

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

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'eupéenne*, 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.