or incomplete. In any case, no clause (or similar statement) aimed at limiting or excluding the intermediary's liability with respect to its own assessment is permissible⁴⁶.

4. *Toward Informed Inclusion*

Thus, the contractual interaction of financially vulnerable investors regarding the assessment of their awareness of the suitability of the investment, from a risk perspective, is strongly influenced by the knowledge gap and the imbalance in the parties' ability to acquire information.

This appears to conflict with the principles of fairness, parity, and equality that guarantee equal opportunity for contracting parties to pursue their interests; these are represented, on the one hand, by the need for *retail* investors to be afforded enhanced protection when they

⁴⁴ See ESMA Document 35-43-1163, November 6, 2018, *Guidelines on certain aspects of MiFID II suitability requirements*, at www.esma.europa.eu; and ESMA 35-43-349 of October 3, 2019, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, at www.esma.europa.eu. More recently, *ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements*, at www.esma.europa.eu.

⁴⁵ See Art. 55, para. 3, EU Reg. No. 565/2017.

⁴⁶ M. MAGGIOLO, *Investment Services and Activities. Providers and Provision*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milan, 2012, 389.

find themselves in a position of contractual imbalance and, on the other hand, by the more efficient functioning of the market itself⁴⁷.

In fact, a market is defined as efficient with respect to a specific level of information if the price of every *asset* (i.e., financial product) traded therein is an undistorted estimate of the asset's real value⁴⁸.

No less important is the objective that *the European Accessibility Act*—that is, the EU directive for people with disabilities (those with physical, mental, intellectual, or sensory impairments, or age-related impairments), published under the title “on the accessibility requirements for products and services”⁴⁹—aims to achieve in its introductory provisions, where it seeks to make the European market accessible, “*by eliminating and preventing barriers to the free movement of certain accessible products and services resulting from the heterogeneity of accessibility requirements across Member States. This would increase the availability of accessible products and services in the internal market and improve the accessibility of relevant information.*” This objective could be applied to the inclusion of young people not by prohibiting access to apps, but by requiring platforms to use the same technology (AI, algorithms, interfaces) not to maximize the number of transactions, but to provide personalized financial education and real-time investor protection.

What is certain is that the countless relationships that can arise between individuals and the very relativity of the concept of vulnerability do not allow us to isolate common or general rules regarding the relevance of information, and the informational factor itself behaves differently in distinct cases.

Assuming a uniform meaning for the concept of information, in fact, certainly does not help in identifying the numerous problems that have arisen in this area; thus, to attempt a solution, we must engage in a reflection that focuses not on a general view of the issue, but on a

⁴⁷ Indeed, one cannot help but agree with those who believe that “*a better-informed market is a more efficient market*”; see A. GENTILI, *Contractual Information and Trading Rules*, op. cit., 556.

⁴⁸ See the complete definition in *Dizionario di Economia e Finanza*, Treccani, 2012, www.treccani.it.

⁴⁹ Directive (EU) 2019/882 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2019 on the accessibility requirements for products and services, available at eur-lex.europa.eu.

process of “disaggregation” (based on belonging to a specific sector), which passes through the framework of individual legal institutions⁵⁰.

Finally, for the purposes of this analysis, we believe it is worth noting a study⁵¹, which focuses primarily on consumers and examines initiatives within EU member states aimed at providing an understanding of how consumer education is implemented within the EU framework, while assessing its importance in today’s constantly evolving market. In this context, we also sought to explore the various consumer education frameworks used globally to meet consumers’ educational needs (formal, lifelong, and targeted education) and address the importance of using consumer education to develop the skills of vulnerable consumers.

⁵⁰ On this point, see D. MESSINETTI, *Circulation of Personal Data and Mechanisms for Regulating Individual Powers*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1998, 339 ff.; ID., *Returning to Parmenides? It is rather advisable to start again from the “Institutiones,”* *ibid.*, 2000, 395 ff.; ID., *Toward an Ecology of Modernity: The Fate of Legal Concepts. R. Nicolò’s Openness to Complex Situations*, *ibid.*, 2010, 25 ff.

⁵¹ *Study of Consumer Education Initiatives in the EU* – Final Report, January 26, 2024, available at commission.europa.eu.

Gli assetti di vigilanza tra centralizzazione e prossimità ai soggetti vigilati

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La scelta del modello di regolamentazione da adottare. – 3. Segue: verso il Codice Europeo dei Mercati Finanziari. – 4. Applicazione delle regole e attribuzione dei poteri di vigilanza. – 5. Accentramento vs decentramento della vigilanza: una questione sempre aperta. – 6. Sull'importanza della vicinanza agli intermediari e ai territori.

1. Premessa

Nella mia relazione di oggi, alla luce del tempo a disposizione e dell'ampia consapevolezza dell'uditorio in merito a questi aspetti, tralascerò di descrivere il ruolo cruciale dei servizi finanziari nel contesto economico europeo e mi limiterò a sottolineare brevemente l'importanza dell'integrazione dei mercati dei capitali, perseguita da tempo¹.

Vorrei svolgere, in questa sede, alcune riflessioni sulla configurazione ottimale degli assetti di vigilanza nell'ambito dell'Unione dei mercati dei capitali europei, interrogandomi in particolare su quali siano gli strumenti più idonei a gestire le difformità tuttora esistenti (riscontrate dai report delle *ESAs* sul punto) e a migliorare il processo di integrazione regolamentare e di vigilanza; ciò, nella consapevolezza che, come già evidenziato in dottrina², sul piano delle concretezze neppure un quadro normativo compiutamente armonizzato sarebbe da solo in grado di assicurare una perfetta coincidenza del diritto vivente in tutti i paesi dell'UE. Nel contesto attuale, infatti, assumono significativa rilevanza le dinamiche che caratterizzano l'interpretazione e l'attuazione del diritto dei mercati finanziari da parte delle autorità di vigilanza e, ancora di più, degli

¹ V. la recente proposta di modifica delle direttive UCITS (Direttiva 2009/65/CE), AIFMD (Direttiva 2011/61/UE) e MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), parte del pacchetto UE del 4 dicembre 2025 per l'integrazione dei mercati dei capitali, che mira a creare un sistema finanziario più competitivo, efficiente e armonizzato.

² M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la capital markets union*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 20 ss.

organi giurisdizionali³.

Per affrontare in modo diretto e rapido la riforma del mercato dei capitali europeo, a fronte della persistente frammentazione tra i vari sistemi nazionali e dunque delle vistose carenze nell'attuale processo di integrazione⁴, ritengo centrale la riforma della supervisione. In sostanza, intendo esplorare il tema a me assegnato analizzando anche soluzioni che tornino a riconoscere un ruolo rilevante alle autorità nazionali; ciò al fine di capire se tale ruolo possa rappresentare una condizione essenziale per forzare l'allineamento delle prassi di vigilanza. Siffatta soluzione è, da un lato, sicuramente in linea con il principio di sussidiarietà e, dall'altro, non segna una cesura netta con gli assetti di vigilanza finanziaria UE già esistenti ma, di contro, una loro valorizzazione e un loro perfezionamento.

In tale ordine logico, enfatizzare *i profili di prossimità* ai soggetti vigilati, può servire ad accelerare la realizzazione della *Savings and Investments Union*⁵, ora al centro dell'Agenda UE⁶, oggetto di

³ Tra gli altri v. F. ANNUNZIATA, *La supervisione sul mercato dei capitali dopo due crisi: note minime*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, Supplemento n. 3, 106 ss.; D. ANDRACCHIO, *Regolazione basata sull'informazione, autorità europee di vigilanza e tutela degli investitori retail*, in questa *Rivista*, 2024, III, 737 ss.

⁴ Processo che ha visto negli ultimi decenni stratificarsi diverse tecniche di regolamentazione e vigilanza. Come osservato (tra gli altri, v. F. DEMARIGNY e A. THOMADAKIS, *A Supervisory Efficiency Test for EU Financial Markets: Taking an Operational Approach to Integration and Oversight*, in *Journal of Financial Regulation*, 2025, XI, 288-295) questo sistema frammentato ostacola la coerenza, indebolisce l'applicazione delle norme ed espone l'UE a inefficienze e arbitraggio normativo, soprattutto in segmenti transfrontalieri in rapida evoluzione come la tecnologia finanziaria, i settori ambientale, sociale e di governance (ESG) e le criptovalute.

⁵ Il 24 maggio 2023 la Commissione UE ha pubblicato la "*Retail Investment Strategy*", un pacchetto ambizioso di riforme volto ad accrescere la partecipazione, la tutela e, soprattutto, la fiducia degli investitori al dettaglio considerati, a giusta ragione, uno dei pilastri del mercato finanziario. Cfr. P. LUCANTONI, *Capital Markets Union e Saving and Investment Union nella prospettiva dello sviluppo economico, sostenibile e digitale del mercato finanziario*, in *Dir. banc. fin.*, 2025, 379 ss.

⁶ In reazione all'attuale crisi militare e commerciale, l'UE ha «adottato la mossa del cavallo tipica della diplomazia d'antan, allargando la disputa a un terzo fronte: quella del risparmio. [...] Il deficit statunitense delle importazioni. è compensato dalla gestione da parte dei fondi USA di una parte rilevante del risparmio europeo. Di qui, la proposta della Commissione europea di un'Unione Europea dei risparmi e degli investimenti, vera risposta ai dazi commerciali, e che sembra avere una corsia

specifiche attenzioni anche nell’ambito dei Report Letta e Draghi⁷.

2. *La scelta del modello di regolamentazione da adottare*

Tra le sfide, alcune di natura politica altre di natura puramente giuridica, che devono essere prese in considerazione per la realizzazione della SIU – molte delle quali discusse nelle relazioni precedenti – sono due le questioni che ritengo centrali: la prima (che mi limito ad accennare, ma collegata alla seconda) riguarda la scelta delle tecniche di regolamentazione da adottare, l’altra attiene all’applicazione delle regole e all’attribuzione dei relativi poteri di vigilanza. In altri termini, la gestione del problema va affrontato in una prospettiva *statica e dinamica*.

Il primo tema – la creazione di un *corpus* uniforme di regole sui mercati finanziari a livello europeo – è già stato trattato in larga parte da Filippo Annunziata, il quale ha correttamente richiamato la necessità di tale “momento creativo” ai fini della promozione della competitività europea.

Mi limito a qualche breve considerazione aggiuntiva:

1. Poiché la storia della regolamentazione finanziaria in Europa è caratterizzata da un modello di regolamentazione reattiva, spesso innescata da crisi o evidenti fallimenti del mercato,⁸ ci troviamo oggi di fronte una stratificazione di discipline che si focalizzano su questioni specifiche, ma che a volte mancano di coerenza.

2. La disciplina europea si concentra su alcuni aspetti, lasciando che altri siano disciplinati esclusivamente dai legislatori nazionali, come ad

preferenziale; quando i progetti europei vanno così veloci, raggiungono sempre l’obiettivo. L’Unione del risparmio sarà più veloce di quella dei capitali e in parte la sostituirà, in parte ne costituirà il presupposto. [...] L’Unione europea è brava nelle crisi: non ne ha mai sprecata una, [spesso adottando] misure con contenuti tipici di uno stato federale, ma utilizzate in ottica funzionale (utili per reagire alla crisi). Federale è il contenuto, funzionale l’obiettivo, ibrido lo strumento.» In questi termini, F. BASSAN, *Il trilemma europeo e la mossa del cavallo*, in *Formiche.net*, 2025.

⁷ E. LETTA, *Report on the future of the single market*, consultabile su www.single-market-economy.ec.europa.eu; M. DRAGHI, *The future of the European competitiveness*, consultabile su www.commission.europa.eu.

⁸ Ciò come evidenzia N. MOLONEY, *EU financial market regulation a decade from the financial-crisis-era reforms: crisis, uncertainty, and capacity*, in *Yearbook of European Law*, 2023, XLII, 169 ss.

esempio i profili rimediali che rimangono nella competenza della disciplina nazionale.

Posti i rilevanti problemi che da ciò derivano, ben noti alla dottrina che del tema si è occupata, vi è ormai convergenza in relazione all'idea che un *corpus* normativo unitario per l'intero mercato finanziario UE garantirebbe una migliore protezione per gli investitori, offrendo un livello omogeneo di tutela, altresì in un'ottica di semplificazione. In questo senso va accolto con grande entusiasmo il progetto EBI-AEBDF per un "*EU Charter for protection of end users in financial markets*"⁹.

Il progetto in questione muove dalla constatazione che la stratificazione settoriale della normativa europea di protezione degli utenti finali, pur avendo prodotto discipline elaborate per singoli comparti (dalla MiFID II in materia di investimenti alla IDD per l'intermediazione assicurativa, dalla normativa PRIIPs ai requisiti di *disclosure* previsti dalla disciplina della Solvency II), ha generato asimmetrie non giustificabili sul piano sistematico, creando standard differenziati per situazioni sostanzialmente analoghe. L'idea portante della *Charter* è quella di identificare un nucleo di standard obbligatori trasversali a tutti i comparti dei servizi finanziari, capaci di porsi come denominatore normativo comune, senza con ciò travolgere la disciplina settoriale là dove le specificità tecniche o le diversità di scopo la rendono necessaria. Esse funzionerebbero, in altri termini, come prescrizioni di principio dell'ordinamento finanziario europeo, idonee a orientare in modo coerente l'interpretazione e l'applicazione delle norme di settore da parte delle autorità di vigilanza e delle corti nazionali.

Il valore politico e sistematico di una simile iniziativa non è trascurabile: collocare esplicitamente la protezione dell'utente finale al cuore dell'architettura normativa europea dei mercati finanziari

⁹ F. ANNUNZIATA, *Towards an EU Charter for the Protection of End Users in Financial Markets*, in *European Banking Institute, Working Paper*, n. 128, 2022, secondo il quale uno Statuto generale per la tutela degli utenti finanziari nella legislazione dell'UE, da intendersi su base intersettoriale, «non mirerebbe a superare la legislazione settoriale, che rimane necessaria a causa dei diversi approcci e obiettivi da raggiungere in ciascun contesto, ma individuerrebbe standard obbligatori di ampio respiro validi per l'intera gamma di servizi, prodotti e attività finanziarie. Potrebbe contribuire a ridurre incoerenze e differenze ingiustificabili tra i diversi settori e avere un elevato valore politico, ponendo chiaramente la tutela diretta di clienti, investitori e assicurati al centro» come *core* degli obiettivi della legislazione finanziaria dell'UE.

significa riconoscere che i meccanismi di tutela non possono rimanere confinati in logiche settoriali ed episodiche, ma debbono strutturarsi come obiettivo ordinamentale autonomo e prioritario.

In sostanza, l'integrazione negativa¹⁰ non è sufficiente, anzi dà luogo a diversi livelli di protezione a seconda del paese d'origine (con rischio di discriminazione inversa per i fornitori di servizi nazionali).

Al riguardo, è ormai evidente che il problema non è meramente tecnico-normativo, ma riflette un'asimmetria strutturale nell'approccio adottato storicamente dall'Unione nella costruzione del mercato interno dei servizi finanziari.

Il ricorso al principio del paese d'origine, cardine del mutuo riconoscimento e quindi dell'integrazione negativa, ha consentito di abbattere le barriere all'accesso ai mercati degli altri Stati membri senza dover raggiungere un consenso politico su regole sostanziali uniformi: efficiente nel breve periodo, tale approccio ha però lasciato integri differenziali regolatori rilevanti, determinando – come si è detto – livelli di protezione differenti a seconda del regime normativo del paese di stabilimento del prestatore di servizi.

La pressione competitiva che ne deriva tende, inevitabilmente, verso il basso, innescando dinamiche di *race to the bottom* (competizione cd. distruttiva) che l'armonizzazione minima non sempre è in grado di arginare¹¹.

Coerentemente, il passaggio verso forme di armonizzazione massima, o quanto meno verso un nucleo normativo comune inderogabile, non costituisce più un'opzione, ma una condizione strutturale per il corretto funzionamento del mercato unico dei servizi finanziari.

¹⁰ Che si concentra sulla eliminazione delle barriere piuttosto che sull'imposizione di nuove regolamentazioni.

¹¹ Da qui il fenomeno di discriminazione inversa: l'intermediario soggetto alla regolamentazione più rigorosa dello Stato membro d'origine si trova strutturalmente svantaggiato rispetto al concorrente di altro Stato membro che, operando in regime di libera prestazione di servizi, beneficia di standard meno stringenti pur rivolgendosi alla stessa clientela. Da qui il rischio di una competizione distruttiva mira ad attirare investimenti o conquistare quote di mercato abbattendo costi e vincoli, spesso a scapito della qualità, della sostenibilità ambientale e dei diritti dei lavoratori.

3. *Segue: verso il Codice Europeo dei Mercati Finanziari*

Se, come osservato, il raggiungimento dell'armonizzazione delle norme applicabili (e della loro omogenea interpretazione da parte delle autorità di vigilanza e dei tribunali) è un obiettivo prioritario, ma ancora lontano, la crescente giurisdizionalizzazione del diritto e i suoi effetti in termini di incertezza della *rule of law*, spinge ora l'UE ad adottare convintamente approcci orientati alla *burden reduction* (principio sul quale mi sono intrattenuta poco tempo fa al convegno svoltosi a Roma Tre organizzato dal Prof. Sacco Ginevri¹²).

È in questo contesto che è riemersa – tra gli studiosi di diritto e tra i politici europei – l'idea di sostituire i regimi nazionali con un unico regime europeo, attraverso la creazione di un Codice Europeo dei Mercati Finanziari¹³; tale codice consentirebbe di sviluppare al meglio l'ordine sistematico delle norme, chiarendone i principi e specificandone gli obiettivi (anzitutto, la stabilità dei mercati, la loro integrità, la tutela degli investitori, la competitività dei mercati ecc.). Inoltre, alcuni concetti – come, ad esempio, quello della *fiducia* degli investitori – potrebbero (e dovranno) essere meglio definiti e tradotti in termini più concreti, cercando così di colmare le discrepanze attualmente presenti negli orientamenti delle corti nazionali in relazione all'interpretazione delle clausole generali e dei principi derivanti dal diritto europeo (che, giova ripetere, sono stati attuati in modo variabile in ciascuno Stato membro).

Il Codice non dovrà limitarsi a prendere in considerazione principi e regole già esistenti. Dovrebbe servire come occasione per introdurre innovazioni, ad esempio in relazione alle tematiche ESG, laddove l'UE sta adottando utili iniziative quali la *Better Regulation agenda* e il report *Less is more*. Questo, nonostante il freno imposto dal cd. *Pacchetto Omnibus sulla sostenibilità* proposto dalla Commissione UE, e approvato dal Parlamento il 16 dicembre 2025.

¹² Ci si riferisce al Convegno “*Capital Markets Union e ordinamento finanziario italiano. Le ragioni di una riforma*”, Università degli Studi Roma Tre, 10 e 11 aprile 2025, v. A. SACCO GINEVRI (a cura di), *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, in *Collana della Rivista delle Società*, Milano, 2026.

¹³ Idea ben articolata e supportata nell'ambito del volume curato da R. VEIL, *Regulating EU Capital Markets Union. Volume I: Fundamentals of a European Code*, Oxford, 2024.

Il *Pacchetto Omnibus* sulla sostenibilità, infatti, si propone di ridisegnare in modo radicale il perimetro applicativo delle Direttive CSRD, CSDDD, e del Regolamento Tassonomia, restringendo drasticamente la platea dei soggetti obbligati e riducendo la soglia di applicazione della CSRD.

L'impatto sulla prospettazione del *Codice* è duplice: da un lato, l'*Omnibus* dimostra come la stratificazione normativa senza sistematizzazione conduca inevitabilmente a difficili, ma necessarie operazioni di revisione periodiche, alimentando l'argomento a favore di un approccio codificante *ab origine*; dall'altro, il ridimensionamento delle ambizioni ESG rischia di lasciare nel Codice un'area normativa ancora *in fieri*, priva di una disciplina consolidata su cui innestare l'innovazione.

In senso opposto rispetto alla logica semplificatoria del *Pacchetto Omnibus*, e con diretta rilevanza per il tema della vigilanza qui discusso, si colloca anche il *Market Integration Package* (MIP), pubblicato dalla Commissione europea il 4 dicembre 2025 nell'ambito della strategia per la *Savings and Investments Union*.

Come noto, il MIP si compone di una serie di proposte legislative con l'obiettivo di ridurre la diversità strutturali dei mercati dei capitali europei. Sul piano della vigilanza, la proposta introduce poteri di supervisione diretta dell'ESMA sulle infrastrutture di mercato "significative" (controparti centrali, depositari centrali, sedi di negoziazione che superino determinate soglie di rilevanza sistemica transfrontaliera) e sui fornitori di *cripto-asset*, mantenendo invece la vigilanza sulle società di gestione e sugli intermediari nelle mani delle autorità nazionali.

Questo modello differenziato è significativamente coerente con un'impostazione che riconosca le difficoltà connesse all'accentramento integrale della vigilanza sul mercato finanziario (per ragioni giuridiche, politiche e strutturali) prediligendo un approccio selettivo, fondato sulla rilevanza transfrontaliera dell'entità vigilata.

Probabilmente, iniziative nazionali di riordino complessivo delle regole relative al mercato dei capitali (v., per l'Italia, la riforma del TUF *in itinere*) possono dare ulteriore slancio alla riflessione scientifica (e

politica¹⁴) sullo *European Code of Financial Markets Law*¹⁵.

4. Applicazione delle regole e attribuzione dei poteri di vigilanza

Venendo ora alla seconda questione, relativa al set-up ottimale della vigilanza nell'ambito della *Capital Markets Union*, attualmente non solo vi sono regole difformi nei vari ordinamenti (talvolta causate dal *goldplating*, altre volte dalla mancanza di disciplina europea su un'intera area) nonché diversità interpretative concernenti il diritto UE, con conseguente concorrenza tra ordinamenti all'interno del mercato unico europeo (che dovrebbe invece essere caratterizzato da integrazione, convergenza e omogeneità).

Per porre rimedio a tale situazione si propone: o una maggiore armonizzazione delle regole (anche in relazione all'*enforcement*, eliminando ogni residua discrezionalità nelle modalità operative da parte delle Autorità nazionali); o una centralizzazione delle competenze di vigilanza, attribuendo compiti di supervisione diretta ad una autorità europea (ESMA o un'altra di nuova costituzione)

La prima soluzione, tuttavia, rischia di essere inefficace, in quanto le principali discrepanze tra le Autorità nazionali sono riscontrabili non solo in relazione all'esistenza di regole diverse, ma soprattutto in relazione al differente approccio valutativo utilizzato dalle autorità nazionali (le cd. prassi di vigilanza), anche in presenza di regole uniformi.

Ed invero fino ad oggi, il problema non ha trovato una compiuta definizione, sicché l'UE¹⁶ difficilmente potrà intervenire sulle specificità delle norme procedurali nazionali e sulle aree di discrezionalità tecnica. Pertanto – con l'attuale modello – il problema si annida nelle pieghe del sistema.

La seconda soluzione impone di confrontarsi con talune considerazioni problematiche.

¹⁴ In particolare, nel nostro Paese, va evidenziata la coraggiosa iniziativa del Sottosegretario all'Economia Freni di impostare la riforma in vista della elaborazione del Codice dei mercati finanziari; v. F. FRENI, *Per un codice dei mercati finanziari*, in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, in *Collana della Rivista delle Società*, A. SACCO GINEVRI (a cura di), Milano, 2026, 21 ss.

¹⁵ R. VEIL, *op. cit.*

¹⁶ Ciò finché le competenze di vigilanza sono attribuite a livello nazionale.

Innanzitutto, a differenza di quanto avvenuto con l'Unione Bancaria, dove l'attribuzione di poteri alla BCE nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico è stata resa possibile dall'introduzione nel Trattato di Maastricht di una previsione espressa, contenuta ad oggi nell'art. 127, para. 6 TFUE (in base alla quale alla BCE possano essere affidati “*compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione*”), per la supervisione sui mercati dei capitali manca una disposizione analoga. Come noto, in assenza di specifiche indicazioni nei Trattati, il legislatore UE ha usualmente utilizzato la base giuridica dell'art. 114 TFUE – che consente di adottare misure di ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri aventi ad oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno – per istituire agenzie europee, attribuendo loro poteri anche di vigilanza diretta. In tale contesto, ci si è scontrati con la Dottrina Meroni¹⁷ che limita la delegabilità da parte delle Istituzioni UE di poteri discrezionali (i cui presupposti non siano sufficientemente predeterminati negli atti istitutivi) alle agenzie poiché verrebbe così trasferita la relativa responsabilità, con conseguenti problemi di legittimazione e *accountability*.

Per quanto la portata della dottrina sia stata ridimensionata dalla giurisprudenza UE negli ultimi anni e il legislatore europeo stia progressivamente attribuiti poteri di vigilanza diretta alle ESAs¹⁸, la dottrina Meroni è da considerarsi non ancora superata e, quindi, in un prossimo futuro, può essere reinterpretata in via restrittiva.

Pertanto, fondare il nuovo assetto di vigilanza europeo sulla base giuridica dell'art. 114 TFUE appare a dir poco rischioso: qualora la Corte di Giustizia decidesse di adottare un approccio più rigoroso sulla

¹⁷ M. SIMONCINI, *Administrative regulation beyond the non-delegation doctrine: a study on EU agencies*, Oxford, 2018, *passim*; D. FOÀ, *I poteri di vigilanza dell'EBA nell'ambito del Regolamento MiCA*, in *Federalismi.it*, 2024, IX, 113 e ss.; D. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, in *Riv. Dir. Banc.* 2023, p. 46 ss.

¹⁸ Ad es. all'ESMA sono stati attribuiti poteri di vigilanza diretta sulle agenzie di rating del credito (ora anche sui fornitori di rating ESG) e, successivamente, su altre entità, come i *benchmark* critici dell'UE, ecc. Cfr. N. MOLONEY, *The Age of ESMA, Governing EU Financial Markets*, Oxford, 2018; D. FOÀ, *op. ult. cit.*

Dottrina Meroni, così come di recente avvenuto con la pronuncia resa nel caso C-551/22 Banco Popular (*Commission v SRB*)¹⁹ (nell'ambito della quale ha identificato nella Commissione UE il soggetto avente poteri decisionali nella procedura di risoluzione, affermando che l'attribuzione di tale potere decisionale all'SRB violerebbe la Dottrina Meroni), potrebbe far cadere l'impianto di vigilanza finanziaria europea così attentamente costruito. In altri termini, per quanto possa ad oggi sembrare "sdoganata" l'attribuzione di poteri di vigilanza diretta ad autorità istituite ai sensi dell'art. 114 TFUE, tale attribuzione è fragile, perché priva di una solida base giuridica e, quindi, potenzialmente soggetta a mutamenti di interpretazione giurisprudenziale, mutamenti che – giova ripetere – appaiono pienamente giustificati in considerazione del tenore letterale dell'art. 114 TFUE e del concreto rilievo attribuito alle ESAs nell'ambito dell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo²⁰.

Vi sono, poi, ragioni di natura tecnica che possono limitare l'accentramento di poteri: talvolta il mercato di riferimento (oggetto della vigilanza) ha caratteristiche strutturali domestiche che mal si adattano ad una vigilanza accentrata. È questo il caso dei mercati finanziari, che tuttora riflettono specificità delle realtà nazionali ben più marcate di quelle proprie del mercato bancario; ciò in termini di presenza (e forza) degli investitori istituzionali, di circolazione di determinati strumenti (es. i derivati) piuttosto di altri, e in relazione al rapporto tra sistemi bancocentrici e *market-based*.

Guardando agli strumenti finanziari, emergono diversità fra gli Stati membri: in alcuni contesti – come il Lussemburgo – il mercato dei derivati risulta più sviluppato rispetto ad altri; anche il Private Equity presenta livelli di maturità e caratteristiche non omogenee a livello unionale. Analogamente, il diverso peso dei modelli bancocentrici rispetto a quelli *market-based* ha storicamente inciso sull'approccio

¹⁹ Si veda C. Giust. UE, C-551/22 Banco Popular (*Commission v SRB*). Sul caso si veda N. GALASSO, *Brevi considerazioni sulla tutela giurisdizionale nel meccanismo di risoluzione unico alla luce della sentenza C-551/22*, in *European Law and Finance Review*, 2025, I, 142 e ss.

²⁰ Più ampiamente sui limiti posti dalla dottrina Meroni, D. FOÀ *op. cit.*, 134, il quale evidenzia come i più recenti interventi di riforma rafforzano i poteri delle ESAs, attribuendo loro anche poteri di vigilanza diretta, nonostante la fragile base giuridica rappresentata dall'art. 114 TFUE.

adottato dai singoli ordinamenti in materia di regolazione e vigilanza del mercato dei capitali²¹. Tali differenze strutturali si riflettono inevitabilmente anche sui profili dell'*enforcement*.

Più in particolare, nei sistemi bancocentrici la supervisione si è sviluppata in chiave prudenziale e relazionale, con un *enforcement* prevalentemente esercitato attraverso il dialogo informale tra autorità e soggetto vigilato e un ricorso alla sanzione pecuniaria tradizionalmente contenuto. Nei sistemi *market-based*, viceversa, l'*enforcement* assume carattere più formalizzato e la sanzione pubblicistica costituisce strumento ordinario piuttosto che *extrema ratio*.

Questa divergenza trova conforto nei dati raccolti dall'ESMA nei *Consolidated Reports on Sanctions* relativi al 2023 e al 2024: a fronte di una normativa sostanziale formalmente uniforme (MAR, MiFID II), le autorità nazionali mostrano discrepanze significative nel numero di sanzioni irrogate, negli importi delle sanzioni pecuniarie e nel ricorso a strumenti alternativi quali le procedure di *settlement*. È evidente come, ai fini del disegno dell'architettura di vigilanza, nessun intervento di armonizzazione normativa, per quanto ambizioso, sia in grado di neutralizzare pienamente tale eterogeneità applicativa, senza un'azione diretta sulla dimensione performativa dell'azione delle autorità.

A ciò si accompagnano, del resto, ragioni di natura politica: sovente, le autorità nazionali hanno cercato di mantenere le competenze di cui sono titolari, evitando di svolgere attività puramente esecutive e non decisorie.

5. *Accentramento vs decentramento della vigilanza: una questione sempre aperta*

Il complesso di queste considerazioni ci porta a ragionare su forme intermedie di accentramento dei poteri di vigilanza che rafforzino i poteri di coordinamento dell'ESMA (se essa sarà individuata l'autorità di riferimento come è naturale immaginare)²² ma, al contempo, preservino le attribuzioni circa l'esercizio dei poteri di vigilanza a livello nazionale. Naturalmente, sarà necessaria una riforma

²¹ Sul rapporto tra sistemi bancocentrici e sistemi *market-based* v. I. SABBATELLI, *Il modello bancocentrico tra disintermediazione e finanza alternativa*, in *Diritto Pubblico dell'economia*, M. PELLEGRINI (a cura di), Milano, 2023, 411 ss.

²² V. S. FIRPO, *Riformare l'ESMA come la BCE*, su *Il Sole24ore* del 11/3/2025.

dell'ESMA, ma su questo non posso trattenermi per mancanza di tempo²³.

Tale soluzione è suggerita non solamente dalle citate difficoltà nell'individuare una solida base giuridica che potrebbe giustificare l'attribuzione di così rilevanti poteri all'ESMA (in mancanza di una espressa modifica dei Trattati UE), ma anche da ragioni riconducibili al principio di sussidiarietà di cui all'art. 5 TUE.

Una soluzione intermedia potrebbe essere realizzata mediante una combinazione tra armonizzazione massima (eliminando lo spazio per discipline nazionali distoniche rispetto agli obiettivi europei) da limitare ai soli profili essenziali – in ottica di semplificazione – e l'attribuzione di nuove competenze amministrative a livello nazionale, prevedendo meccanismi idonei che consentano di evitare frammentazione. Al riguardo, risulta indispensabile un rafforzamento dei meccanismi di coordinamento tra le autorità in senso orizzontale, con poteri di intervento sussidiario dell'autorità europea, a fronte di disomogeneità degli approcci.

Questo a maggior ragione perché – coerentemente con quanto affermato dalla cd. teoria dei corpi intermedi²⁴ – la prossimità tra autorità di vigilanza e soggetto vigilato è in grado di produrre effetti positivi: si pensi, tra tutti, alla possibilità di instaurare un dialogo tra autorità e operatore economico (anche quello di grandi dimensioni), che affonda le basi in un substrato culturale omogeneo e che, come tale, può agevolare forme di collaborazione tra autorità e soggetti vigilati²⁵.

²³ F. DEMARIGNY F. e A. THOMADAKIS, *op. cit.*, propongono un *test* di efficienza della vigilanza, uno strumento pratico per valutare se gli accordi di vigilanza corrispondano al livello di integrazione del mercato per specifici prodotti, servizi o attori finanziari, offrendo un approccio basato sull'evidenza e specifico per attività (*evidence-based e task-specific approach*) per valutare se la vigilanza sia gestita al meglio a livello nazionale, attraverso il coordinamento o a livello centrale.

²⁴ Ciò, pur nella consapevolezza che le autorità di vigilanza sono istituzioni pubbliche e non formazioni sociali intermedie nel senso classico delineato dalla Teoria (v. C. MORTATI, *La persona, lo Stato e le comunità intermedie*, Torino, 1959).

²⁵ Si tratta di un processo sinergico che richiede struttura e tradizione comune, che difficilmente potrebbe realizzarsi con un vigilante "accentrato", il quale sarebbe inevitabilmente chiamato a valorizzare in misura prevalente la dimensione tecnico-operativa al fine di costruire un terreno comune di interlocuzione con i soggetti vigilati europei.

Ciò si è osservato anche nel SSM, dove si è assistito ad una evoluzione delle modalità di conduzione della vigilanza: in relazione alle banche *significant*, le

Al contrario, è innegabile che allontanando il vigilante dall'oggetto della vigilanza, lo strumento sanzionatorio con grande probabilità diverrebbe il meccanismo prediletto di intervento.

La decentralizzazione di alcune funzioni consentirebbe di avere un livello di intervento più granulare e attento, difficilmente raggiungibile con un modello di enforcement accentrato. Il limite non è soltanto di ordine organizzativo: un'autorità centrale non è strutturalmente in grado di accumulare la conoscenza contestuale che deriva dall'interazione continuativa con i soggetti vigilati, e che le autorità nazionali acquisiscono per effetto della prossimità operativa. A ciò si aggiunge il vincolo delle risorse disponibili, che in un sistema accentrato si distribuiscono su mercati eterogenei riducendo inevitabilmente la profondità di ciascun intervento.

In questa prospettiva, la vigilanza collaborativa si rivela uno strumento di maggiore efficienza. Il modello, teorizzato in materia di *responsive regulation*, prevede che la risposta regolatoria si articoli per progressione: orientamento preventivo, formulazione di aspettative esplicite, concessione di un tempo ragionevole per l'adeguamento, e ricorso alla sanzione formale solo in caso di inottemperanza persistente. Così strutturata, la vigilanza collaborativa è idonea a sanare possibili vizi dell'*agere* degli operatori economici prima che si traducano in violazioni formali, perseguendo gli obiettivi della regolazione finanziaria con costi di compliance inferiori e un utilizzo più selettivo dei poteri coercitivi.

Una vigilanza, dunque, più idonea all'ascolto e non soltanto punitiva; ciò, peraltro, osservandosi che nell'ordinamento italiano il modello trova riscontri positivi in ambiti contigui e nello stesso settore finanziario²⁶.

ispezioni sono condotte dai JST, che si caratterizzano per eterogeneità di *background* dei componenti, nonché – non raramente – difficoltà dettate dalla diversa lingua madre parlata. Dal punto di vista degli strumenti, l'attività di vigilanza si concentra sul riscontro di elementi quantitativi e fa ampio utilizzo di *scoring* standardizzati. Cfr. A. BARONE, G. DRAGO e C. NICOLOSI, *L'erompere della vigilanza prudenziale europea*, in *La funzione di vigilanza della Banca Centrale Europea*, A. BARONE e G. DRAGO (a cura di), Roma, 2022, 38 e ss.

²⁶ Sul piano generale, l'art. 222 del d.lgs. 36/2023 (Codice dei contratti pubblici) ha codificato la "vigilanza collaborativa" di ANAC, che combina pareri preventivi e attività di orientamento riservando i poteri ablatori ai casi di violazione accertata. In ambito assicurativo, la Lettera al mercato IVASS del 27 marzo 2024 in materia di

La suddetta organizzazione delle strutture della vigilanza consentirebbe di avere una interlocuzione costruttiva su (progetti) di attività, di modo da comprendere la posizione dell'autorità su una iniziativa futura, permettendo agli operatori economici di ricalibrare il proprio progetto.

In tale contesto, l'esercizio del potere amministrativo – pur rimanendo pienamente riconducibile all'autorità di vigilanza – è permeabile dalle istanze dei privati e funzionale al perseguimento degli interessi generali europei (anche di rilevanza costituzionale)²⁷.

Per il mercato dei capitali europeo potrebbe ipotizzarsi la formalizzazione di un network tra le autorità nazionali di vigilanza sui mercati finanziari, coordinate da ESMA, a cui dovrebbe riconoscersi non solo il ruolo di garantire il 'ravvicinamento' delle prassi di vigilanza, ma anche di guida e coordinamento tra le autorità domestiche; ciò attribuendole poteri di intervento diretto (ad oggi, come si è visto, previsti solo in limitate ipotesi) a fronte di persistenti difformità. I rapporti tra le autorità nazionali e tra queste e ESMA dovrebbero essere puntualmente disciplinati con regolamento, che stabilisca i meccanismi di cooperazione e procedimenti di controllo delle decisioni assunte da tali organi, prevedendo eventualmente la possibilità per ESMA di avocare la competenza al ricorrere di alcune 'ben specificate' condizioni di vulnerabilità o di ridotta efficienza riscontrabili a livello nazionale (similmente a quanto previsto nel diritto della concorrenza ex art. 11, co. 6 del reg. 1/2003). In tal modo, si potrebbe non solo costruire un modello maggiormente coerente con l'art. 114 TFUE, ma anche garantire una convergenza di approcci

product oversight governance (POG) ne costituisce un esempio diretto: all'esito di un'attività ispettiva che aveva rilevato carenze nell'implementazione del Regolamento n. 45/2020, l'Istituto ha articolato la propria risposta in fasi sequenziali – pubblica consultazione, pubblicazione delle aspettative, verifica differita della conformità – costruendo uno schema di vigilanza integrata che privilegia la prevenzione guidata rispetto alla repressione immediata, nel rispetto della cornice europea definita dalle linee guida EIOPA.

²⁷ Un esempio concreto espressione di (regolazione e) vigilanza collaborativa sono le *sandboxes*, quadri operativi che consentono di testare tecnologie, prodotti, servizi o modelli innovativi per un periodo di tempo delimitato e all'interno di settori sottoposti a vigilanza normativa. Sul tema si veda V. VINCI e S. RANCHORDAS, *Regulatory sandboxes and innovation-friendly regulation: between collaboration and capture*, in *Italian Journal of Public Law*, 2024, I, 107 e ss.

all'interno del mercato europeo.

6. *Sull'importanza della vicinanza agli intermediari e ai territori*

Tenendo conto delle considerazioni precedenti, va sottolineato che le autorità nazionali non sono chiamate alla sola collaborazione, ma ad un effettivo coordinamento, quale strumento necessario per promuovere l'allineamento delle prassi di vigilanza.

Esiste già un'attività di armonizzazione e coordinamento svolta da parte dell'autorità UE, quindi con un approccio verticale (*top/down*). Invero, un rafforzamento delle competenze delle autorità nazionali quali attori rilevanti al fianco dell'Autorità UE dovrà svolgersi attraverso un'attività di coordinamento *orizzontale* che preveda meccanismi di intervento della seconda solo in casi di necessità, per es. attraverso un potere di avocazione.

In tale contesto, verrebbe valorizzata la loro capacità "mediatrice" nell'ambito dell'articolato sistema di governance multilivello: infatti, la migliore comprensione da parte delle ANC dei modelli di business degli operatori nazionali nonché dei profili di vulnerabilità degli utenti, potrebbe essere messa al servizio dell'intero *network* di vigilanza europeo, basato su una convergenza sostanziale e procedurale²⁸. L'autorità nazionale diverrebbe così un corpo intermedio, strumentale alla funzionalità del sistema di vigilanza europeo e l'avocazione dei poteri costituirebbe l'*extrema ratio*, da attivarsi esclusivamente a fronte di perduranti disomogeneità valutative che minano il *level playing field*.

Esempio virtuoso che potrebbe prendersi ad ispirazione è quello della costituzione dello *European Competition Network (ECN)*²⁹, funzionale alla convergenza sostanziale e procedurale nell'esercizio

²⁸ V. P. DE PASQUALE, *L'European Competition Network tra rafforzamento della collaborazione e vecchi vincoli: l'attuazione in Italia della direttiva ECN+*, in *DPCE Online*, 2021.

²⁹ Il settore antitrust degli ultimi anni è sicuramente tra quelli maggiormente sperimentalisti nel panorama comunitario. Il *Network europeo delle autorità nazionali antitrust* (in Italia, AGCM), competenti ai sensi dell'art. 5 del Reg. 1/2003 per l'applicazione degli artt. 101 e 102 TFUE (nonché del relativo diritto nazionale), così come disciplinato dapprima dal Regolamento 1/2003 e poi dalla direttiva (UE) 2019/1 (cd. ECN+, che conferisce alle autorità nazionali garanti della concorrenza poteri di applicazione più efficace e che assicura il corretto funzionamento del mercato interno) ne è un esempio.

della normativa antitrust da parte degli Stati Membri. Come precisato, l'assegnazione via congiunta degli oneri di attuazione del diritto antitrust europeo ad ANC e Commissione – operanti, all'interno del Network, secondo un sistema di competenze parallele – hanno condotto all'attuale sistema di enforcement multi-livello nel diritto della concorrenza UE.³⁰

In sostanza, l'esperienza del *Network europeo delle autorità nazionali antitrust* avvalora la validità di un approccio che valorizza l'attribuzione di poteri ad autorità che si collocano a livello "territoriale", sia pur nell'ambito di un network autenticamente europeo, che applica regole di matrice eurounitaria (v. art. 11 reg. 1/2003)³¹.

Naturalmente, almeno in una fase iniziale, la riforma non dovrebbe essere troppo stringente ma privilegiare una prospettiva per piccoli passi, o un sistema a geometrie variabili. Tale approccio di ridefinizione degli assetti di vigilanza potrebbe essere inizialmente adottato nelle aree del mercato dei capitali rispetto alle quali la disciplina è già armonizzata. Potrebbe essere un buon inizio, ad esempio, sperimentare questo modello di vigilanza in relazione alle regole poste dal *Prospectus Regulation* (Reg. UE 2017/1129), o anche dalla normativa MAR e *Listing Act*, e solo successivamente – laddove si dimostra efficace – adottare il sistema di vigilanza anche nelle altre aree che ancora oggi presentano un forte disallineamento normativo.

In conclusione, va sottolineato un ultimo aspetto, che avvalora la tesi fin qui presentata.

Nonostante si stia affermando un approccio di *regulation by deregulation* - all'insegna della linearità e semplificazione delle previsioni -, è evidente come normative meno prescrittive e dettagliate determinino vuoto normativi che altri soggetti, altri formanti, dovranno riempire per specificare e interpretare la regola nell'ambito del caso

³⁰ Ampiamente sul punto A. DAVOLA, *L'AGCM e i rapporti di interdipendenza con la Commissione Europea: riflessioni sul ruolo delle Autorità Nazionali della Concorrenza a partire dalle evoluzioni normative e giurisprudenziali nel mercato digitale*, in *Diritto costituzionale*, 2022, II, 184 ss.

³¹ Tutto ciò, naturalmente, all'interno di un sistema dove la competenza accentrata è in capo alla Commissione, la quale tuttavia esercita tale prerogativa essenzialmente attraverso la cooperazione con le ANC, secondo un rapporto di interdipendenza funzionale; così A. DAVOLA, op. ult. cit., p. 186.

concreto³². Va da sé che eventuali lacune devono essere colmate e sul punto è facilmente ipotizzabile che ciò avverrà ad opera o delle autorità di vigilanza³³ oppure delle corti di giustizia, determinando prevedibili discrasie che si tradurranno ancora anche in costi elevati tra imprese che operano in piazze finanziarie diverse.

Basti pensare che in Italia il solo fenomeno del forum shopping ha determinato una perdita di capitalizzazione della Borsa da 50 miliardi!

In questa situazione assume, pertanto, rilievo essenziale un sistema di corpi intermedi, la cui autorevolezza è riconosciuta dagli operatori vigilati e dagli altri *stakeholders*, che consentono di recuperare quella vicinanza agli intermediari disciplinati e alla realtà di mercato (che per decenni ha caratterizzato l'essenza dell'attività di supervisione) e garantire un giusto equilibrio tra efficienza e garanzie. La vicinanza – intesa come conoscenza degli intermediari e dei territori – può essere in grado di bilanciare le esigenze connesse alla effettività della *rule of law* con quelle relative alla effettività ed efficacia nello svolgimento di attività di vigilanza e supervisione. Tema delicato in un periodo storico nel quale (collegandomi alle politiche dell'UE) la credibilità delle Corti è crescentemente messa in discussione.

³² Si è in presenza del problema dei cd. “spazi vuoti”, ove sia questa l'opzione prescelta dal legislatore.

³³ Da qui l'opportunità di una struttura di controllo intermedio.

TAVOLA ROTONDA 8 Maggio 2025

Di seguito si riporta la trascrizione di quanto emerso in sede di discussione.

FILIPPO ANNUNZIATA

Good afternoon, ladies and gentlemen.

I'm pleased to open this afternoon's roundtable, part of this very interesting conference. We will be focusing on the Savings and Investments Union, which has already been mentioned in the various interventions during the first part of the conference, and we have the pleasure of welcoming an outstanding panel of speakers: Adam Farkas, CEO of the Association for Financial Markets in Europe; Andrea Beltramello from the EU Commission, D.G. FISMA, Head of Unit of the Capital Markets Union; Luca Filippa, Direttore Generale at CONSOB; Stefano Firpo, Direttore Generale at ASSONIME; Wim Mijs, Direttore Generale of the European Banking Federation; David Sabatini, who is Head of Capital Markets at Associazione Bancaria Italiana; and Ricardo Simões, Executive Director of the International Association for Trusted Blockchain Applications.

So, the roundtable will be structured as usual - nothing particularly innovative - through a series of questions that I will put to some, if not all, of the speakers. We do not have all evening, because at a certain point dinner will be served. The questions we have prepared are probably too many, but I would ask that the panelists be brief: two or three minutes for their answers.

I'm kicking off with the first question, which I will pose to everyone, perhaps not to Stefano Firpo - he's probably skipping this one - but you can change your mind at any point. Everyone can change their mind: if you don't want to comment, you're not required to.

So, we've had a lot going on in the past few years, right? New — what I like to call — work sites of European financial law, including of course digitalization, climate change, and all the rest. And now we seem to be facing an uncertain future, with the Savings and Investments Union likely redirecting the Capital Markets Union towards new objectives.

So what I would like to ask the speakers is: from your point of view, which policy measures, now that we've gone through the phase of digitalization, digital finance, green finance, and so on, would you consider a priority for the development of a thriving EU capital market?

Can I start with you, Stefano?

STEFANO FIRPO

Great, okay. Well, thank you very much for the invitation. I have to be brief, so I'll also be very blunt. Since we are living in very difficult times, I think we really need strong, bold political choices in order to address the extraordinary challenges we are witnessing.

So, if I have to pick among the different measures included in the Commission's Communication on the Savings and Investments Union, the major point, in my opinion, is when the document talks about the harmonization and convergence of supervisory practices. I'll be even more blunt here, because I truly believe we don't just need harmonization and convergence, but we need more and more centralization of supervisory competences and areas of interest.

This, in my opinion, is the real challenge. We won't have any resemblance whatsoever of a Capital Markets Union without a centralized supervisory authority. I know it's difficult. It's very complicated. There are many political issues involved. But we can't respond in a blunt and effective way to the challenges we are witnessing today without such a perspective.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you very much. Adam, you can take the floor.

ADAM FARKAS

I think the reason why your question is so difficult is that it is very much shaped by a recent development — and Andrea will speak more about this — namely the fact that the Commission has published a so-called targeted consultation for stakeholders — and I am emphasising “targeted” — which contains 92 pages of questions, amounting to nearly 400 questions, open until 10 June for stakeholders to respond to.

This illustrates how complex the situation in Europe is.

But the question was: what are the key policy measures, what are the key priorities that need to be addressed? The overall direction of this

exercise is clearly positive, in the sense that stakeholders — including industry and, in particular, those active in capital markets — welcome the opportunity to contribute and provide input.

I would single out several priorities. First, I think, would be to target the deepening of the integration of the European capital markets and to increase the liquidity of the market, both in the retail space as well as in the wholesale space.

The term fragmentation, or how fragmented the market is, will probably be mentioned many, many times. That's a major disadvantage for Europe in a global setting. When we try to compare the European market with other jurisdictions, that's a key issue which stands out, so anything that deepens integration — be it supervision or other measures — would have to increase the competitiveness of the market.

Now, what needs to be done? First, I think it is a well-known fact that Europe has by far the largest number of exchanges, by far the largest number of CCPs, CSDs, and all sorts of pieces of market infrastructure compared to any similar jurisdiction globally. So we think that an environment which allows competition between them and at least some interoperability — even if not a top-down integration — would be highly beneficial. Markets can solve a lot of these issues if the right incentives are in place, so that's one area.

The second one is clearly the completion of the Banking Union. Europe is still very strongly bank-based in its financing, and that's a fact for now. We are trying to move away from that or change the proportion, but I think the fact that the European banking market is not properly integrated is also putting a lot of constraints on financial markets integration, so we should not forget that one.

The third one, which would be really important, is the revival of the securitization market, which again requires a very holistic and comprehensive approach. And the reason why this is so important is because it allows a bridge between the banking market, or the bank-dominated financial system, toward the capital markets.

We are in Venice, so bridges are very important. It allows, it establishes a bridge between the two in all sorts of asset classes, where certain banking assets can be shared or moved — partially or fully — to capital markets investors.

So I would mention these three or four as top priorities, but I think if we go around, we will have a chance to talk about many more smaller and larger priorities or issues we need to tackle.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you, thank you very much. Wim, what's your view on that?

WIM MIJS

We have been working on this for a long time, and if you think about it — if you think about the Financial Services Action Plan of 1999, the Capital Markets Union of 2014 — we are now in the Savings and Investments Union of 2025. And I have seen many analyses; the last one by Enrico Letta, in my view, was particularly accurate in diagnosing the situation. But the difference is that we live in different times, as the question opened on the geopolitical developments and the need for us to deal with the future of our society.

However, the context has changed significantly, as is also reflected in the opening question on geopolitical developments and on the need to address the future of our societies.

You could say that during the Financial Services Action Plan, capital markets were a nice to have. If you look at the Capital Markets Union in 2014, it was a like-to-have, but if you look at the Savings and Investments Union, it is really a need to have.

I would like to start with one anecdote. Last month I spoke to the IMF delegation that goes around Europe, and then you get an outside view in.

They explained that when they meet European leaders at the highest level, there is a clear understanding that Europe needs public funding, strong banking systems, and well-functioning capital markets in order to finance future challenges.

But when they then come to the level of Ministers of Finance, they see much less understanding, because for the average Minister of Finance, the Capital Markets Union or Savings and Investments Union is much lower on their list of priorities, even more so because if there is a tax incentive for retail investments involved, then of course it's less interesting for them, as they would have to pay for it from public coffers.

This illustrates the importance of political momentum.

I cannot emphasize enough that all the analysis has been done — and actually, I see so many brilliant Italian names contributing to it. I have already mentioned Letta; I would also mention Mario Draghi. I've heard that there are still some Giovannini barriers out there, and finally, I understand that Giovanni Sabatini is soon solving the T+1 problem for all of us.

So the analyses have all been done, but now come the priorities — and in my view, there are short- and long-term priorities. The short-term priorities, as Adam already said, include securitization. It is an important and effective tool to free up balance sheets and make capital available. But one of the reasons why we now talk about the Savings and Investments Union and not about the Capital Markets Union anymore is to make it more tangible — to make it sound less for companies and more for citizens.

That means that, in my view, the Commission should also have a tangible product, like the Swedish ISK account — a product that is safe, transparent, and includes a tax incentive — and it has been shown that this works. And indeed, T+1 infrastructure, for me, is a no-brainer. It should happen.

Now, in the longer term, yes, we need to harmonize bankruptcy law — but I will happily pay for a very high-level dinner to the first bankruptcy lawyer who convinces me that bankruptcy law is so different in every Member State. Apparently, they have convinced the Ministers of Justice. And yes, we do need to move to a harmonized environment, because as long as we fragment our regulation, we will not be able to compete or give the right incentives to the market. Then we will stay and we will have a next report and another report and yet another name for a Capital Markets Union. And that cannot wait.

I will stop here for now, but I am happy to continue the discussion

FILIPPO ANNUNZIATA

Sure, thank you very much. Luca, would you like to take up?

LUCA FILIPPA

Yes, just one word. I have to anticipate that I'm not representing Consob here, what I'm talking about refers only to myself. I think there will be time to discuss harmonizing supervision later. I just want to add one point. I think in Europe, companies face a fiscal wedge with a

strong incentive on debt rather than on equity financing. Probably something could also be done in this area, not only in the market supervision or market regulation area. That's my point.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you. I will now pass the floor to David Sabatini

DAVID SABATINI

Thank you, Filippo. I will try to keep it very short by giving you three main suggestions from banks' perspective to make the Savings and Investments Union more successful.

First, we do not need more regulation, we need instead to simplify the existing regulation. This is a very important point, and I guess you all, at least the audience, will share it. We should not make the same mistake with the Capital Markets Union, i.e. the Retail Investments Strategy, thinking that helping retail investors access more capital markets could be achieved through new or more complicated rules.

Secondly, we need to reduce differences and fragmentation in terms of rules and supervisory practices at the national level. This is something that has already been addressed in the past, but not efficiently. SIU promises to move in that direction with the idea of strengthening supervisory convergence tools and also establishing a European centralized supervision system.

Last, more operational tools are needed to help capital markets grow and consolidate. For example, we know that the public-private investment model has been very successful in the last year, not only at the national level — we have a good example in Italy — but also at the European level with the European Investments Fund (EIF). That is something that EU should pursue further as public investors can act as anchor or cornerstone investors, thereby incentivizing private investment in capital markets.

From the perspective of banks, I think there are at least three important policy actions of the Savings and Investments Union that will affect them. Banks are active not only in the traditional lending market but also in the capital market as issuers, intermediaries and advisors to companies willing to access capital markets.

As such, they are involved in the Savings and Investments Union deeply. SIU policy actions aimed at increasing the participation of retail

investors in capital markets will entail a great responsibility for them, as banks are one of the key channels allowing retail investors and savers to access these markets. I have some concerns about the proposal put forward by the Commission, but I am sure we will have the opportunity to elaborate a bit more on this.

As I said, banks are also institutional investors. In this context, the SIU addresses this issue through the Commission's commitment to publish guidelines on the so called "legislative programs", which allow in the context of art. 133 CRR to apply a lower prudential treatment to companies' equity exposures held by banks. This is an important topic for banks, because the current prudential treatment of equity exposures in corporate risk capital, as amended by Basel 3, is very penalizing for banks. Therefore, we hope that the Commission would go further by proposing a revision of the prudential treatment of equity exposures set by art. 133 CRR.

Last but not least, securitization — which has already been mentioned — is something that involves banks, of course. We are very glad to see the European Commission commitment to revise the regulation on securitization. However, the scope currently proposed is perhaps too narrow. We hope that the revision could cover a wider range of topics related to securitization.

There are many other interesting SIU policy actions, but I think that the three I mentioned are those most closely related to banks' activities in capital markets.

FILIPPO ANNUNZIATA

Yeah, absolutely. And I think we'll go back to some of the topics that you raised with the next questions.

ANDREA BELTRAMELLO

Yes, thank you, and good afternoon. This is a difficult question for me because my unit in the European Commission was responsible for drafting the strategy for Savings and Investments Union. So it's like you're asking me to choose which is my favorite child.

But I will try nonetheless, and I will echo what others have said by making three points.

The first point is mobilising retail investment. I fully agree that this does not necessarily require additional regulation. From the European

Commission's perspective, we are not considering additional regulatory measures in this area.

Rather, we believe that Member States should take responsibility, because mobilising retail savings, building a stronger investor base, and encouraging a shift of part of the €11 trillion currently held in bank deposits towards capital market investments must primarily be done at national level.

Examples such as the Swedish Investment Savings Account, as well as similar schemes in other Member States, are very instructive in this regard

And from the European Commission, we will propose in the summer or after the summer a blueprint, a recommendation to the Member States on how to do that. And it's their responsibility to pick up these recommendations. In other words, there should no longer be any excuse for inaction: we do not intend to introduce additional regulation, but there are other ways to achieve these objectives.

The second point I will mention is pensions. This has not yet been discussed, but my Commissioner — Commissioner Albuquerque for Financial Services — often says that pensions are the real game changer

Occupational pensions and private pensions are essential because, if you look at the data and the research, there is no developed capital market in Europe or elsewhere that does not also have a well-developed supplementary pension system.

And again, before the end of the year, we will come forward with a package combining legislative reforms and recommendations to Member States aimed at strengthening supplementary pensions.

The third point is market integration and supervision. So removing cross-border barriers that prevent private operators from scaling up, from building efficiencies, from operating seamlessly across borders. We have a single market, but in reality we don't. And another figure that my commissioner always mentions is that it's a figure from the IMF that estimates that with all the barriers that we impose within the single market, it's the equivalent of 100% tariff on financial services. So we complain about President Trump imposing tariffs, but we put tariffs on ourselves as well. These are all tariffs that we impose on ourselves.

Fragmented supervision is another important obstacle. And so we will come forward again with the package by the end of the year of

legislative reforms to see whether we can make real progress this time on removing these barriers.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you very much Andrea. Ricardo, the floor is yours.

RICARDO SIMÕES

Thank you. So on my side, I'm representing a little bit of the technological space that is coming into financial markets. And in that sense, I wanted to start where we are aligned with the Communication, of course. And I think that we welcome the communication and the importance and the urgency attached to the Savings and Investments Union strategy. And we are completely aligned with some of the policies that are being put forward the orientation regarding also retail investors, and that is, let's say, the new anchor of that communication. And of course, we want an ambitious strategy for mobilizing those 10 trillion that are sitting in bank deposits. And of course, We are equally aligned on the importance of enhancing financial literacy - which has not yet been mentioned today - because we are dealing with 27 Member States with very different financial cultures.

We also support efforts to prevent regulatory gold-plating and to reduce the fragmentation that still characterizes financial regulation across the Union. So that is given where we are aligned. And on the promotion of digitally enhanced infrastructures or financial infrastructures. And that we support. But when we look at the communication, that is basically a line. One line in the communication only.

And that's where we diverge a little bit. So, we think what is missing, and we're talking about priorities, and I need to speak from our perspective, is a readiness for the digital markets. And that is a little bit missing from the document. I know that this is being taken care of in FISMA, in other units, but I think that the communication needs to pass along there. In our view, greater attention should be paid to financial market infrastructures, which remain operationally, technologically, and legally fragmented. So, where solutions like DLT, distributed ledger technologies, need to be further explored and we will have, I think, a chapter on the DLT pilot regime to explore that, because in terms of technology, it fits.

It responds to the needs that we are, and to a lot of the barriers that we are facing by the way that we are designed, by the way the European Union is designed. It's not a federation, it's 27 Member States, and European Commission and European institutions representing the interests of the collective. So, the technology responds to that, to those challenges. So, it needs to be better aligned. And the readiness. So, the readiness of also considering digital assets. What is lacking, and I will stop here, is also a strategy for digital assets. We have developed regulation.

I was listening carefully to Andrea, and the facts, and I've listened to Sofia as well and Commissioner Albuquerque. And I think it is very positive that the focus is now on implementation and on simplification where this can be achieved — without confusing simplification with deregulation.

Perfectly clear, what we need to have, we regulated the markets in crypto assets service providers, but we need to have a strategy for digital assets, because that is also an increasingly important asset class in the financial landscape. So, I will stop here for now.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you.

And now I think we can pick up from this last comment maybe, and look a little bit closer at new technology and distributed ledger technology in particular. Because, okay, we have MICAR now up and running since January 2025. It's finally in force. It's made up of different layers of legislation, very complex, very granular, and we'll see how it develops. But distributed ledger technology has been there even before MICAR, and the DLT pilot regime was intended to stimulate at least some experimentation in using DLT technologies in European markets in different areas, but it didn't work out very well, or it didn't work out at all, we can say, because there are so few projects that have actually used the DLT pilot.

So, the question is, in your opinion, and I would start with Adam, what is sort of hindering the use of DLT technology? I'm not talking necessarily about crypto assets, crypto assets under MICAR. I'm talking about digitalization and DLT, including traditional assets such as financial instruments, shares, bonds, instruments of the monetary markets. So, in your opinion, why isn't this technology gaining

sufficient traction? I don't want to say quickly, and what can we do eventually to solve this issue? We might have the best regulation in the world, maybe, but we do not see such a strong impetus to experiment and using the technology, actually, on European markets.

ADAM FARKAS

Thank you. Thank you for giving me the opportunity. And I'm very passionate about this.

As we publish different papers on trying to answer this question for issuers, as well as for the regulatory community, what else would need to be done? And they are not major things. This is really important. And I would also agree that what I will talk about is one particular but very promising use case of the distributed ledger technology, which is tokenization of securities that are issued under the current regulatory framework. So, this is not something completely out of the current reality, but something that could move and, by the way, integrate capital markets through the use of an innovative technology in Europe. So, let's see what is happening in the tokenized security space, and I'm talking about debt security, so bonds, which is the most promising avenue here.

By the way, we are issuing a report, which is global, which is listing every single transaction which is happening globally, what platform, what law is being used, what is the size of the transaction, the currency, and so on and so forth. And, interestingly, Europe is actually in the lead, especially if we include Switzerland into the mix globally. So, the European Union, Switzerland, and Hong Kong are really leading the path in tokenized bond issuances at the moment. Now, if we come to the European Union, what would need to be a few things which would need to be done by the regulatory community as well as on the industry side. One critical element, when we talk to the debt management offices of governments, what they are asking for, and this is being addressed, what they are asking for is two things, to be able to issue and put digitized or tokenized securities into their debt issuance program.

One is the settlement asset. So, in other words, wholesale central bank digital money, so tokenized money, which is safe and sound and serves as the settlement asset of a securities transaction. Here, Europe is absolutely in the lead with the experiment which Bundesbank, Banca d'Italia, and Banque de France are doing, and there is a likelihood that this issue can be solved in. You can see what's happening in the U. S.

They are moving to a different direction. They are trying to create the settlement asset under the stable coin regulation, which is a slightly different construct legally and institutionally.

The second thing which would really be needed, and again, this is not impossible, is to make sure that if you tokenize a security, it is eligible for, for example, central bank repo facilities, because otherwise there is no incentive for an investor to buy and hold the security if it's not repo- able.

And again, this is sort of a no- brainer, but it's an important missing element. So, the central banking community would need to be prepared to allow, operationally, to allow DLT- based or tokenized securities to be repo. The third one, and that's in commission territory, is in the CSDR space. Right now, the way CSDs are defined, central securities depositories are is that entities that perform a bunch of functions. So, you define a CSD by defining what it does. It's a sort of a set of services. And for tokenized securities to succeed or scale up, the CSDR would need to be revised or at least looked at. And the reason is, because in a tokenized environment, some of these functions can be and should be performed by separate entities, not by one entity, which is practically a careful review of the combination of the services that must be performed by one entity or the other.

This can be politically sensitive. We all know CSDs are national sort of assets. But this is not to attack the CSDs. This is just to accommodate the regulation to a new technology which is bringing it on. Now, on the industry side, what is really needed is the interoperability of the different digital platforms that allow the tokenization and then the trading and settlement of securities in the DLT space. Because there are lots of platforms that are out there. Individual banks and infrastructure providers created their own platforms. They all work, but they are working in an isolated way. So there's another way of fragmentation. It's not by countries, but by technological platforms. And so the industry, on a market basis, would need to move to a space where these platforms can be either merged or made interoperable, which would allow the use of the DLT.

And I will stop here, but if there are questions, happy to talk about it, because it's one of the topics we are working very closely.

FILIPPO ANNUNZIATA

Yeah, I fully agree with this last comment on interoperability, because I saw it right at the beginning of the whole history of cryptoassets as really a big issue. And this is perhaps an area that the Commission might also look at, because we have the MICA regulation, but the MICA regulation essentially sits on top of national law that regulates tokenization. So we have 27 different legislations that regulate the tokenization phase, and they all follow different paths. Some look at the model of centralized securities, some a little bit less. But we end up with, first of all, cryptoassets that have a different DNA in terms of the way in which they are tokenized and put on the market.

And maybe we can find, we can try and stimulate something, I don't know whether through soft law first, but in particular it is also a question of legislation. We have 27 of them, and the DLT pilot did encourage Member States to adopt national legislation for tokenizing, for instance, financial instruments. But we have ended up with 27 different systems. And this naturally goes exactly in the direction of fragmenting the use of this technology right at the beginning. So, Luca, would you like to spend a few words on DLT, or shall we pass the word to David?

DAVID SABATINI

Thank you. I think that we don't have enough time to give too many comments on this.

I do agree on the issue of the lack of interoperability between different EU jurisdiction given their different national legal framework on tokenization. I would also add to this that, as mentioned by some others, there is also an issue of missed interoperability between DLT infrastructure and traditional market infrastructure, that act as a barrier to the growth of DLT markets.

On this I would like to note that, maybe, we were wrong when we thought in the beginning that digitalization of capital market could help overcoming barriers that issuers encounter in access the capital market.

I'm now convinced that this would take more time and issuers, especially SMEs, are still struggling to access the capital market and they see the tokenization an additional risk when accessing the capital market. Expectations are high, but I think we that, , before seeing a

successful story for the digital capital market, we need before everything to work on the traditional one.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you. Would you like to add something Andrea?

ANDREA BELTRAMELLO

I can say just very quickly. First of all, I mean, I want to reassure you that, okay, there was only a line. But, okay, it's a document that covers the whole financial market. So, you know, we wanted to keep it short and crisp and strategic. And that's why that doesn't mean that we didn't see the importance of strategic importance of these issues. We do. And, in fact, in our consultation that Adam, I think, was referring to, that we just published on market integration and supervision, so this 94-page document, we also asked questions about digitization across, actually, the different segments that we are consulting on, so on post-trading, trading, and the barriers and the opportunities. So, the barriers to digitization and the opportunities that we have.

So, this will be part of our reflections as we prepare this legislative reform, I can assure you. I think there is a question, of course, we have the pilot. When we did the pilot in 2020, we were really experimenting with legislation, because this was something completely new. And we had always to, you know, keep this balance between, on the one hand, allow experimentation, while making sure that we keep the necessary guardrails for financial stability, for market integrity, and so we had to strike a balance. We can and we should and we will, definitely, draw lessons from these first years of experience with the pilot. We can review it. We can make changes to see how, you know, this balance, whether we got it right or wrong. But I think this remains a pilot. It's a sandbox.

For me, eventually, this should lead to the whole, you know, that this should become, we should have a single rulebook. We shouldn't have parallel rulebooks. So, the pilot should gradually cease to have a reason to and converge into the, you know, rulebook for all CSDs, for all trading venues. But, okay, we are not there yet. And we are ready, already now, with this package, so keeping this parallel with the pilot, to bring some modifications that may already allow, for example, CSDs

to be more interoperable and so on. So, we will take action here. I'll just say this.

FILIPPO ANNUNZIATA

Okay, thank you. Ricardo, the floor is yours.

RICARDO SIMÕES

So, about the question regarding the DLT pilot. First of all, it is still halfway through. So, the DLT pilot scheme already provided for an iteration after the first three years that will be done, hopefully, I would like to point out the recommendations from Consob and from the AMF joint paper have been helpful in improving and trying to remove some of the barriers that prevented the DLT pilot scheme from fulfilling its purpose of having entities actually engage in the sandbox.

And I wanted to focus attention on some of these limitations which are already been mentioned. The fact that there is a lack of cash leg for settlement transactions on DLT, which has already been mentioned, the temporary nature of the pilot denotes the fact that there is still no vision for the future of the pilot. So, when we talk to trading venues, when we talk to market infrastructures, post-trading infrastructures, what they say is that the thresholds for issuance and trading are too low, and this came to us right after the DLT was published, the thresholds were too low for the TSAs to care, and the requirements put in place to gain access to the DLT pilot scheme were too restrictive for new fintech players to actually get on board.

Because you already need a permission level (MTF or CST) to be part of a sandbox, the purpose of which is to experiment. There is also some concern about how Europe looks at innovation in this field. I think a lot of progress has been made so far in terms of openness, and in particular FISMA has been very open in terms of MICAR and receiving feedback from industry, which is not the case in all cases. There has been some discussion recently about implementing regulatory sandboxes that are interoperable, and if you look at the implementation document you see a top-down approach that makes it difficult for the private sector to engage and support innovation even when it has actually happened.

It is necessary to overcome this difficulty and be able to work hand in hand with policymakers and regulators. So I wanted to draw attention

to this in terms of thresholds. As I mentioned, some recommendations suggest the elimination of thresholds because participants already have a CST license or MTF, the narrowness of the scope of the type of activities that are in the sandbox, and the need for a plan for what will happen after the three years. All financial players are experimenting with the technology in silos, sometimes within their own groups. It is time to step up and create meaningful partnerships and significant progress in adopting this technology.

FILIPPO ANNUNZIATA

On retail investment strategy, a central question arises: how can we effectively incentivize retail investors to access capital markets? Apart from taxation, what can be done concretely? One of the problems we already saw with the first RIS package was overregulation. The idea was that adding new layers of protection, new rules, new information packages would stimulate retail investors. However, the rates of access to capital markets by retail investors in Europe are strikingly low.

Especially in the most financially developed countries, some data suggest that about 7 percent of the total amount of wealth is directed from retail investors to capital markets. Seven percent is practically irrelevant, so what is to be done?

STEFANO FIRPO

I think we need a user-driven agenda that puts the retail investor at the center. This is an issue of incentives for retail savings, which touches all the different sectors. It touches wealth management, pension funds, insurance. Because we are lagging behind in all three of these areas. There are some critical issues to be resolved. First, the vertical integration between banks and asset managers creates a low margin of competition for savers, and basically there is no room, no room for independent advice. And this is a big problem. In Europe, management fees are still much higher than in other countries. Second, banking fragmentation in the EU, because of vertical integration, also results in fragmentation of the supply of asset management products. There are 30,000 European agencies in Europe. That is more than three times as many as in the United States. It is sometimes argued that we need more products, I am not convinced that we need more products. We have

many products, maybe too many. And they are not in competition with each other.

There is also the fact that fund management fees are high and reduce retail investor participation in equity and debt capital markets. And let's turn to pension funds. A few months ago, I was trying to open an individual retirement plan for my daughter. The fees are crazy. For instance, about 120, 140 basis points. In the vast majority of cases, investing in an index, in an ATF, is much more profitable than investing in asset management funds. This is a major problem. In Italy, the average size of assets under management in a pension fund is, I think, 300, 400 million euros.

It is an unsecured asset. These are fundamental issues related to market structure. I am not convinced that the retail investment strategy will change things. Regarding tax incentives, it is not, in my opinion, a question of adding new tax investments. Perhaps, we need to eliminate bad tax incentives, which are diverting investment today. Just think of the incentives on government bonds. Think of the wedge between debt financing and equity financing. So I am not convinced that new tax incentives - they are usually even short-term, very short-term - will last and be an effective tool to structurally change the savings orientation. This is a big issue. It is about not only the market structure, but also how financial regulators supervise these markets. Asset management, the pension fund industry, the insurance industry, and major solvency initiatives that affect the insurance industry and which in some cases may explain why insurers are not investing in equities are issues that deserve to be addressed.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you. Okay, thank you, Adam. You wanted to take that up? Wim, yes?

WIM MIJS

Speaking of retail investment strategy, last year the Commission asked me to bring together all the stakeholders. I have to admit that it was a bit of a poisoned gift, but it gave me the advantage of being able to listen to everyone. A successful retail investment strategy, that really works, requires a few necessary elements. The first one is the equity culture, which is currently lacking. Partly, that is because there are

many banks, and getting a bank loan is easy and easy to understand. But, it also has to do with pension systems and automatic enrolment in pension funds.

It is true, for example, that the Dutch system is organized, but you have no choice because nothing it has been said. My friend Klaas Knot and I spent almost a year to find out how much our pensions actually were, even though we are experts in the financial services sector. This does not stimulate equity culture. It does not stimulate wanting to know what happens with your pension. In addition, the pension funds are sometimes offered charge incredible fees. This is one of the reasons. I am glad to see that the Commission is doing a lot in the investment strategy, but also in the education of citizens and in the literature on investment, creating a culture of investment.

This process will take many years. Another reason is the need for regulatory simplification. It is inconvenient to actually try, once you go to the bank, first they make you pass the suitability test, which I understand and know about MIFIT from the beginning. Then, they subject you to appropriate tests, among other things now they have mixed appropriateness, suitability and value for money, all in this set of compliance documents. It has conceived as an attractive consumer protection, it is a matter of compliance. You have to sign so many forms that by the time you have signed them, the market has already collapsed. Much easier to get advice from your TikTok influencer on some crypto-currencies.

This last point is also very serious, because the young generation, Generation Z, is not interested in going to the bank and doing all the paperwork. They invest in crypto-currencies, so you need to have more of a user perspective. In this way, the young generations get the information when they need it. And then, the last point, it is good that the Commission's plan wants to develop some kind of matrix that allows Member States to develop a simple and feasible savings investment product that citizens can invest in. Because the approach should be user-centric, but the problem is that those who should represent the users now do not represent them at all, and they add risk upon risk upon risk, instead of actually creating a product that attracts and incentivizes, that is the real need.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you. Thank you very much. Luca.

LUCA FILIPPA

From a national perspective, investor protection in financial sector has changed dramatically. Up until five or ten years ago, market abuses damaging retail investors were performed by employees or agents of supervised entities. Therefore, authorities could operate on already known entities and the tools to be used were almost traditional. Today, the incredible power of smartphones and the Internet has radically changed the way in which market abuses are being perpetrated. Just to give one example, in the last five years we have managed the closure of 1,300 websites by Consob. Strictly speaking, this is not a closure, because we cannot intervene on savers outside the national jurisdiction, but Consob can block websites access forcing all Internet service providers in Italy to stop connecting certain IP addresses. In the last five months, we started taking measures against more than 25 websites that were illegally distributing crypto-currencies without being MICAR compliant.

However, the only medium-term solution is financial education, because that is the only way people should be aware of how they can use risk appetite. Risk appetite in itself is not bad. Every Italian investor should be free to invest in assets that they find useful, but each of them should know exactly what it is. Unfortunately, in Italy, financial education is a problem, as is, for example, university education in general and other areas.

Lastly, it is necessary to recognize and be aware that the role of pension funds is fundamental within the financial education of retail investors. Taking action in this area will be essential for the correct use of savings.

FILIPPO ANNUNZIATA

Thank you.

DAVID SABATINI

When taking about how we can effectively incentivize retail investors to access capital markets we should not forget that "Retail investor" is a very wide category that encompasses different types of

investors: mass-market, private clients, high-net-worth individuals, etc.. Each of them has completely different needs and risk appetites. It is clear that to attract more financial resources and savings from retail investors, it is necessary to target different groups.

One of the ideas under discussion to incentivize retail investments is the launch of a “European standardized investment products”, simple and cheap. Let me say that it would probably be a good solution only for mass-market retail investors, not for private clients or high-net-worth investors, that ask for something different and more sophisticated. Such types of clients are nevertheless classified as MiFID retail investors and, consequently, cannot access investment products designed and reserved for professional investors. It is therefore key to change MiFID rules regarding the classification of retail clients. There are two ways to do this.

The first is to review the requirements for “professional clients on request”. There is already a proposal in the Retail Investment Strategy (RIS), but it is not enough. We need to be more courageous in doing something. A second possibility is to introduce a new type of investor, the semi-professional one. An opportunity already discussed at European level. The call for evidence for the retail investment strategy put this possibility on the table, but it was considered neither useful nor politically feasible. Times have changed and we need to develop a proposal that is a little more effective in this sense.

Another tool to incentivize retail investments is tax incentive. It is widely demonstrated that they are very effective in attracting investors. In Italy, we have the Individual Savings Plans (PIR). In other countries, the use of tax incentive is also common (such as Sweden, Belgium and France, etc.), even if such measures are completely different from each other. Some countries are working to standardize such products under a common EU label. The “savings and investments accounts” (SIA) at which the European Commission is working may be useful, but I think we need to safeguard what we have already achieved at the national level (in Italy with PIRs, as I said). It is in fact not clear whether the Italian PIRs will be kept under the SIA label or not, but it is an important aspect to keep in mind.

ANDREA BELTRAMELLO

Yes, maybe just to continue on this issue, the savings and investments accounts, and I just want to make it clear, we are talking about accounts. We are not talking about products, because we have a lot of products already. I mean we have UCITs, of course, super successful products in the world, but we also have ELIFs, we have EuVECAss, I mean, we have a lot of products. So, what we put forward in our strategy was really about accounts, and that's what we are trying to do. We are trying to identify the best practices, the best features that have proven to be successful, because they're very different, and not all Member States have these accounts. So, we would like all Member States to create these accounts, and we would like them to do it in a way which is successful. And for us, we are still assessing what we will put in the recommendation, but we have already indicated in our communication that they have to be easy to access, easy to use, they have to have simple interfaces, maybe digital interfaces, they have to give access to a wide range of products, they need to ensure diversification.

I think there is a halfway between, you know, investing by going to a bank and being flooded with disclosures and documents, and going and buying crypto assets, because if an influencer told you that it's good, there is a middle way. There is a way that you can, you know, access a simple product with execution-only type of investments, with advising investments, but it's easy to do, it's low cost to do. Not necessarily the product has to be low cost, but the way you access the product has to be low cost, because if you have to buy a product which is already costly and on top of it you have to pay to also access the product, then, I mean, your returns are really eroded.

And tax incentives, I actually think they are important, but it depends a lot on how you design them. Not all tax incentives are successful, because they're not all designed the most effective way. And one thing we tend to forget, which is very important, it's the tax simplification aspect, because if you are a retail investor, you don't want to have to deal with the hassle of having yourself to deal with the tax consequences of your investment. And for example, in Sweden, it's so successful, not so much for the tax incentive, but because it's so easy to discharge your tax obligation, because it's done by somebody else, not by the retail investor. Financial education, if I can say, is very

important, so we're coming with a strategy on this in September. We did the Eurobarometer first time ever on financial literacy at the EU level. Only 18% of Europeans have a high level of financial literacy, so that's something that definitely needs to change.

FILIPPO ANNUNZIATA

Absolutely, absolutely. Would you like to spend a word on this?

RICARDO SIMÕES

I think my line was already stolen regarding Gen Z, I had that also to highlight, so thank you for that. Just perhaps putting a number on it, as some studies point out, to 20% of Gen Z having and holding crypto assets, and having that as an entry point onto financial products. And that seems interesting, and that's where perhaps a retail strategy should fully agree with what's said. We need to understand why this is happening. Gen Z is digital-first and values-driven.

This accessibility makes it easier — although it is sometimes driven by influencers — and it is important to ensure safeguards against the risks that are present. This is something that can be leveraged in a retail investor strategy. On products and distribution, when we see, for example, the BlackRock Bitcoin ETF in the United States in 2024 reaching 10 billion in assets under management very quickly, it raises the question. It shows significant traction when a crypto asset is packaged within a traditional financial vehicle.

So, it's important to — and of course, there are a lot of differences between jurisdictions — but it's important to look at the fact that, for example, we have ETPs, Exchange Traded Products, and we already have crypto-assets being brought forward through those vehicles. However, they don't have the same impact.

When questioning, for example, an issuer of such products, I was venting and asking: is it a matter of the offer? Is it the lack of offer? What kind of feedback did I get? And the answer — and I'm saying this in French because it doesn't quite feel the same in English — is that it's due to the lack of *référencement*.

So, it's about the way the product is distributed, the way it's listed. And the fact is, if we have such products — which are not completely without risk — and if we receive or access communication from other jurisdictions, like the US, which are presenting different types of

products, then we are more exposed to those non-European products than to European ones.

The result is that investment flows into the other (non-European) products. So that's money going outside the EU, instead of being invested in European financial products.

FILIPPO ANNUNZIATA

So, I think we have a few minutes more, and I would like to close the panel with just a very short comment on the last question we circulated, which concerns the relationship between the ESAs and national competent authorities. We're talking about centralizing supervision, and that's one thing.

For the moment, we live in a world of highly fragmented and national supervision in the capital markets, and there are two levels. We have the ESAs more or less on top, and then we have national competent authorities that have to make their way through highly complex legislation, they face budget constraints, and they have to navigate their own market on one side, while looking at the ESAs on the other. So, the question is, how can the ESAs ultimately support NCAs in fulfilling their mandates vis-a-vis the resource constraints that they face? How can the ESAs actually support national competent authorities in this — what I expect to be a long — phase before we move to somewhat more centralized supervision?

And I was wondering whether, since the microphone is already on that side, Andrea, would you like to start?

ANDREA BELTRAMELLO

Yeah, very telegraphically. I don't think it will take so long to achieve centralized supervision, because, as part of this 94-page consultation, we are also considering how we can improve supervision. I think the answer to your question, for me, is that there are a lot of inefficiencies in supervision, a lot of duplications or overlaps that create costs for supervisors and for supervised entities, and ultimately for end users.

So, not. I mean, we don't want to be ideological in the Commission, so we don't want to say that central supervision is an end in itself, and we want to still make efforts precisely to have more supervisory convergence, less duplication of efforts, more about, you know, the

ESAs helping the national supervisors do their job in the most cost-effective way, most efficient way. So, we will come. We are assessing how the different convergence tools work, and we will propose how to improve them, but there are instances where single supervision makes sense, and I'm not talking necessarily single supervisor. It doesn't have to be like the ECB for banks. There are different models of single supervision. We are studying them, and, you know for, like, big trading venues, central counterparties, central securities depositories could make sense to have single supervision, and if we find that there is a good case, not an ideological case, but a good case, we will propose it, and the same, you know, when there are new supervisory areas, like crypto asset providers, where the national supervisors haven't yet built the competence, because it's quite new, instead of duplicating 27 times the efforts to build the competence, why don't we build at a European level? So, but this is all, you know we are studying it, and we'll come with proposals at the end of the year.

FILIPPO ANNUNZIATA

Luca, would you like to spend a word?

LUCA FILIPPA

Okay. So, I think what is important is to be cost-conscious and also looking for an effective level of supervision, where probably the best principle to be used is the principles of subsidiarity.

Recently there was a lot of discussion about the so-called 28th country approach. I'm a bit skeptical about that, because the 28th country means that some large players may be supervised by a central entity, while in the same area, small players may remain local. That means that the same kind of supervision should be played by more people. And unless we believe that this will increase the volume, that means that there will be an increase in cost. So I think it would be useful to identify those areas where central supervision may be effective as domestic peculiarities are not relevant, and in that case centralize it..

Another important point is the way to manage the supervision.. Building a central entity does not imply that all the employees should work for this kind of entity: joint supervisory teams aggregating employees of different national competent authorities may operate We have an example with the SRB, where central banks are still dealing

with the ECB and there is a positive cooperation. And we have to focus on the time dimension: it took two years and a half to set up the SRB, and there were exceptional times, and we were already operating according to the Basel principles. Just think to what's happening in the money laundering: We started talking about the AMLA in 2021, we set up the rules in 2024, the authority will be working in 2028. We should also be time effective and not only cost effective. Thank you.

FILIPPO ANNUNZIATA

Wim, do you want to spend a word on this?

WIM MIJS

Thank you very much. And indeed, striving for a harmonized regime and striving for more harmonized supervision makes absolute sense, because the whole point of our fragmentation, what we started with today was about gold plating, ring fencing, et cetera, and if we can avoid that and double reporting we should certainly do so. Now, if you look at the role of the ESAs versus the national competent authorities, it's a little bit chicken and egg, where if you look at the complexity of level 2 and level 3, the money will have to be spent somewhere in the expertise, and that is of course an open question. Unfortunately, I am also one of these people that is slightly skeptical about a 28th regime, because we have tried this many times before, and we should have studied what goes wrong, but in the end, if you look at it, there are only very few major players that actually benefit from it, and it dies, whether you call it the 27th, a 29th, or 28th regime, it dies a slow death, and it may not be worth the investment.

Working closer together, especially if you look at some infrastructures and indeed crypto players, it makes sense that you organize it from the start at the European level. And then finally, one thing that I personally very much believe in, some of the supervisors in the world, as you know, have in their basic guidelines always the competitiveness of a sector, as their basic guideline. And I would like to suggest that that would also work good for the ESAs, or any form of supervision, that it's not only the safety of the markets, but also the competitiveness of the sector of a whole. And then I end with what I started, I really believe we need a functioning capital market, and this may help.

FILIPPO ANNUNZIATA

Okay. Adam, would you like to spend a word?

ADAM FARKAS

So, for full transparency, I have to say that I used to be managing one of the ESAs for nine years, so I have a little bit of a personal experience. That was not there, but that was a long time ago. So, on a serious note, I think this is a question which would require, of course, recognizing that it is highly politicized, and that political reality always determines what is possible. Most likely, it would be a part of a process, as Andrea mentioned. I think what would be also important is to broaden this question a little bit wider, and sort of go back to what I would call the Lamfalussy process, when there was a discussion on the relative balance between level one, level two, and level three regulation in Europe and then the respective institutions in that context. I think what we have today is an excessively complex setting, which is very level one heavy, I think.

And when we talk about supervision, which is really the current ESAs as we design them, or the national competent authorities which had rulemaking powers, they are, on the one hand, producers of level II rules but they are also the collective enforcers of the rulebook. And I think when we talk about where supervision, where supervisory powers should be placed, there is also a question of how much of these supervisory powers should be established. And let me give you an example where we get a lot of questions about what happened in the UK after Brexit. So what is the real change in the UK after Brexit? And the interesting thing is that the UK did not change a lot of the rules fundamentally. They have not become, at least until now, fundamentally different from the EU rules.

But this institutional setting has changed significantly. Let me give you an example. Equity markets, price formation. The policy objective is to have a robust, continuous, transparent price formation for equity markets. What we do in the EU is we put extremely detailed rules into level one, into MIFIR and MIFID, of how this should be ensured. Those of you who are familiar with the rules, know that there are all sorts of restrictions on where trading can take place, different volume caps, different reference price waivers, and all sorts of things that are all

trying to ensure that the price formation is continuous, robust and transparent. That, of course, creates new reporting requirements and a lot of additional complexity. The point is that, while maintaining the same objective, you can move a lot of things from level one text to the supervisors, and then have a discussion of where the best place is for the supervisors to act. Is it national? Is it national but strongly coordinated by ESMA, in this case, in markets? Or it should be centralized and it should be in one place, addressing a certain policy objective or enforcing a certain set of rules.

So basically, the point I wanted to make is that this discussion will probably need to be put in a slightly broader context, rather than just where the powers are and what we centralize and what we don't centralize. Stop here, in the interest of getting out.

FILIPPO ANNUNZIATA

I leave this panel reassured that we are moving forward. Hopefully we are. And, by the way, tomorrow we're going to have a very interesting day, if you have the chance to drop by, and many of these topics will be taken up again by the speakers of tomorrow. So thank you again for your participation, for your presence in the panel, and I wish you a pleasant evening, and thank you to the organizers for setting up this first day. Thank you.

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.