

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE / GIUGNO

2026

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.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Il TUF riformato e il ruolo delle banche tra vigilanza e mercati: dalla Legge Capitali alla nuova *governance* delle società quotate

SOMMARIO: 1. Premessa: dal TUF “dei mercati” al TUF “delle banche” dopo la Legge Capitali. – 2. La riforma dei mercati dei capitali: obiettivi della delega e perimetro del decreto 2026. – 3. Mercati, OPA e scelte di quotazione: il ruolo “di mercato” delle banche. – 4. Banche come utenti delle infrastrutture di mercato tra TUF riformato ed EMIR 3.0. – 5. Distribuzione di prodotti finanziari e *product governance* bancaria nel nuovo assetto TUF–MiFID–MiFIR. – 6. Banche come emittenti di strumenti finanziari nel TUF riformato. – 7. *Governance* delle società quotate: nuovi equilibri tra autonomia statutaria, organi sociali, azionisti e vigilanza. – 7.1. Composizione qualitativa dei consigli e indipendenza. – 7.2. Modelli di amministrazione e controllo e specificità bancarie. – 7.3. Sistemi di controllo interno, comitati e organo di controllo. – 7.4. Assemblee, azionisti e attivismo. – 7.5. Politiche di remunerazione e allineamento con la disciplina prudenziale. – 8. Idoneità degli esponenti bancari e intreccio TUF–CRD–*soft law* europea. – 9. Considerazioni conclusive: verso quale modello di banca “di mercato” vigilata?

1. Premessa: dal TUF “dei mercati” al TUF “delle banche” dopo la Legge Capitali

L’ultima stagione di riforma del Testo unico della finanza segna un punto di svolta – per molti versi preannunciato dalla stratificazione di interventi degli ultimi anni – nella traiettoria del diritto dei mercati italiani. Per lungo tempo, sin dall’emanazione del TUF nel 1998, la percezione dominante, tanto in dottrina quanto nella prassi, è stata quella di un testo dedicato in via primaria agli emittenti, alle regole di trasparenza e correttezza dei mercati e alle infrastrutture di scambio, con le banche collocate sullo sfondo come meri fornitori di servizi di investimento e di negoziazione. Il TUF veniva così letto come “codice dei mercati”, mentre l’identità regolatoria della banca continuava a trovarsi essenzialmente nel Testo unico bancario e nella normativa prudenziale ad esso connessa¹.

¹ Cfr., in generale, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, spec. 17 ss.; P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in *Società per azioni, governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 12 ss.; G. PRESTI, *Vent’anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 473 ss.; E. GINEVRA, *Le*

L'evoluzione normativa degli ultimi quindici anni – segnata dalla crisi del debito sovrano europeo, dall'istituzione dell'Unione bancaria, dall'irrobustimento dei requisiti prudenziali (CRD/CRR) e dall'entrata in vigore della MiFID II/MiFIR – ha però progressivamente eroso questa separazione. Infatti, l'implementazione di regole di condotta sempre più pervasive verso la clientela, il rafforzamento dei presidi organizzativi interni, la disciplina dettagliata delle infrastrutture di mercato hanno fatto emergere la banca non più come un semplice "utente" del TUF, ma come uno dei principali destinatari delle sue prescrizioni².

In questo contesto, la Legge n. 21/2024 ("Legge Capitali") e il recentissimo decreto legislativo attuativo dell'art. 19 approvato dal Consiglio dei Ministri n. 166 del 27 marzo 2026 segnano un ulteriore passo avanti: essi intervengono contemporaneamente sul TUF e sul Codice civile, riformando la disciplina dei mercati dei capitali e quella delle società di capitali (con *focus* sulle società quotate) e incidono in modo significativo sul ruolo delle banche come intermediari vigilati "di mercato"³.

società di capitali "aperte" tra codice civile e TUF, in *Giur. Comm.*, 2022, I, 868 ss. Sul dialogo tra diritto speciale bancario e diritto societario generale, con particolare riguardo alla *corporate governance* degli intermediari, v. P. MONTALENTI, *La corporate governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in AA.VV., *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, a cura di V. CALANDRA BUONAURA, Milano, 2014, 7 ss.; ID., *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in AA.VV., *Il governo delle banche*, a cura di A. PRINCIPE, Milano, 2015, 53 ss.

² In argomento v. M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI – R. LENER, Torino, 2011, 213 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, cit., 239 ss.

³ Cfr. Legge 5 marzo 2024, n. 21, "Interventi a sostegno della competitività dei capitali e 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, per la modifica delle disposizioni del codice di procedura civile in materia di arbitrato societario, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento, nonché delega al Governo per la riforma organica e il riordino del sistema sanzionatorio", in G.U. 12 marzo 2024, n. 60, spec. art. 19.

Il TUF si presenta così come un corpo normativo che non solo regola il funzionamento dei mercati, ma definisce direttamente l'assetto organizzativo, la *governance* e i profili di vigilanza degli intermediari bancari attivi sui mercati. In questa prospettiva, è possibile parlare – con cautela ma, reputo, non senza fondamento – di un passaggio dal “TUF dei mercati” al “TUF delle banche”, nel senso di un testo che contribuisce a modellare il profilo di rischio complessivo, i sistemi di controllo interno e le scelte di *funding* delle banche.

La banca appare dunque come punto di incrocio di tre dimensioni normative: quella tradizionale creditizia (disciplinata dal TUB e dalla normativa prudenziale), quella “di mercato” (disciplinata dal TUF, dai regolamenti MiFID/MiFIR, EMIR, CSDR), e quella societaria (disciplinata dal Codice civile e dalle norme speciali sulle quotate). A differenza del passato, in cui queste dimensioni potevano essere studiate separatamente, oggi esse convergono sul medesimo soggetto – la banca e il gruppo bancario – determinando un intreccio di regole, controlli e aspettative che l'interprete deve analizzare in chiave sistematica⁴.

La collocazione della riforma nel quadro della *Capital Markets Union* consente di comprendere meglio questa trasformazione. La strategia europea mira a ridurre la dipendenza delle imprese dal credito bancario e a favorire il finanziamento diretto tramite i mercati dei capitali; ciò richiede, tuttavia, che gli intermediari – e *in primis* le banche – svolgano una funzione più intensa di canalizzazione del risparmio verso strumenti di *equity* e debito negoziati, partecipando attivamente a tutte le fasi della catena finanziaria⁵.

⁴ Cfr. D.lgs. 9 febbraio 2026, n. 28, “Adeguamento del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, alle disposizioni dei regolamenti (UE) 2023/2631, (UE) 2023/2845, (UE) 2024/791, (UE) 2024/2987, e recepimento delle direttive (UE) 2023/2864 e (UE) 2024/790, nonché disposizioni integrative e correttive della disciplina prevista dal decreto legislativo 4 settembre 2024, n. 128, per l'attuazione della direttiva (UE) 2021/2101”, in G.U. 5 marzo 2026, n. 53.

⁵ Ovvero, *origination*, strutturazione, distribuzione, negoziazione, *post-trading*. Sul nesso tra sviluppo dei mercati dei capitali ed efficienza allocativa, v. E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*, in *J. Fin.*, 1970, 383 ss.; F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, 5 ss.; R. KRAAKMAN – J. ARMOUR – P. DAVIES – L. ENRIQUES

È quindi in questo spazio di tensione – tra esigenze di sviluppo dei mercati e obiettivi di stabilità finanziaria – che la riforma del TUF si colloca, con un potenziale di trasformazione del modello di banca italiana che merita di essere esplorato in modo sistematico.

2. La riforma dei mercati dei capitali: obiettivi della delega e perimetro del decreto 2026

Come si è ricordato, l'art. 19 della Legge 21/2024 conferisce al Governo una delega ampia per la revisione organica del TUF e di segmenti significativi della disciplina codicistica delle società di capitali, con una serie di principi e criteri direttivi chiaramente orientati al rafforzamento del ruolo dei mercati dei capitali nell'economia italiana.

Tra i principali obiettivi indicati dal legislatore si possono ricordare: (i) favorire l'accesso delle imprese, in particolare PMI, ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione, semplificando procedure e riducendo oneri informativi non essenziali; (ii) accrescere l'attrattività del mercato dei capitali italiano, in una prospettiva comparata europea; (iii) consolidare la tutela degli investitori, specie *retail*, in un contesto di crescente complessità dei prodotti; (iv) migliorare il coordinamento della normativa interna con il diritto europeo e con le iniziative di *Capital Markets Union*. Sotto il profilo sistematico, tuttavia, l'enfasi su accesso, attrattività e semplificazione non è priva di contro-indicazioni, perché si inserisce in un quadro già caratterizzato da una forte densità regolatoria e da un intreccio multilivello di fonti, nel quale il rischio di sovrapposizioni e di incoerenze applicative non può essere escluso.

La scelta di valorizzare il compito dei mercati dei capitali per il finanziamento delle imprese, anche di minori dimensioni, si colloca nel solco di quella lettura “pro-mercato” dell'ordinamento che vede nelle infrastrutture di mercato e nella *corporate governance* delle società quotate snodi centrali per la competitività del sistema⁶.

– H. HANSMANN – G. HERTIG – K.J. HOPT – H. KANDA – M. PARGENDLER – W.-G. RINGE – E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2017, 18 ss.

⁶ In tal senso già M. BELCREDI, *Una valutazione economico finanziaria della legge capitali alla luce della competizione tra ordinamenti*, in *Commentario alla legge capitali* (Legge 5 marzo 2024, n. 21), a cura di P. MARCHETTI – M. VENTORUZZO,

Il decreto legislativo approvato il 27 marzo 2026 dà attuazione a tali obiettivi intervenendo su più piani. Da un punto di vista sistematico, si possono individuare alcune direttrici principali⁷:

a) Mercati e sistemi di negoziazione: ridefinizione delle categorie e dei requisiti delle sedi di negoziazione, con particolare attenzione ai segmenti per PMI, adeguamento a MiFID II/MiFIR, introduzione di regole più omogenee su trasparenza e struttura del mercato, poteri dei gestori⁸.

b) OPA e operazioni straordinarie: razionalizzazione delle soglie di OPA obbligatoria, revisione delle ipotesi di esenzione, interventi procedurali su tempi, informativa e rapporti con Consob, per coniugare tutela dei minoritari e flessibilità delle operazioni.

c) Società che ricorrono al mercato del capitale di rischio e diritto societario: modifiche al TUF e al Codice civile su organi sociali, modelli di amministrazione e controllo, sistemi di controllo interno, assemblee, remunerazione degli esponenti, rafforzando l'aggancio al Codice di *Corporate Governance*⁹.

d) *Enforcement* e sanzioni: aggiornamento del quadro sanzionatorio amministrativo e penale, razionalizzazione dei poteri e dei procedimenti delle autorità di vigilanza, potenziamento della cooperazione con autorità europee.

La scelta di concentrare in un unico intervento la riforma del TUF e l'adeguamento delle norme codicistiche sulle società di capitali riflette la consapevolezza che diritto dei mercati e diritto societario delle quotate costituiscano ormai un sottosistema integrato, nel quale profili

Pisa, 2024, 217 ss.; Assonime, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024, Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, 103 ss.

⁷ Per una prima ricognizione sistematica delle modifiche introdotte dal d.lgs. 28/2026 al TUF, v. *Il TUF adeguato alle nuove disposizioni UE*, in *dirittobancario.it*, 5 marzo 2026.

⁸ Cfr. F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, 1100 ss.

⁹ Cfr., in argomento, AA.VV., *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, 717 ss.; S. ALVARO – D. D'ERAMO – G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 637 ss.

organizzativi, di verifica e di trasparenza sono funzionali al buon funzionamento dei mercati e alla salvaguardia degli investitori¹⁰.

Per le banche, tale intervento “a tutto campo” comporta una duplice implicazione: da un lato, in quanto intermediari che operano sui mercati, sono direttamente interessate dalle regole su mercati, OPA e infrastrutture; dall’altro, in quanto emittenti quotati o potenziali tali, sono soggette alle nuove regole di *governance* e di trasparenza, che si intrecciano con i requisiti prudenziali e con la vigilanza dell’Unione bancaria¹¹. Ne deriva, peraltro, un assetto complessivo per gli intermediari bancari nel quale le scelte di mercato (su OPA, quotazioni, infrastrutture, prodotti) non sono più leggibili solo in chiave di competitività, ma devono essere valutate alla luce di un quadro cumulativo di vincoli prudenziali e societari, con possibili tensioni tra obiettivi di sviluppo dei mercati e obiettivi di stabilità del sistema.

3. Mercati, OPA e scelte di quotazione: il ruolo “di mercato” delle banche

Sul versante delle OPA, la riforma interviene su elementi che, nella disciplina previgente, erano fonte di incertezza e contenzioso: soglia di partecipazione che determina l’obbligo di offerta, modalità di computo delle partecipazioni rilevanti, catalogo delle esenzioni, rapporti con operazioni complesse che coinvolgono ristrutturazioni di gruppi bancari e finanziari¹².

¹⁰ In argomento v. P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, cit., 14 ss.; L. ENRIQUES, *Società per azioni*, in *Enc. Dir.*, Annali, X, 2017, 968 ss.; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Testo unico finanziario*, a cura di M. CERA – G. PRESTI, Bologna, 2020, 1227 ss.

¹¹ Sul tema cfr. M. E. SALERNO, *La distribuzione della vigilanza prudenziale nell’ambito del meccanismo di vigilanza unico: alla ricerca di un criterio alternativo a quello basato sulla significatività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, I, 760 ss.; M. MACCHIA, *Unione bancaria e competenza della Banca d’Italia come autorità di vigilanza e di risoluzione*, in *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, a cura di M.P. CHITI – V. SANTORO, Pisa, 2022, 240 ss.

¹² Sul nesso tra disciplina delle OPA e contendibilità, v. L. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell’opa obbligatoria*, Bologna, 2009; ID., *La disciplina delle difese contro le OPA (e le non-OPA)*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 134 ss. Sul ruolo delle OPA nella disciplina delle società quotate e sull’intreccio tra tutela dei soci di minoranza, ristrutturazioni societarie e *governance*

Per gli intermediari bancari, che tradizionalmente svolgono il ruolo di *advisor*, coordinatori e garanti nelle OPA, tali modifiche comportano un rafforzamento della responsabilità informativa e della necessità di presidi organizzativi adeguati. La banca-*advisor* deve valutare non solo gli aspetti finanziari dell'operazione, ma anche la coerenza con il quadro regolatorio, la corretta individuazione dei casi di OPA obbligatoria o volontaria, la trasparenza dei rapporti con l'offerente, l'assenza di conflitti di interesse non gestiti.

La banca-finanziatrice, a sua volta, si trova esposta, oltre che al rischio di credito, al rischio reputazionale e di condotta, dovendo assicurare che la struttura di finanziamento non alteri la correttezza dell'operazione e non ponga in discussione la tutela dei minoritari. Il TUF riformato, pur non "tipizzando" la banca come garante pubblico dell'operazione, rafforza indirettamente questa funzione attraverso obblighi informativi e di tracciabilità dei conflitti, la cui violazione può essere oggetto di sanzioni e rilievi di vigilanza.

Sul fronte delle quotazioni, le misure pro-quotazione introdotte in attuazione della Legge Capitali – riduzione di alcuni oneri informativi, semplificazioni procedurali per PMI, maggiore flessibilità statutaria (ad es. in tema di categorie di azioni, meccanismi di voto plurimo, clausole di gradimento nei limiti consentiti) – assegnano alle banche un ruolo ancora più intenso di "porta d'accesso" al mercato. Non si tratta solo di mettere a disposizione *know-how* tecnico nella redazione di prospetti o documenti di ammissione, ma di valutare la "maturità" delle imprese clienti a sostenere nel tempo la vita da quotata: *governance*, sistemi di controllo, capacità di fornire informativa continua al mercato, sensibilità agli *standard* ESG richiesti dagli investitori istituzionali¹³.

In questa prospettiva, le banche assumono una funzione di *gatekeeper* dei mercati, complementare a quella dell'autorità di

degli emittenti, v. AA.VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 211 ss.; F. BONELLI – M. DE ANDRÉ, *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990.

¹³ Sul rapporto tra informazione non finanziaria, sostenibilità e interesse sociale, M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1025 ss.; ID., *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile": dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Studi in onore di P. MONTALENTI*, I, Torino, 2022, 194 ss.

vigilanza: la loro capacità di selezionare, accompagnare e monitorare le emittenti contribuisce alla qualità complessiva del listino e alla fiducia degli investitori nel mercato domestico. Il TUF riformato consolida questa funzione, inserendola in un quadro in cui l'intermediario non è solo regolato, ma chiamato a partecipare attivamente alla realizzazione delle finalità di politica economica sottese alla Legge Capitali.

4. *Banche come utenti delle infrastrutture di mercato tra TUF riformato ed EMIR 3.0*

Un fronte peculiare, ma centrale per comprendere la dimensione “di mercato” delle banche, è quello delle infrastrutture di mercato: mercati regolamentati, MTF, controparti centrali di compensazione (CCP), depositari centrali (CSD), sistemi di regolamento titoli. La riforma del TUF interviene sulla disciplina delle sedi di negoziazione e, in coordinamento con EMIR 3.0 e CSDR, sulle condizioni di accesso e permanenza alle CCP e ai CSD, con particolare riguardo ai requisiti organizzativi e prudenziali dei partecipanti¹⁴.

Le banche che assumono il compito di *clearing members* presso le CCP si trovano esposte a rischi di controparte e di *concentration risk* che possono avere rilievo sistemico, come dimostrato da recenti episodi di *stress* sui mercati dei derivati. Il TUF riformato, recependo le spinte europee a rafforzare la resilienza delle infrastrutture, richiede a tali intermediari di dotarsi di sistemi di gestione del collaterale avanzati, di scenari di *stress test*, di procedure di *default management* coerenti con i piani delle CCP, integrando in modo stretto funzioni di *front-office* e di *risk management*¹⁵.

Per effetto di ciò, la disciplina delle infrastrutture non può più essere letta come un “corpo separato” rispetto al diritto bancario. Le scelte del TUF in tema di accesso alle CCP e ai CSD, di requisiti per i partecipanti, di poteri delle autorità di vigilanza sulle infrastrutture si riflettono

¹⁴ Per una lettura della *governance* bancaria che valorizza il ruolo delle funzioni di controllo e dei profili organizzativi, v. C. AMATUCCI, *Vigilanza, gestione dei rischi e responsabilità degli amministratori di società quotate*, in *Riv. soc.*, 2015, 363 ss.

¹⁵ Per un quadro delle elaborazioni dottrinali sviluppatesi dopo la crisi in tema di “buona *governance*” delle banche, v. K.J. HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, in AA.VV., *Handbuch Corporate Governance von Banken*, 2013, 190 ss.; F. VELLA, *Capitalismo e finanza*, Bologna, 2011.

direttamente sull'assetto organizzativo e patrimoniale delle banche partecipanti e vengono valutate, a loro volta, alla luce dei parametri di sana e prudente gestione e delle metriche SREP adottate dalle autorità prudenziali¹⁶.

La banca “di mercato”, in questa chiave, è una banca che partecipa in modo attivo e consapevole alla vita delle infrastrutture, accettando che la propria strategia di *business* sia condizionata dalla capacità di sostenere i requisiti di capitale, di liquidità e di *governance* richiesti da tale partecipazione. Non è escluso che, in futuro, la combinazione tra TUF riformato, EMIR 3.0 e normative SREP possa guidare anche scelte di specializzazione degli intermediari: alcune banche potrebbero progressivamente ridurre il proprio coinvolgimento diretto nelle CCP, appoggiandosi ad altri intermediari, per contenere l'assorbimento di capitale e la complessità organizzativa.

5. Distribuzione di prodotti finanziari e product governance bancaria nel nuovo assetto TUF–MiFID–MiFIR

Sul fronte dei rapporti banca-clientela, il TUF riformato si inserisce in un processo già ampiamente avviato, ma tutt'altro che concluso, di rafforzamento degli obblighi di *product governance* nella distribuzione di strumenti e prodotti finanziari¹⁷. L'implementazione di MiFID II e l'adozione delle linee guida ESMA hanno reso chiaro che l'intermediario non è responsabile solo della correttezza della vendita,

¹⁶ Sul rapporto tra regole speciali di governo societario delle banche e diritto societario generale, v. A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Orizzonti*, 2017, 33 ss.

¹⁷ Sul passaggio dalla tutela informativa alla logica di *product governance* nella regolazione dei rapporti tra intermediari e clientela, v. 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, 3 ss. D'altro canto, anche questo va considerato, per il consumatore, il conto corrente bancario è diventato quasi uno “strumento sociale”, senza il quale non si è più in grado di porre in essere (né di continuare) rapporti economici o lavorativi; così, U. MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai “non consumatori”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 539 ss.

ma anche della coerenza del prodotto rispetto alle esigenze del *target* di clientela e alla posizione complessiva del portafoglio¹⁸.

La riforma del TUF, pur non riscrivendo *ex novo* la disciplina, interviene su alcuni snodi capaci di incidere sulla responsabilità degli intermediari. Si pensi, ad esempio:

- all’esplicito collegamento tra obblighi di *product governance* e sistemi di controllo interno, con la conseguente possibilità che carenze nella progettazione o nel monitoraggio dei prodotti siano lette come indici di inadeguatezza dell’assetto organizzativo ai fini della vigilanza;
- alla razionalizzazione del quadro sanzionatorio, che può valorizzare, nelle valutazioni di illiceità, la mancata attivazione di presidi *ex ante* ed *ex post* di *product oversight*;
- al coordinamento con le regole di informativa societaria e di trasparenza sui prodotti complessi, specie nel caso in cui le banche siano, al contempo, emittenti e distributori degli strumenti offerti alla propria clientela.

Per le banche, ciò comporta la necessità di integrare ancora di più funzioni tradizionalmente distinte: la funzione di finanza strutturata (che concepisce i prodotti), la rete commerciale (che li distribuisce), la

¹⁸ In argomento v. F. BAGNI, *La gestione del rapporto banca-cliente: un’analisi (anche) empirica del contenzioso bancario fra modalità di gestione e competenze*, in *Judicium.it*, 13 settembre 2019, ove anche un’esaustiva analisi delle diverse cause che possono dare origine ai contenziosi tra cliente e banca; U. MORERA, *La banca nella “percezione” della clientela. Elementi di educazione finanziaria*, in questa *Rivista*, 2025, 447 ss. Si sottolinea, inoltre, come il Regolamento 2021/1253/UE integri le «preferenze di sostenibilità» del cliente nella «valutazione di adeguatezza finanziaria» dei servizi di investimento ad elevato valore aggiunto (consulenza finanziaria e gestione di portafogli); trattasi del Regolamento delegato 2021/1253/UE, che ha modificato il regolamento deleg. 2017/565/UE (*MiFID II*), per quanto riguarda l’integrazione di fattori di sostenibilità, rischi di sostenibilità e preferenze di sostenibilità nei requisiti organizzativi delle attività delle imprese di investimento, e ha sostituito l’art. 54, par. 9, *MiFID II*, in punto di profilo del cliente, prevedendo l’obbligo per gli intermediari di verificare i suoi obiettivi d’investimento *anche* alla luce di preferenze di sostenibilità; del Regolamento delegato 2021/1255/UE, che integra rischi e fattori di sostenibilità tra i requisiti organizzativi dei gestori di fondi di investimento alternativi; del Regolamento delegato 2021/1256/UE, che integra i rischi di sostenibilità nel governo delle impresa-assicurazione e riassicurazione; del Regolamento delegato 2021/1257/UE, che ha modificato il Regolamento delegato 2017/235/UE integrando fattori di sostenibilità, rischi di sostenibilità e preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di controllo e governo del prodotto per le imprese assicurative e i distributori di prodotti assicurativi.

funzione di *risk management* (che ne valuta l'impatto sui profili di rischio dell'intermediario e dei clienti), la *compliance* (che verifica l'aderenza alla normativa), l'IT (che implementa sistemi di profilazione e monitoraggio). La *product governance* diventa, così, non una mera "etichetta" di conformità, ma un processo trasversale che condiziona la stessa strategia di sviluppo prodotto della banca.

In questo quadro, la banca di mercato emerge come soggetto tenuto a bilanciare obiettivi di innovazione (pensiamo ai prodotti strutturati, agli strumenti ESG, alle soluzioni miste bancario-assicurative) con un'articolata rete di vincoli regolatori, sotto lo sguardo attento delle autorità di vigilanza e del contenzioso potenziale in caso di *misselling*.

6. Banche come emittenti di strumenti finanziari nel TUF riformato

Accanto al ruolo di intermediari e di utenti delle infrastrutture, le banche assumono una funzione sempre più rilevante come emittenti di strumenti finanziari disciplinati dal TUF: obbligazioni bancarie (anche strutturate), strumenti di capitale (azioni, strumenti ibridi), *covered bonds*, certificati e altri prodotti complessi destinati alla clientela *retail* o professionale¹⁹.

Il TUF riformato – in coordinamento con il regolamento Prospetto e con la normativa europea su requisiti di capitale e MREL/TLAC – incide su tale dimensione sotto diversi profili:

- rafforzando gli obblighi di informativa precontrattuale sugli strumenti emessi, con particolare attenzione a rischi, scenari di *performance*, struttura dei costi e impatti sul profilo di rischio dell'investitore;
- richiedendo maggiore trasparenza sulle finalità dell'emissione (*funding* ordinario, rafforzamento patrimoniale, copertura di rischi specifici) e sulle eventuali implicazioni prudenziali per la banca (ad es.

¹⁹ Sul ruolo degli strumenti di capitale ibridi e delle passività bail-in-able nella struttura finanziaria delle banche, v. E. AVGOULEAS, *Bank Resolution: A Legal and Economic Analysis*, Cambridge, 2022, 115 ss.; U. BINDSEIL – J. SCHAAF, *The Optimal Bail-in Tool and Bank Resolution*, in *J. Fin. Reg.*, 2020, 45 ss.; EBA, *Final Report on MREL and TLAC Monitoring*, 3 maggio 2024, spec. 10 ss., che evidenziano l'impatto delle nuove soglie MREL/TLAC sulla composizione del *funding* bancario e sulla progettazione degli strumenti subordinati.

strumenti computabili nel capitale regolamentare o nei cuscinetti di assorbimento perdite);

– coordinando la disciplina delle emissioni con le regole di *product governance* e di conflitti di interesse, specialmente quando la banca colloca prevalentemente presso la propria clientela i titoli di propria emissione.

Per le banche italiane – tradizionalmente molto attive nell’emissione di obbligazioni collocate al dettaglio – questo comporta una trasformazione del modello di *funding*: l’emissione di strumenti destinati alla clientela *retail* deve confrontarsi con requisiti informativi e di coerenza con il profilo degli investitori significativamente più stringenti, mentre l’accesso al mercato istituzionale, se agevolato da alcune semplificazioni della Legge Capitali, richiede al contempo livelli di trasparenza e di struttura dei poteri allineati alle aspettative degli investitori professionali.

La banca “emittente” si trova dunque a operare su un crinale delicato: da un lato, gli strumenti di debito e ibridi rappresentano una componente essenziale delle strategie di capitale e di gestione delle scadenze; dall’altro, il loro collocamento presso la clientela espone l’intermediario a rischi reputazionali e di responsabilità, ove l’informativa e la valutazione di adeguatezza non siano uniformate alle migliori prassi.

Inoltre, il coordinamento tra disciplina TUF e normativa prudenziale su strumenti di capitale e passività assorbibili (AT1, T2, strumenti *bail-in-able*) fa sì che il disegno dei prodotti emessi non sia più governato solo da considerazioni di mercato, ma anche da logiche di stabilità sistemica e di gestione delle crisi bancarie. Il TUF, in questo senso, concorre a definire le condizioni alle quali la banca può reperire capitali sul mercato in forme che soddisfino simultaneamente gli obiettivi di *funding*, di *compliance* prudenziale e di tutela degli investitori.

7. Governance delle società quotate: nuovi equilibri tra autonomia statutaria, organi sociali, azionisti e vigilanza

La riforma del TUF e delle disposizioni codicistiche sulle società di capitali incide in modo particolarmente significativo sulla *governance* delle società emittenti, e dunque, indirettamente ma in modo incisivo,

su quella delle banche che rivestono questa qualifica. L'intervento legislativo si colloca nel solco di un'evoluzione già in atto da tempo, guidata dal Codice di *Corporate Governance*, dalle raccomandazioni europee e dalla giurisprudenza di mercato, ma ne accentua alcuni tratti, traducendo in norme vincolanti regole e prassi che finora avevano natura prevalentemente *soft law*²⁰.

L'obiettivo dichiarato è quello di rafforzare la qualità degli organi sociali, l'efficacia dei sistemi di controllo interno e il ruolo degli azionisti, in un quadro di maggiore trasparenza e responsabilizzazione degli esponenti aziendali. Per le banche quotate, ciò implica un allineamento più stretto tra disciplina societaria e disciplina prudenziale, con effetti non trascurabili sul margine di discrezionalità degli azionisti e dei *board* nella definizione degli assetti di governo societario²¹.

7.1. *Composizione qualitativa dei consigli e indipendenza*

Un primo fronte di intervento riguarda la composizione dei consigli di amministrazione. La riforma, da un lato, recepisce e rafforza le indicazioni del Codice di *Corporate Governance* in tema di indipendenza, diversità e competenze dei componenti; dall'altro, introduce regole più chiare e stringenti sul numero minimo di

²⁰ Peraltro, ciò determina un ulteriore scivolamento di elementi originariamente affidati all'autoregolamentazione e al dialogo tra emittenti e investitori verso un quadro più rigidamente normato, con conseguente riduzione, almeno potenziale, degli spazi di adattamento flessibile degli assetti di *governance* alle specificità di ciascuna impresa, in particolare bancaria. Cfr. P. VALENSISE, *Brevi cenni sull'universo, ovvero spunti su tendenze e problematiche fluidità rivenienti da esperienze applicative di corporate governance, dal Codice civile al TUF, passando per il Codice della crisi*, in *Giur. Comm.*, 2025, I, 711 ss.

²¹ Per una lettura d'insieme, con particolare riferimento al ruolo delle minoranze, v. A. MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 486 ss.; A. MAZZONI – A. CERRAI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 1 ss.; C. ANGELICI, *Le minoranze nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 207 ss.; F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in AA.VV., *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, 2018, 91 ss.

amministratori indipendenti, sui criteri per la valutazione dell'indipendenza e sui limiti al cumulo di incarichi²².

Nel caso delle banche, questi profili assumono una rilevanza particolare. Da tempo la normativa prudenziale richiede che il *board* nel suo complesso presenti una composizione adeguata in termini di competenze tecnico-professionali (finanza, rischi, IT, ESG, *compliance*), esperienza, indipendenza di giudizio, disponibilità di tempo. Il TUF riformato e le modifiche al Codice civile accentuano questa linea, spostando l'attenzione dal mero rispetto formale di requisiti minimi alla qualità complessiva del consiglio come organo in grado di comprendere la complessità dell'attività svolta, di interrogare criticamente il *management* e di dialogare con le autorità e con il mercato²³.

L'indipendenza, in particolare, non viene più concepita solo come assenza di legami economici o familiari con l'emittente o i suoi azionisti di controllo, ma anche come effettiva capacità di esercitare un giudizio autonomo, non condizionato dalle strutture interne o da interessi esterni²⁴. Ciò richiede che i processi di autovalutazione del *board* e di selezione dei candidati (specie nelle liste presentate dal consiglio uscente) siano sostanziali e non meramente formali, e che siano

²² Sul versante della composizione qualitativa dei consigli e dell'indipendenza, per un inquadramento dei criteri dettati dal Codice di *corporate governance* e della loro applicazione pratica, v. M. IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 140 ss.; P. VALENSISE, *Indipendenza, indipendenze degli amministratori di società per azioni quotate: essere e/o agire?*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 419 ss.; U. TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.a. quotata*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 323 ss.

²³ Sul ruolo degli amministratori indipendenti e sulla loro funzione di presidio nell'ambito del sistema dei controlli, v. U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 519 ss.

²⁴ Per una prospettiva generale sui doveri fiduciari, T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, in *Cal. L. Rev.*, 1983, 795 ss.; D.A. DEMOTT, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, in *Ariz. L. Rev.*, 2006, 925 ss.; R. FLANNIGAN, *The Economics of Fiduciary Accountability*, in *Del. J. Corp. L.*, 2007, 393 ss.; G. TEUBNER, *Corporate Fiduciary Duties and their Beneficiaries*, in K.J. HOPT – G. TEUBNER (a cura di), *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, Berlin–New York, 1985, 166 ss.

documentate le ragioni per cui si ritiene che il consiglio nel suo complesso sia “idoneo” a svolgere le proprie funzioni.

Per le banche quotate, che spesso operano in gruppi complessi e in contesti internazionali, ciò implica una revisione non episodica, ma continuativa, della composizione del consiglio di amministrazione, valorizzando profili con esperienza in materia di rischi, di innovazione tecnologica e digitale, di sostenibilità, di gestione delle crisi, in coerenza con gli orientamenti delle autorità di vigilanza²⁵.

7.2. Modelli di amministrazione e controllo e specificità bancarie

Un secondo profilo riguarda i modelli di amministrazione e controllo. Il nostro ordinamento, com'è noto, consente da tempo la scelta tra modello tradizionale, monistico e dualistico. La riforma del 2026 non introduce alcun nuovo modello, ma interviene per chiarire alcuni aspetti del funzionamento dei modelli alternativi, in particolare del dualistico, al fine di rendere più agevole la loro adozione da parte di emittenti complessi, tra cui le banche.

Per le banche, il tema dei modelli non è meramente formale. Il sistema tradizionale, ancora largamente prevalente, presenta – come è noto – una chiara ripartizione di ruoli tra consiglio di amministrazione e collegio sindacale (e comitati interni), ma può risultare meno flessibile nel caso di gruppi di grandi dimensioni, nei quali la distinzione tra funzioni gestionali e funzioni di supervisione strategica tende a sfumare²⁶. L'assetto dualistico, invece, offre una separazione più netta tra organo di gestione (consiglio di gestione) e organo di sorveglianza (consiglio di sorveglianza), avvicinandosi a schemi più diffusi in altri

²⁵ Sull'evoluzione della disciplina dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche v. U. MORERA, *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 155 ss.; nonché AA.VV., *Speriamo che sia femmina: l'equilibrio fra i generi nelle società quotate e a controllo pubblico nell'esperienza italiana e comparata*, a cura di M. CALLEGARI – E. DESANA – M. SARALE, Torino, 2021. Per gli sviluppi europei, cfr. C. GARILLI, *La direttiva sull'equilibrio di genere negli organi amministrativi delle società quotate*, nota diffusa dall'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, 14 dicembre 2022.

²⁶ Cfr. S. ALVARO – D. D'ERAMO – G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 7, 2015, 9 ss., disponibile su consob.it.

Paesi europei (Germania) e potendo risultare in astratto più coerente con il disegno dell'Unione bancaria, che attribuisce grande rilievo alle funzioni di supervisione della strategia e dei rischi²⁷.

La riforma, chiarendo ruoli, responsabilità e flussi informativi tra i due organi del modello dualistico e coordinandoli con la disciplina di vigilanza bancaria, rende più praticabile questa opzione, che sinora aveva trovato scarso successo tra le banche italiane. Resta tuttavia aperta la questione se il passaggio a un sistema alternativo debba essere incentivato, soprattutto per gli intermediari di maggiori dimensioni, o se sia preferibile lasciare piena libertà agli azionisti, confidando nella capacità del diritto societario e della vigilanza prudenziale di correggere le eventuali disfunzioni del modello tradizionale.

7.3. Sistemi di controllo interno, comitati e organo di controllo

Un terzo fronte riguarda i sistemi di controllo interno e il ruolo dei comitati endoconsiliari²⁸. La riforma del TUF rafforza la posizione del comitato controllo e rischi, chiamato non solo a esaminare le principali aree di rischio e i sistemi di controllo, ma anche a interagire in modo strutturato con le funzioni di controllo interno (*risk management, compliance, internal audit*) e con l'organo di controllo²⁹.

²⁷ Sul maggiore grado di separazione tra gestione e sorveglianza nel sistema dualistico e sulla prossimità agli schemi tedeschi, cfr. F.M. MUCCIARELLI – A. POMELLI, *Sistemi dualistico e monistico di amministrazione e controllo nelle società per azioni*, Torino, 2024, spec. 75 ss. Per un'applicazione specifica al settore bancario, v. M. BROGLI, *Corporate governance e sistema dualistico per banche e assicurazioni*, Roma, 2008, spec. 45 ss., anche alla luce delle disposizioni di vigilanza prudenziale. Sul sistema monistico v., *ex plurimis*, N. ABRIANI, *Corporate governance e sistema monistico: linee evolutive*, in *Riv. soc.*, 2019, 527 ss.; G. BARBARA, *Il sistema monistico: controllo e amministrazione sono sovrapponibili?*, in *Nuovo dir. soc.*, 2024, 4, 540 ss.

²⁸ In argomento cfr. U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, cit., 519 ss.; G. BARBARA, *Il valore dell'informazione nella governance delle S.p.A., I. Il consiglio di amministrazione*, Torino, 2019.

²⁹ Sul tema cfr. P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconsigliare e la sua possibile complessità*, in P. MARCHETTI – F. GHEZZI – R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, 105 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.; A. ZOPPINI,

Nelle banche, il comitato rischi – talora distinto dal comitato controllo e rischi – rappresenta da tempo un presidio centrale, alla luce delle disposizioni prudenziali che richiedono un coinvolgimento attivo del *board* nella definizione del profilo di rischio, dell'appetito al rischio (RAF) e delle politiche di gestione dei rischi. La riforma del TUF, allineandosi a tali indicazioni, rende più chiara la responsabilità del *board* e dei comitati nel presidiare i rischi di mercato, di credito, operativi, reputazionali, di *compliance* e, sempre più spesso, i rischi ESG.

L'organo di controllo – collegio sindacale nel modello tradizionale, comitato per il controllo sulla gestione nel monistico, consiglio di sorveglianza nel dualistico – è chiamato ad una cooperazione più intensa con i comitati consiliari e con il revisore legale, in un'ottica di presidio integrato. Per le banche, ciò implica un coordinamento ravvicinato tra funzioni societarie e funzioni di controllo richieste dalla vigilanza bancaria, al fine di evitare duplicazioni o, al contrario, “zone grigie” non presidiate. Anche in questo caso, il TUF tende a farsi veicolo di *standard* prudenziali, incorporando nel diritto societario concetti e strumenti (RAF, ICAAP, ILAAP, *stress test*) originariamente elaborati in sede di vigilanza³⁰.

7.4. *Assemblee, azionisti e attivismo*

La riforma incide anche sulla disciplina delle assemblee e sul ruolo degli azionisti, con l'intento di favorire una partecipazione più consapevole e di rafforzare il dialogo tra emittenti e investitori, specie istituzionali.

Da un lato, vengono semplificate le modalità di intervento a distanza, di rappresentanza e di voto, alla luce dell'esperienza maturata durante la pandemia e della crescente internazionalizzazione dell'azionariato³¹.

Informazione societaria e corporate governance: il dialogo tra l'organo di gestione e il socio di controllo, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, Torino, 2018, 85 ss.

³⁰ Sul punto, con specifico riguardo agli intermediari finanziari, v. C. AMATUCCI, *op. cit.*, 363 ss.

³¹ In questa prospettiva si inserisce l'art. 11 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali), che ha introdotto nel TUF il nuovo art. 135-*undecies*.1, consentendo alle società con azioni quotate di prevedere statutariamente lo svolgimento delle

Ciò è particolarmente rilevante per le banche, che spesso hanno basi azionarie diffuse e geograficamente disperse, e per le quali la possibilità di coinvolgere attivamente investitori istituzionali e soggetti di *stewardship* (fondi, *asset managers*, fondi pensione) diventa essenziale per la legittimazione delle scelte di *governance*³².

Dall'altro lato, la disciplina delle liste presentate dal consiglio uscente viene meglio coordinata con i meccanismi di voto di lista e con la posizione delle minoranze. La prassi delle "liste del CdA" – divenuta ormai generale nelle grandi quotate e nelle banche – viene riconosciuta e regolata in modo più trasparente, con l'obiettivo di coniugare continuità e responsabilizzazione degli organi uscenti, da un lato, e spazi di rappresentanza per le minoranze, dall'altro³³. Non è però privo di rilievo il fatto che tale soluzione, pur muovendo da esigenze condivisibili, accentui ulteriormente la centralità del consiglio uscente

assemblee con intervento e voto esclusivamente tramite rappresentante designato, anche mediante conferimento di deleghe ai sensi dell'art. 135-*novies* TUF in deroga al limite ordinario posto dall'art. 135-*undecies*, comma 4. Peraltro, il rafforzamento del ruolo del rappresentante designato si inserisce nel più ampio contesto delle politiche di *stewardship* degli investitori istituzionali, segnato – a livello europeo – dalla *Shareholder Rights Directive II* (Direttiva UE 2017/828) e, sul piano domestico, dall'adozione dei Principi italiani di *stewardship* da parte di Assogestioni, che promuovono un esercizio attivo, informato e di lungo periodo dei diritti di voto nelle società quotate. In argomento cfr. S. TURELLI, *Il caleidoscopio del procedimento assembleare: dall'assemblea "a dibattito anticipato" allo schema di riforma del TUF ed oltre*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, I, 720 ss.; G. BALP, «Competitività dei capitali» e procedimento assembleare nelle società con azioni quotate, in *Riv. soc.*, 2024, 4, 768 ss.

³² Sulla trasparenza degli azionisti istituzionali e sulle implicazioni per la *governance* delle quotate, v. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020.

³³ Sul nuovo art. 147-*ter*.1 TUF e sulla lista del consiglio uscente, v. G. MOLLO, *La clausola statutaria che consente al c.d.a. di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?*, in *Giur. Comm.*, 2022, I, 520 ss.; M. VENTORUZZO, *L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Riv. soc.*, 2023, 1096 ss.; Cacchi Pessani, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluido": prassi, problemi interpretativi*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss. Sui rischi di autoperpetuazione e autoreferenzialità della lista del CdA, nonché sulla possibile opacità delle modalità di formazione (anche alla luce del Richiamo di attenzione Consob 21 gennaio 2022), v. M. IRRERA, *Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2022, 574 ss.

nei processi di selezione dei futuri amministratori, con il rischio di irrigidire gli equilibri interni e di ridurre, in concreto, il grado di contendibilità degli assetti di governo, specie nelle banche a controllo “fluidi”³⁴.

In detti sistemi, divenuti ormai *board-centric*, si consolida quindi l’idea che debba essere lo stesso consiglio a valutare in modo continuo l’idoneità del CEO e della propria composizione rispetto alla strategia e al profilo di rischio della società, anche attraverso meccanismi strutturati di *self-assessment*, traducendo tali esiti nella lista presentata ai soci³⁵.

In questo contesto, il ruolo degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors* assume crescente rilievo³⁶. Le loro politiche di voto e di *engagement* possono influenzare in modo significativo la composizione dei *board* bancari, le politiche di remunerazione e le scelte strategiche, spingendo le banche verso assetti di governo societario più allineati alle migliori prassi internazionali, ma anche introducendo possibili tensioni tra logiche di breve e lungo periodo³⁷. Non va trascurato, peraltro, che

³⁴ Cfr. L. SCHIUMA, *L’assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post emergenza Covid 19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 431; C. MARCHETTI – M. VENTORUZZO, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Società*, 2024, 826 ss.

³⁵ Cfr. D.J. DENIS – D.K. DENIS – M.D. WALKER, *CEO Assessment and the Structure of Newly Formed Boards*, in *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n. 12, 2015, 3338 ss.

³⁶ Per una critica complessiva del nuovo sistema di voto di lista, che viene giudicato «non chiaro, non semplice, non neutro, non correttamente bilanciato e idoneo a indurre a comportamenti strategici», v. G. PRESTI, *Elezione degli amministratori e lista del cda: peggio il rammendo del buco*, in *Riv. soc.*, 2023, 1078 ss.; ID., *La norma sulla lista del CdA: ombre e buio*, in *Analisi giur. econ.*, 2024, I, 45 ss. Cfr., inoltre, M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CdA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *www.ilcaso.it*, 11 ottobre 2021.

³⁷ V. A. SACCO GINEVRI, *Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate*, in AA.VV., *Liber Amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2020, 291 ss. Cfr., inoltre, A. IRACE, *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Milano, 2001; A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali nella governance delle società*, in M. CERA – G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, cit., 1782 ss.; C. PRESCIANI, *op. cit.*; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, cit.; G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra amministratori e investitori istituzionali*, in U. TOMBARI (a cura di), *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, cit., 209 ss. Per

l'incidenza crescente dei *proxy advisors* nei processi di formazione del consenso assembleare può finire per spostare il baricentro effettivo delle decisioni di *governance* al di fuori dell'assemblea, accentuando il rischio di una "tecnicizzazione" del voto non sempre trasparente per la platea degli azionisti *retail*³⁸. In ogni caso, il TUF riformato, pur non disciplinando in modo puntuale tali soggetti, si pone in continuità con le iniziative europee in materia di *stewardship* e trasparenza delle politiche di voto degli investitori istituzionali³⁹.

7.5. Politiche di remunerazione e allineamento con la disciplina prudenziale

Infine, un ambito particolarmente delicato per le banche è quello delle politiche di remunerazione. La riforma TUF/Codice civile si coordina con la disciplina europea (CRD/CRR) che, sin dalla crisi finanziaria, ha posto limiti stringenti alle remunerazioni variabili nel settore bancario (*cap sui bonus*, meccanismi di *deferred pay*, *malus* e *clawback*)⁴⁰.

una prima verifica empirica degli effetti della novella sull'assetto dei CdA, v. M. BELCREDI – S. BOZZI, *Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa*, in *Riv. soc.*, 2024, 819 ss. Su un recente caso in cui i *proxy advisor* hanno fondamentale rilievo, v. M. IRRERA, *Banco BPM e MPS: lista del consiglio e ruolo dei proxy advisors. Tensioni sistemiche e criticità applicative*, in *dirittobancario.it*, 13 aprile 2026.

³⁸ Cfr. M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri*, in *Orizzonti*, 2016, 12 ss.; F. VELLA – G. BOSI, *Diritto ed economia delle società*, Bologna, 2015, 39 ss.; V., sulle ragioni alla base della comparsa sul mercato dei *proxy advisors*, S. EDELMAN, *Proxy Advisory Firms: A Guide for Regulatory Reform*, in 62 *Emory L. J.*, 2012-2013, 1369 ss.; G.W. DENT JR., *A Defense of Proxy Advisors*, in *Mich. St. L. Rev.*, 2014, 1287 ss.

³⁹ Sul tema v. R.J. GILSON – J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. L. Rev.*, 2013, 863 ss.; M. KAHAN – E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. PA. L. Rev.*, 2007, 1021 ss.; S. EREDE – G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 24 ss.; G. STRAMPELLI, *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 4, 828 ss.

⁴⁰ Con riferimento alle principali novità introdotte nelle disposizioni di vigilanza Banca d'Italia in materia di governo societario delle banche, v. F. CIVALE, *Governo*

Il TUF rafforza il ruolo dell'assemblea nell'esprimere un giudizio – almeno consultivo, talora vincolante – sulle politiche retributive e sui piani di incentivazione, e insiste sulla necessità che tali politiche siano coerenti con il profilo di rischio dell'intermediario, con la sostenibilità di lungo periodo e con l'interesse degli azionisti e degli altri *stakeholder*. In particolare, si sottolinea l'esigenza di evitare strutture retributive che incentivino comportamenti eccessivamente rischiosi o orientati al breve termine, specie in aree sensibili come la negoziazione per conto proprio, la finanza strutturata, la distribuzione di prodotti complessi.

Per le banche, ciò comporta un esercizio continuo di bilanciamento tra attrattività del pacchetto retributivo – necessario per reclutare e trattenere figure chiave in un mercato del lavoro sempre più competitivo – e rispetto di vincoli regolatori e aspettative di vigilanza. Il comitato remunerazioni, in sinergia con il comitato rischi e il *board* nel suo complesso, diventa il luogo in cui si conciliano tali istanze, sotto lo sguardo attento degli azionisti e delle autorità⁴¹.

In conclusione, la riforma della *governance* delle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio contribuisce a ridisegnare il quadro entro cui si muovono le banche come società per azioni quotate, integrando in modo più stretto discipline che, fino a pochi anni fa, erano percepite come appartenenti a comparti separati. L'esito è un modello di governo societario più strutturato e presidiato, ma anche più complesso, nel quale il margine di autonomia statutaria deve confrontarsi con una pluralità di vincoli e di aspettative, provenienti dal legislatore, dalle autorità di vigilanza, dagli investitori e dai codici di autoregolamentazione.

societario delle banche: le novità introdotte nelle disposizioni di vigilanza, in *dirittobancario.it*, 12 ottobre 2021.

⁴¹ Sull'evoluzione delle politiche di remunerazione per i vertici aziendali nelle società quotate v. S. FORTUNATO, *Say on Pay e remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 2026, I, 186 ss.

8. *Idoneità degli esponenti bancari e intreccio TUF–CRD–soft law europea*

La disciplina dell' idoneità degli esponenti bancari – già da tempo oggetto di una normativa articolata – è destinata a integrarsi sempre più con il quadro societario risultante dalla riforma del TUF e del Codice civile. Le norme europee (CRD/CRR), le linee guida EBA ed ESMA sulla *fit & proper* e sulla *governance* interna, le disposizioni Banca d'Italia in materia di organizzazione e controlli interni delle banche, delineano un sistema di requisiti di onorabilità, professionalità, indipendenza e correttezza, accompagnati da procedure di valutazione iniziale e continua degli esponenti⁴².

Il TUF riformato e le nuove regole sulle società quotate rafforzano il legame tra tali requisiti prudenziali e la composizione degli organi societari. Le banche devono assicurare che i consigli di amministrazione e gli organi di controllo siano composti in modo da soddisfare simultaneamente le esigenze societarie (equilibrio tra *executive* e non *executive*, presenza di indipendenti, competenze

⁴² Per una lettura d'insieme dell'evoluzione europea in tema di governo societario delle banche e di requisiti degli esponenti, v. F. BERNERI – A. LA MANTIA, *CRD VI: le novità per le succursali di banche di paesi terzi*, in *dirittobancario.it*, 30 ottobre 2025, che mette in luce il rafforzamento dei profili di governance anche nel segmento *cross-border*. Sul quadro interno, cfr. M. IRRERA, *La valutazione dei requisiti di onorabilità e dei criteri di correttezza degli esponenti bancari*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 694 ss., che analizza in chiave sistematica il D.M. MEF 23 novembre 2020, n. 169 (*Fit & Proper*), distinguendo tra requisiti di onorabilità – la cui assenza comporta la decadenza automatica dell'esponente – e criteri di correttezza rimessi a valutazione discrezionale degli organi competenti. Il DM n. 169/2020 si colloca peraltro all'interno degli orientamenti internazionali successivamente emanati da varie Autorità; cfr. EBA, *Final Report on Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/E*, 2 luglio 2021; ESMA, *Final report on joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU*, 2 luglio 2021; BCE, *Guide to fit and proper assessments*, dicembre 2021. Cfr., inoltre, BANCA D'ITALIA, *Orientamenti in materia di valutazione dei requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche LSI, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli IBLOR e degli IMEL*, emanati il 13 novembre 2023, che enfatizzano la centralità delle procedure di valutazione iniziale e continua e il ruolo degli Orientamenti stessi quali parametri di sana e prudente gestione.

diversificate) e quelle prudenziali (idoneità complessiva dell'organo, presidio dei rischi, capacità di dialogo con la vigilanza)⁴³.

Le procedure di selezione e nomina degli esponenti assumono un rilievo centrale: non è più sufficiente verificare *ex post* la compatibilità del candidato con i requisiti di legge, ma occorre costruire processi interni che tengano conto delle aspettative di vigilanza fin dall'origine. La *soft law* – linee guida, orientamenti, Q&A delle autorità – funge da parametro di valutazione anche in assenza di vincoli formalmente cogenti, nella misura in cui la loro inosservanza può essere letta come indizio di carenze organizzative o di *governance*.

Ne risulta una progressiva “pubblicizzazione” delle scelte relative agli organi: la nomina o la conferma di un esponente non è più solo il frutto dell'autonomia degli azionisti o di equilibri interni, ma deve essere compatibile con un quadro di requisiti e aspettative definito a livello sovranazionale e nazionale. Ciò pone interrogativi sulla tenuta del modello tradizionale di società per azioni, soprattutto quando si tratti di banche sistemicamente rilevanti, in cui le autorità di vigilanza possono esercitare pressioni significative al fine di ottenere adeguamenti nella composizione degli organi.

9. Considerazioni conclusive: verso quale modello di banca “di mercato” vigilata?

La riforma del TUF e della disciplina delle società di capitali attuata nel 2026 si inserisce in un percorso di lungo periodo, che ha visto un progressivo avvicinamento tra diritto dei mercati, diritto bancario e diritto societario delle quotate. Il quadro che emerge è quello di un modello di banca sempre più “di mercato” – nel senso di intermediario profondamente inserito nelle dinamiche dei mercati dei capitali – e, al contempo, sempre più “vigilata” – nel senso di soggetto la cui operatività è sottoposta a un reticolo di regole, controlli e aspettative che incidono su strategie, organizzazione e *governance*.

⁴³ Sul progressivo spostamento dell'asse decisionale in tema di composizione degli organi bancari dal solo piano dell'autonomia societaria a quello delle aspettative delle autorità di vigilanza, v. G. GALLUCCIO, *La verifica di idoneità degli amministratori delle banche quotate “alla prova” del nuovo voto di lista*, in *Questa Rivista*, 2024, I, 169 ss., che mette in evidenza come le valutazioni di vigilanza possano incidere in concreto sulla nomina e sulla permanenza in carica degli esponenti.

La banca è chiamata a svolgere un ruolo attivo nella costruzione di mercati dei capitali efficienti e competitivi: accompagna le imprese nella quotazione, struttura OPA e altre operazioni straordinarie, partecipa alle infrastrutture di mercato, emette una gamma articolata di strumenti finanziari, innova l'offerta di prodotti e servizi per la clientela. Allo stesso tempo, deve garantire la protezione del risparmio, la stabilità dei propri bilanci, la resilienza dei sistemi di controllo e l'adeguatezza della governance, sotto la vigilanza di autorità nazionali ed europee che dispongono di poteri incisivi⁴⁴.

I *trade-off* che ne derivano sono evidenti:

- la spinta alla competitività e alla semplificazione delle regole per favorire l'accesso al mercato si confronta con la tendenza, difficilmente reversibile, verso una regolazione crescente e multi-livello dell'attività bancaria;

- l'autonomia statutaria delle società quotate si confronta con l'espansione delle aspettative regolatorie in materia di *governance*, composizione degli organi, remunerazioni, controlli interni⁴⁵;

- l'innovazione di prodotto e di canali distributivi si confronta con un quadro di *product governance* che, pur giustificato da esigenze di tutela, può determinare un irrigidimento delle scelte commerciali e una crescita dei costi di *compliance*⁴⁶.

Nel complesso, il modello che si delinea è quello di un operatore bancario strutturalmente chiamato a operare sul crinale tra spinta alla concorrenza sui mercati e intensificazione dei vincoli regolatori, con il rischio che l'accumulo di livelli normativi e di presidi di vigilanza

⁴⁴ Sul nesso tra riforma dei mercati dei capitali e obiettivi di stabilità e tutela del risparmio, v. P. ANGELINI, *Il risparmio gestito nel nuovo Testo unico della finanza*, intervento Banca d'Italia, 30 gennaio 2026, disponibile su www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio; G. VENEZIANO – D. MINNITI – C. GIOVETTI, *La riforma del TUF: le novità proposte per i mercati dei capitali*, in *dirittobancario.it*, 20 ottobre 2025.

⁴⁵ Cfr. L. SCHIUMA, *La disciplina dell'organo societario di controllo e il sistema dei controlli interni*, in AA.VV., *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, vol. II, Bologna, 2020, 2017 ss.

⁴⁶ Per una lettura critica dei *trade-off* tra disciplina di mercato e regolazione, M. KLAUSNER, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, in *Stan. L. Rev.*, 2013, 1325 ss.; A.R. PALMITER, *Securities Regulation*, New York, 2014, spec. 13 ss.; P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, cit., 12 ss.

finisca per comprimere gli spazi di effettiva autonomia strategica e di flessibilità operativa.

Sul piano dogmatico, resta aperta la questione se il nuovo TUF, letto in combinazione con il TUB e con la Legge Capitali, consenta di individuare un modello coerente di banca “di mercato”, ragionevolmente prevedibile e gestibile, o se, al contrario, la stratificazione di livelli normativi e regolatori rischi di accentuare la frammentazione e l’incertezza⁴⁷.

La risposta dipenderà in larga misura dalla capacità di dottrina, giurisprudenza e autorità di vigilanza di fornire chiavi interpretative che diano coerenza al sistema, nonché dalla capacità degli stessi istituti bancari di tradurre le prescrizioni in assetti organizzativi e prassi operative sostanziali, evitando approcci puramente formali. In questo quadro, il ruolo della riflessione scientifica appare cruciale: non solo per descrivere il nuovo assetto, ma per valutarne criticamente l’impatto sul modello di banca e, più in generale, sul rapporto tra mercati, intermediari e protezione del risparmio, suggerendo, ove necessario, linee di correzione di rotta al legislatore e alle autorità.

⁴⁷ Per una riflessione sul rapporto tra regole speciali delle banche e diritto societario – e, più in generale, sulla difficoltà di ricondurre ad unità un quadro di *governance* bancaria segnato da diritto europeo, vigilanza prudenziale e disciplina codicistica – v. A. MIRONE, *op. cit.*, 35 ss.