

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

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

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

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

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

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

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

SEDE DELLA REDAZIONE

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

La *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 disinvolta 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.