

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - M. PELLEGRINI
D. ROSSANO - M. SEPE - V. TROIANO

Supplemento al n. 3 /2024

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Comitato di Direzione

M. Andenas - F. Capriglione - M. Pellegrini - D. Rossano - M. Sepe - V. Troiano

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

N. Casalino - V. Lemma – C. Marasco

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno
essereriprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus
su altre proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, M. Brogi, R. Calderazzi, M. Clarich, R. Coccozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, G. C. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, S. Landini, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo.

Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai *referees* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione telematica da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarvisi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione.

In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli *standard* scientifici della Rivista.

Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Pubblicazione degli Atti del Convegno

“L’ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti
geopolitici” tenutosi nei giorni 24 e 25 ottobre 2024 presso il Complesso
Monumentale di Santa Chiara ed organizzato dall’Università degli Studi
di Napoli “Parthenope”

a cura di Diego Rossano

INDICE

PAOLO SAVONA – <i>Indirizzo di saluti</i> (Welcoming speech)	1
ROBERTO BOCCHINI – <i>Indirizzo di saluti</i> (Welcoming speech)	8
PAOLOEFISIO CORRIAS – <i>Indirizzo di saluti</i> (Welcoming speech)	13
DIEGO ROSSANO – <i>Presentazione</i> (Presentation)	18
FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Riflessioni introduttive</i> (Introduction)	26
VINCENZO TROIANO – <i>Su alcuni aspetti della regolamentazione europea in materia di finanza alternativa: originating credit funds e credit insurance</i> (On certain aspects of European Regulation in Alternative Finance: Originating Credit Funds and Credit Insurance).....	67
GIOVANNI LUCHENA – <i>La regolazione europea per le materie prime fra geopolitica, tutela dell’ambiente e sviluppo dell’economia</i> (The European regulation of raw materials between geopolitics, environmental protection, and economic development)	79
GENNARO ROTONDO – <i>La regolazione europea e italiana del crowdfunding. Un possibile “modello” di regolazione per gli strumenti di finanza alternativa?</i> (European and Italian regulation of crowdfunding. A possible regulatory “model” for alternative finance instruments?)	97

MARIATERESA MAGGIOLINO – <i>La globalizzazione finanziaria in crisi: tra neutralità economica e valori occidentali</i> (Financial Globalization in Crisis: between economic neutrality and western values)	111
FILIPPO SARTORI – <i>Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica</i> (ESG factors and local banks: critical issues and perspectives of a one- size- fits- all- model)	136
RENATO SANTAGATA DE CASTRO – <i>Investimenti temporanei in società e partecipazioni “autogestibili”</i> (Temporary investments and self-extinguishing shareholdings)	170
SARA LANDINI – <i>Liability driven investments delle compagnie, investimenti alternativi e strategie di sostenibilità</i> (Liability driven investments of companies, alternative investments and sustainability strategies)	209
MARCELLO MINENNA – <i>Dollaro, euro e yuan: tre valute globali in cerca di un equilibrio gravitazionale</i> (Dollar, euro and yuan: three global currencies in search of a gravitational balance)	219
RAINER MASERA – <i>Economia, società e scarsità: il nuovo mondo dei sistemi di infrastrutture e dell’intelligenza artificiale</i> (Economics, society and scarcity: the new world of systems of infrastructures and Artificial Intelligence (AI))	234
FILIPPO ANNUNZIATA – <i>Recenti sviluppi nella disciplina degli Oicr di credito</i> (Recent developments in the italian Credit Oicr framework)	257
ALBERTO URBANI – <i>Banche e ordinamento bancario alla prova della Capital Markets Union: alcune suggestioni</i> (Banks and banking regulation to the Capital Markets Union	

test: some suggestions)	278
VALERIO LEMMA – <i>Innovazione tecnologica e operatività finanziaria</i> (Technological innovation and financial operations)	290
MARCO SEPE – <i>La nuova disciplina antiriciclaggio nell’AML Package</i> (The new anti – money laundering discipline in the AML Package)	311
PATRIZIO MESSINA – <i>Il direct lending come strumento di finanza alternativa. Quali prospettive in ambito europeo</i> (Direct lending as an alternative finance tool. Which prospects in the European context)	332
ILLA SABBATELLI – <i>La finanza non bancaria: il ruolo del comparto assicurativo</i> (Non – bank finance: the role of insurance)	345
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – <i>Conclusioni</i> (Conclusions)	360

COMUNICAZIONI

ANNA MARIA PANCALLO – <i>La golden age della Finanza Alternativa: un’analisi in materia di private equity e venture capital alla luce del principio di sostenibilità</i> (The golden age of Alternative Finance: an analysis of private equity and venture capital in light of the principle of sustainability)	368
FRANCESCO ANGELO RE – <i>La cartolarizzazione come strumento di finanziamento alternativo per le imprese: spunti di riflessione alla luce di una recente pronuncia di legittimità</i> (Securitization as an Alternative Financing tool for businesses: reflections in light of a recent Supreme Court’s pronouncement)	385

ANTONIO DAVOLA – <i>La responsabilità sociale d’impresa ed il futuro della Climate Change Litigation: riflessioni a valle della decisione della Corte d’Appello dell’Aia nel caso Milieudefensie C. Royal Dutch Shell (Shell 2)</i> (Corporate Social Responsibility and Climate Change Litigation in the aftermath of the Court of appeal in The Hague’s ruling in Milieudefensie v. Royal Dutch Shell (Shell 2))	402
GIANFRANCO ALFANO – <i>Fattori ESG e adeguata composizione del Cda delle banche nel quadro della CRD VI</i> (ESG factors and suitable composition of banks’ boards within the CRD VI regulatory framework)	420
DANIEL FOÀ – <i>Sustainability – linked bonds: allineamento degli incentivi tra autonomia privata e vincoli normativi</i> (Sustainability – linked bonds: Aligning incentives through contractual agreements and regulatory constraints)	434
LORENZO RODIO NICO – <i>“Meritare” il credito nella governance digitale</i> (“Deserving” credit in digital governance)	459
STEFANIA CAVALIERE – <i>Alcune riflessioni sui mercati in evoluzione nell’era digitale</i> (Some thoughts on evolving markets in the digital age)	478
GABRIELLA GIMIGLIANO – <i>Le monete complementari come forme alternative di economia civile</i> (Community currencies as alternative forms of civic economy)	490
VITO BEVIVINO – <i>La predisposizione del contenuto degli stress test bancari al tempo della cronicità delle crisi. Il rilievo per gli assetti adeguati e la supervisione</i> (The preparation of the content of bank stress tests in times of chronic crises. The relevance for adequate regulation and supervision)	514

BANCHE E ORDINAMENTO BANCARIO ALLA PROVA DELLA CAPITAL MARKETS UNION: ALCUNE SUGGERZIONI *

*(Banks and banking regulation to the Capital Markets Union test:
Some suggestions)*

ABSTRACT: *La relazione propone alcune riflessioni traendo spunto dalla parsimonia di riferimenti al comparto bancario che si riscontra nei più recenti “pacchetti” di iniziative legislative volte a realizzare l’Unione europea dei mercati dei capitali, nonostante la centralità anche per le banche delle materie che vi vengono trattate e malgrado la stretta correlazione tra Capital Markets Union e Unione Bancaria. Sulla scorta di talune esemplificazioni concrete, si stigmatizza il rischio di uno sviluppo disarmonico dell’ordinamento finanziario nei rapporti tra le sue singole componenti.*

The article aims to put forward some thoughts drawing on the scant references in the recent legislative “packages” concerning the banking sector and relating to the European Capital Markets Union (despite its relevance for the banking industry and the close correlation between Capital Markets Union and Banking Union). On the basis of some concrete examples, the contribution points out the risk of disharmonious development of the financial system affecting the relationship between its sectoral components.

SOMMARIO: 1. Una brevissima cronistoria introduttiva: il progetto di Mercato Unico dei Capitali nell’Unione Europea e i “pacchetti” di proposte legislative per la sua realizzazione. – 2. La CMU “dimentica” le banche? La parsimonia di riferimenti diretti al settore bancario nelle iniziative legislative sin qui realizzate o avviate. – 3. CMU e sistema bancario. - 4. Il rischio di disarmonie regolamentari: un esempio di tema di trasparenza. – 5. (Segue) ... ed uno relativo all’assetto della supervisione.

* Contributo approvato dai revisori.

1. Come è noto, l'etichetta "CMU" – acronimo di *Capital Markets Union* – identifica una serie di iniziative in sede eurounionale volte a realizzare pienamente un mercato unico dei capitali nell'UE. In tal modo troverebbe finalmente compiuta attuazione l'obiettivo della libertà di circolazione dei capitali sancito a chiare lettere sin dal Trattato di Roma del 1958.

Si ricorderà che il merito della spinta iniziale è ascrivibile all'allora Presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker, il quale all'esordio del suo mandato, nel novembre del 2014, indicò la creazione di un mercato unico europeo dei capitali tra le priorità delle azioni della Commissione appena insediata; tant'è che venne da subito affidato uno specifico incarico con scadenza nel 2019 al Commissario per la Stabilità Finanziaria, i Servizi Finanziari e l'Unione dei Mercati Finanziari e che già nel 2015 la Commissione pubblicò un Libro Verde¹ avviando una consultazione per la realizzazione del progetto. Tralasciando l'elencazione che provvedimenti che sono scaturiti da quel primo piano d'azione, è qui sufficiente ricordare che nel 2020 ne ha fatto seguito un secondo² e che, di conseguenza, già a partire dal 2021 ogni anno la Commissione ha pubblicato dei "pacchetti" di proposte – più di qualcuna giunta all'approvazione definitiva – volti a dare seguito agli intenti dichiarati³.

¹ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde *Costruire un'Unione dei mercati di capitali*, COM(2015) 63 final del 18 febbraio 2015. A tale documento vennero affiancati due ulteriori documenti di consultazione, rispettivamente in materia di cartolarizzazione dei crediti e di revisione della disciplina sul prospetto informativo. In tema, v. C. OSSIG, *Capital Markets Union: Process and Priorities – A financial industry perspective*, in *The European Capital Markets Union*, a cura di A. Dombret e P.S. Kenadjian, Berlin/Boston, De Gruyter, 2015, p. 11 ss.; D. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 481 ss.

² Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final del 24 settembre 2020. Per una valutazione piuttosto critica del percorso compiuto fino a quella data, v. CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali: un avvio lento verso una meta ambiziosa*, Relazione speciale n. 25, 2020, reperibile all'indirizzo https://www.eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr20_25/sr_cmu_it.pdf.

³ In particolare, il 25 novembre 2021 la Commissione ha pubblicato un pacchetto comprendente quattro proposte legislative: 1) il punto di accesso unico per gli investitori (ESAP); 2) la revisione del regolamento relativo ai fondi di investimento europeo a lungo termine (ELTIF); 3) il riesame della direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi (GEFIA); 4) il riesame del regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR) e della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFid II); cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali – Risultati conseguiti un anno dopo il piano di azione*, COM(2021) 720 final. L'anno seguente, invece, il 7 dicembre lo stesso organo dell'Unione ha proposto un'ulteriore serie di misure tese a implementare ulteriormente la CMU, attraverso modifiche del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) [COM(2022) 697

L'ultimo di questi blocchi di iniziative legislative è datato 24 maggio 2023 e comprende due misure: una proposta di direttiva *omnibus* che modifica la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID), la Direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD), Solvency II, la Direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS) e la Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)⁴; una proposta di regolamento che modifica il Regolamento (UE) n. 1286/2014 c.d. PRIIPs (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*)⁵. Su queste il Consiglio ha raggiunto un accordo il 12 giugno di quest'anno, dopo che il 23 aprile precedente il Parlamento Europeo non aveva approvato in prima lettura la proposta di direttiva avviando in tal modo i negoziati interistituzionali noti come "trilogo".

Allo stato, non si ha invece notizia di un "pacchetto" in fase di elaborazione nel 2024, né d'altronde questo sembra profilarsi in questo scorcio d'anno se solo si scorre la *timeline* pubblicata sul sito del Consiglio⁶; ciò, probabilmente, anche in conseguenza del lungo travaglio per la nomina della nuova Commissione a seguito delle elezioni tenutesi nel mese di giugno.

2. Questa rapida e sommaria ricostruzione è funzionale ad alcune considerazioni che ne possono derivare.

La prima è finanche ovvia: non è affatto casuale che il processo in discorso abbia preso avvio nel 2015, giacché questo si pone in chiara linea di continuità con l'avvento dell'Unione Bancaria da poco sostanzialmente realizzata e scaturisce dall'intento, comune ai due percorsi di riforma, di rendere resilienti gli intermediari e i mercati finanziari europei (intesi in un'accezione ampia e onnicomprensiva) alle sfide poste dall'evoluzione del settore e che la crisi dalla quale in quegli anni si stava faticosamente

final], l'armonizzazione di taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza all'interno dell'UE al fine di aumentare l'efficienza e la prevedibilità dei quadri normativi, in particolare per quanto riguarda gli investimenti transfrontalieri [COM(2022) 702 final] e il varo di norme in materia di quotazione per le imprese, in particolare le piccole e medie imprese (PMI) [COM(2022) 760 final].

⁴ COM(2023) 279 final.

⁵ COM(2023) 278 final.

⁶ V. <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/capital-markets-union-explained/timeline-capital-markets-union-explained/>

uscendo aveva posto in evidenza in tutta la loro serietà e la loro pericolosità⁷. Una volta realizzata l'Unione Bancaria, era per molti versi naturale volgere l'attenzione al comparto contiguo della finanza, questa volta intesa in senso stretto. Tale ideale linea di continuità – che è però al contempo anche una sinergia – tra Unione Bancaria e Mercato Unico dei Capitali viene riconosciuta già nel Libro Verde del 2015 poc'anzi ricordato, nel momento in cui, ad esempio, afferma a chiare lettere che «*poiché intende spezzare il legame tra i dissesti delle banche e i debiti sovrani nella zona euro, l'Unione bancaria costituirà una piattaforma stabile per sostenere lo sviluppo di un'Unione dei mercati dei capitali in tutti gli Stati membri dell'UE*» e per converso che, «*Parimenti, una buona integrazione dei mercati dei capitali contribuirà alla resilienza dell'Unione economica e monetaria*»⁸.

Senonché, nonostante la crescente compenetrazione tra il settore bancario, quello assicurativo e quello finanziario in senso stretto, una banca non è un'impresa di investimento⁹, né quest'ultima è un'impresa di assicurazione, per cui occorre prestare molta attenzione a non trascurare le peculiarità proprie di ciascuna tipologia di intermediari e di attività. Ancora una volta siamo di fronte cioè ad uno dei dilemmi più complessi del diritto dell'economia di questi ultimi decenni, alla ricerca costante di un difficile equilibrio tra la creazione di un *level playing field* per garantire condizioni di parità concorrenziale tra giocatori dalle caratteristiche diverse l'uno dall'altro ma che si contendono un terreno di gioco parzialmente in comune, da un lato, e salvaguardia delle perduranti (o quanto meno residuali) specificità di ciascuna delle tre tradizionali componenti del sistema finanziario, dall'altro, con conseguenti riverberi di non poco conto anche sulla supervisione pubblica sul settore.

⁷ In tema di interrelazioni tra Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali v., ad es., D. SCHOENMAKER, *From Banking Union to Capital Markets Union, in The European Capital Markets Union: A Viable Concept and a Real Goal?*, cit., p. 37 ss. e R. EPSEIN – M. RHODES, *From governance to government: Banking Union, capital markets union and the new EU*, in *Competition & Change*, 2018, vol. 22(2), p. 205 ss.

⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, cit., Sezione 1.

⁹ Per un condivisibile richiamo in tal senso v. anche C. BRESCIA MORRA, *Che cos'è la banca oggi tra innovazione e regole europee*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di A. Brozzetti, Milano, 2023, p. 45 ss., partic. p. 51 ss.

Va detto che, almeno in origine, di ciò gli organismi dell'Unione si mostravano pienamente consapevoli, tant'è vero che nel Libro Verde del 2015 si leggono parole inequivocabili a questo riguardo: «*L'Unione dei mercati dei capitali non è l'Unione bancaria: mercati dei capitali di maggiore spessore necessitano di misure che differiscono dagli elementi fondamentali dell'Unione bancaria*»¹⁰. Colpisce però che se in principio i riferimenti espliciti al comparto bancario erano ricorrenti – solo per fare un esempio, visto che si tratta appunto del documento ufficiale che diede avvio al processo di unificazione dei mercati di capitali nell'Unione, in quello stesso Libro Verde ormai più volte ricordato il sostantivo “banca”, al singolare o al plurale, e il correlato aggettivo vengono impiegati per ben 54 volte in un testo di 30 pagine complessive – nelle più recenti proposte legislative questi termini scompaiono pressoché del tutto: una sola volta nella proposta di direttiva c.d. *omnibus* (e per di più in un *considerando*)¹¹ ed un'altra in quella di regolamento volto ad aggiornare il documento di informazione chiave (e nuovamente in un semplice *considerando*)¹².

È una parsimonia di riferimenti, questa, dovuta all'oggettiva specificità delle materie trattate nelle due proposte, o si può forse pensare che accanto a tale prima motivazione, comunque oggettiva e difficilmente revocabile in dubbio, vi sia sotteso il convincimento, forse lentamente autoalimentatosi nel corso di questi ultimi anni, che in fondo, una volta chiusa la partita dell'Unione Bancaria, quella riguardante i mercati dei capitali sia una partita affatto diversa, sino al punto da palesare, anzi, che la CMU si propone sempre più marcatamente di sviluppare canali di finanziamento alternativi all'intermediazione bancaria?

Questa seconda chiave di lettura appare più plausibile, tanto più alla luce dei

¹⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *ibidem*.

¹¹ Cfr. 38° *considerando* della *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/67 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, (COM) 2023 279, 2023/0167 (COD), nel testo del 7 giugno 2024.

¹² Cfr. 6° *considerando* della *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda l'ammodernamento del documento contenente le informazioni chiave*, (COM) 2023 278 final, 2023/0166 (COD), nel testo sempre del 7 giugno 2024.

diversi provvedimenti legislativi sin qui già approvati proprio nel quadro della *Capital Markets Union* e di cui tra l'altro, nell'ordinamento italiano, ora cogliamo i riverberi soprattutto nella recente c.d. legge capitali 5 marzo 2024, n. 21.

3. È tuttavia evidente che la CMU riguarda *direttamente* anche il sistema bancario, e non poco: innanzitutto perché le banche prestano servizi di investimento e di questi, invece, si occupano sì molti dei provvedimenti e delle proposte legislative inseriti nell'alveo del percorso che intende dare compimento alla libera circolazione dei capitali in tutti gli Stati dell'Unione Europea; in secondo luogo, anche perché la disintermediazione bancaria, che questi ricorrenti "pacchetti" non si limitano a riscontrare ma tendono piuttosto a favorire apertamente, impone alle banche di "pensarsi" rapidamente in modo nuovo, tanto più che anche sul diverso fronte tradizionale della prestazione dei servizi di pagamento il sistema bancario si trova a fronteggiare la concorrenza di nuove tipologie di operatori e di strumenti tecnologici innovativi che tendono a bypassare i canali di trasferimento del denaro che abbiamo sin qui conosciuto e che il fenomeno dell'*open banking* non fa che accelerare questo processo¹³. Insomma, come tutti sappiamo: gli spazi di specificità operativa tradizionali delle banche rappresentati, da un lato, dall'intermediazione creditizia e, dall'altro, dalla prestazione di servizi di pagamento tendono sempre più ad erodersi.

Ora, prescindendo dalle questioni di strategia aziendale, che ai fini che qui interessano possono essere lasciati sullo sfondo, anche dal punto di vista strettamente giuridico pare chiaro che una politica del diritto dell'economia che intenda essere lungimirante accompagnando i processi evolutivi in atto non possa pensare di assumere iniziative senza un'accorta visione di insieme. Il rischio è altrimenti quello di dar vita ad un ordinamento finanziario di dimensioni ragguardevoli come il mercato che intende regolare, ma che si muove in modo sordinato e sgraziato perché

¹³ Analoghe considerazioni, tra altri, in A. ANTONUCCI, *Proposte conclusive*, in *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, a cura di A. Brozzetti, Bologna, 2022, p. 110 s.; A. URBANI, *L'attività delle banche*, in *Il diritto bancario oggi: aspetti sostanziali e processuali*, a cura di F. Aratari e G. Romano, Milano, 2023, p. 28 s.

sommatoria di singoli provvedimenti i quali, per quanto inseriti in “pacchetti”, non tengono in considerazione – o almeno in adeguata considerazione – le interazioni tra profili intrinsecamente contigui perché di per sé riguardanti di volta in volta un ambito della finanza e non anche un altro.

Di nuovo, cioè, il legislatore dell’Unione Europea è chiamato non solo a disciplinare in modo uguale situazioni tra loro equiparabili e in modo diverso situazioni che viceversa manifestano differenze significative¹⁴, ma anche a tener conto del tramonto probabilmente definitivo della storica distinzione – almeno nei termini netti in cui l’abbiamo conosciuta sino a tempi non troppo lontani – tra “banca”, “finanza” e “assicurazione”, divenuta in più casi sfumata sino al punto da apparire talvolta persino evanescente anche per la scesa in campo del quarto nuovo tassello rappresentato dal magmatico mondo del FinTech¹⁵. Ciò, tra l’altro, anche ai fini di tutela di condizioni di parità concorrenziale tra i diversi attori del mercato¹⁶.

4. Scendendo dal piano delle enunciazioni di principio a quello delle scelte concrete, possiamo limitarci di seguito a due sole esemplificazioni delle disarmonie che potrebbero generarsi per effetto di un approccio regolatorio non adeguatamente coordinato con riguardo alle diverse articolazioni del mondo della finanza: una relativa all’ambito della trasparenza nell’offerta di prodotti e nella prestazione di servizi finanziari (ancora una volta, *lato sensu* intesi) e dunque incentrata su uno specifico (e ormai da tempo centrale) profilo di *attività* degli intermediari; una seconda, di impronta invece più marcatamente pubblicistica o, se si preferisce “*ordinamentale*”, riguardante l’assetto generale dei pubblici poteri di supervisione nel contesto evolutivo che ci occupa teso alla piena realizzazione di un mercato unico dei capitali (quindi

¹⁴ Per un richiamo in tal senso v. già F. CAPRIGLIONE, *Le «nuove frontiere» della vigilanza bancaria*, in *Mondo banc.*, 2000, n. 2, p. 16 e, da ultimo, anche in *Il controllo bancario, iter evolutivo*, nel *Manuale di diritto bancario e finanziario*³, a cura del medesimo, Milano, 2024, p. 149 ss.

¹⁵ Una riflessione in tal senso anche nel recentissimo, C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell’attività*⁴, Bologna, 2025, p. 45 ss.

¹⁶ Cfr. A. MINTO, S. PRINZ, M. WULFF, *A Risk Characterization of Regulatory Arbitrage in Financial Markets*, in *European Business Organization Law Review*, 2021, vol. 3, p. 1 ss.

anche di tutti i servizi che attengono alla finanza) a livello eurounionale.

Quanto al primo aspetto, una considerazione può trarre origine dalla proposta di direttiva *omnibus* del “pacchetto CMU” del 2023 che si propone di modificare, come si è riferito in apertura, ben cinque direttive (MiFID II, IDD, UCITS, AIFMD e *Solvency II*) nel quadro della c.d. *Retail Investment Strategy*, con l’avvertenza che la divergenza di vedute tra Commissione, Parlamento e Consiglio rende incerti i contenuti definitivi del provvedimento in gestazione, oltre che i tempi per la sua approvazione.

L’iniziativa legislativa parte dalla constatazione che la partecipazione ai mercati dei capitali nell’UE da parte degli investitori al dettaglio è condizionata negativamente dalla difficoltà di accedere ad informazioni affidabili, comparabili e facilmente comprensibili che possano favorire scelte consapevoli, ancor più in ragione dei rischi crescenti di effetti decettivi derivanti dalla fruizione di informazioni tratte dal *marketing* sui *social media* e dai *finfluencer*, cioè dagli *influencer* che promuovono prodotti finanziari; inoltre le analisi di mercato hanno attestato che non sempre la consulenza finanziaria persegue il miglior interesse (*best interest*) per l’investitore e che si riscontrano frequenti criticità circa il rapporto qualità-prezzo con riguardo ai prodotti offerti (c.d. *value for money*). Di qui la scelta di intervenire su più fronti principalmente in un’ottica di maggiore *trasparenza* delle informazioni, in particolare adeguando le regole di divulgazione, contrastando il *marketing* ingannevole, assicurando un effettivo valore aggiunto per gli investitori *retail*, sterilizzando quanto più possibile i conflitti di interesse dovuti al ricorso a meccanismi di incentivazione, rafforzando la cooperazione tra le autorità di vigilanza nell’intento di assicurare il rispetto della normativa su tutto il territorio dell’Unione.

Si riferisce tutto ciò solo per evidenziare come la proposta di direttiva mutui uno dei punti più rilevanti di questo progetto di riforma, ossia la regolamentazione basata sul principio *value for money*, dalla materia assicurativa¹⁷, dove viene impiegato

¹⁷ Per un cenno alla centralità del c.d. *value for money* in ambito assicurativo v. V. CARRIERO, *Le valutazioni dell’EIOPA sulle polizze assicurative del credito (CPI)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, p. 919, nt. 33.

dall'EIOPA come criterio orientativo per valutare l'assolvimento degli obblighi di *product governance* che la IDD impone alle imprese di assicurazione¹⁸; sempre assurgendo a modello, almeno in parte, la disciplina assicurativa, è altresì prevista l'implementazione di processi di *product testing* per valutare la congruità dei costi, anche mediante una comparazione con i prezzi di altri prodotti simili presenti sul mercato¹⁹. Nel caso di specie, questa ispirazione tratta dal comparto assicurativo può essere valutata con favore, essendo sensato che la regolamentazione della commercializzazione di prodotti che presentano diverse contiguità e che quindi pongono anche analoghe esigenze di protezione (nel caso specifico, il *value for money* dei prodotti offerti) si avvalga delle esperienze già maturate nel settore affine²⁰.

Alla luce delle considerazioni generali dalle quali siamo partiti, viene tuttavia spontaneo chiedersi se l'opportuno allineamento tra materia finanziaria e materia assicurativa che così si determina con riguardo a questo punto particolare non renderebbe parimenti consigliabile un'estensione, per così dire una "contaminazione", *mutatis mutandis*, anche ai prodotti bancari, in ordine ai quali pure si assiste talvolta a prezzi non adeguatamente correlati ai vantaggi economici ottenuti o ottenibili dal cliente mediante la fruizione di quel dato servizio. Beninteso: anche guardando al nostro ordinamento interno è da ritenere che la separazione, in materia di regole di trasparenza, che l'art. 23, comma 3, t.u.f. pone tra l'ambito della finanza in senso stretto e quello dei prodotti bancari sia un baluardo di chiarezza normativa e operativa da preservare, tanto più che la disciplina secondaria lo correda con i necessari criteri

¹⁸ Cfr. F. PETROSINO, *Riflessioni sulla Product Oversight and Governance alla luce delle Aspettative IVASS*, in *Assicurazioni*, 2024, p. 332 ss.; l'argomento viene più ampiamente trattato in ID., *Le regole di product governance nei mercati finanziari*, Torino, 2024, p. 114 ss.; per una specifica applicazione alle polizze *unit-linked* v. invece F. LA FATA, *Il value for money nei prodotti assicurativi: tra rischio demografico effettivo e disciplina dei costi e delle commissioni di gestione dei fondi*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2023, p. 301 ss.

¹⁹ Cfr. F. DI CARLO, D. GOBBO, *Retail investment package: il confronto su product governance, value for money e inducements*, in *dirittobancario.it*, 10 luglio 2024, par. 2.

²⁰ Sul tema delle affinità e delle differenze tra la disciplina della trasparenza nella distribuzione assicurativa nella prestazione dei servizi di investimento, anche con specifico riguardo al c.d. *value for money*, cfr. M. DE POLI, *Trasparenza e informativa nelle assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 2024, p. 13 ss.

orientativi quando ci si trovi di fronte a prodotti o servizi c.d. “composti”²¹; nondimeno, anche molti contratti bancari non sono più, sul piano concreto dei formulari proposti al pubblico, quelli cristallizzati dagli artt. 1834 ss. c.c. nel 1942 e pertanto non apparirebbe fuori luogo l’avvio di una riflessione tesa a valutare se, dopo i prodotti finanziari, anche per quelli bancari non possa essere opportuno mutuare qualche regola di trasparenza dal diritto delle assicurazioni in modo da evitare – qui in un ambito molto specifico – quelle progressioni scoordinate di normative contigue prima stigmatizzate.

5. Cambiando completamente angolo di osservazione e passando cioè a considerare, come anticipato, l’assetto della supervisione sui mercati finanziari nei termini in cui sembra configurarsi leggendo i diversi provvedimenti, già approvati o ancora allo studio, sin qui inseriti nei pacchetti che dovrebbero portare alla CMU, risulta di tutta evidenza che l’architettura generale della vigilanza in materia si prospetta molto diversa da quella che conosciamo in ambito bancario a seguito della *Banking Union*. Non pare infatti che all’orizzonte si prefiguri l’investitura di un’autorità centrale come la BCE supportata da autorità di vigilanza nazionali²², né, se si preferisce, l’adozione di un impianto sulla falsariga di quello in via di attivazione in ambito antiriciclaggio con l’istituzione dell’AMLA. Ciò in quanto da un lato sia l’ESMA che l’EIOPA trovano un loro corrispondente in ambito bancario nell’ABE piuttosto che nella BCE (non fosse altro che per la genesi che le accomuna nell’ambito della costituzione del SEVIF)²³, dall’altro tanto meno si profila la nascita di una nuova ulteriore autorità. La via intrapresa, piuttosto, è assai più modestamente quella ben conosciuta e roduta della collaborazione tra le autorità già operanti, collaborazione che molti delle

²¹ Cfr. BANCA D’ITALIA, *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, Disposizioni del 29 luglio 2009, da ultimo modificate (ma non per quanto qui interessa) con provv. dell’11 febbraio 2025, *passim*.

²² Per una critica argomentata a questa scelta organizzativa di fondo e per una valutazione articolata delle sue implicazioni cfr. M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l’armonizzazione normativa dopo la Capital Markets Union*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, p. 20 ss., partic. p. 57 ss.

²³ Si perdoni il continuo incrocio di acronimi!

iniziative legislative in questione si sforzano di ampliare e rafforzare, al più, *ratione materiae*, prefigurando implicitamente in quest'ambito un naturale ruolo preminente per l'ESMA²⁴.

Di qui, ancora una volta, la medesima domanda: si tratta di una scelta dettata dalle peculiarità ontologiche dei mercati finanziari rispetto al mondo delle banche oppure tende a prevalere la – tutto sommato comoda – vischiosità dello *status quo*?

La domanda è troppo complessa per essere sviscerata adeguatamente in questa sede e per la sua importanza non merita certo di essere sbrigativamente liquidata in poche battute. Pare però di poter dire che nel momento in cui l'armonizzazione del diritto dei mercati finanziari da “minima” è ormai divenuta “massima”, in cui gli stessi mercati regolamentati già si stanno caratterizzando per intrecci partecipativi delle società di gestione, in cui, soprattutto, ci si orienta con decisione verso l'unione del mercato dei capitali, sia contraddittorio rigettare la prospettiva anche di un assetto di vigilanza non più affidato soltanto – o quasi soltanto – allo strumento della collaborazione tra autorità nazionali o al più al ruolo di coordinamento regolamentare di ESMA ed EIOPA.

Non solo: tornando al tema dello sviluppo spesso distonico della regolamentazione rispettivamente bancaria, finanziaria e assicurativa, nel caso del comparto della finanza in senso stretto si ravvisano ancora meno ragioni per preservare il modello tradizionale imperniato sull'*home county control* di quanto può dirsi con riguardo alle banche, essendo di gran lunga attenuate quelle esigenze di contiguità territoriale tra autorità di vigilanza e soggetto vigilato al contrario – a mio avviso – ancora attuali in ambito bancario per quanto invece postergate con l'avvento della *Banking Union*.

²⁴ È interessante osservare, a questo riguardo, che sin dagli albori del progetto di *Capital Markets Union*, in risposta al Libro Verde della Commissione Europea ricordato in apertura, la *European Securities and Markets Authority* si dichiarò disponibile a giocare «*a role in the improvement of the surveillance of financial markets and activities in the EU*»: cfr. *ESMA response to the Commission Green Paper on Building a Capital Markets Union*, 13 maggio 2015, 2015/ESMA/856, n. 26. Sull'espansione dei poteri dell'ESMA nell'ambito della *Capital Markets Union* cfr. A. MAGLIARI, *La proposta di riforma delle autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2018, p. 391 ss.

Ancora una volta, pertanto, si profila l'eventualità che l'Unione dei mercati di capitali non venga colta anche come un'opportunità per rendere più armonioso l'incedere dell'ordinamento finanziario nel suo insieme, viceversa perpetuando opzioni che generano o che confermano dismetrie dei diversi "arti" della finanza, con tutto ciò che ne può conseguire sul piano delle dinamiche competitive interne al mercato. Ovviamente, non si tratta di un rischio che interessa soltanto le banche.

Se è consentito concludere con una battuta che sintetizza, pur nel quadro di un apprezzamento pieno e incondizionato al progetto di unificazione dei mercati finanziari nell'Unione Europea, il senso dei timori sin qui esposti: lasciamo Quasimodo – il mostro di Notre-Dame che sì ispira simpatia, ma anche un po' goffo e dal passo incerto – ai romanzi di Victor Hugo e ai cartoni animati della Walt Disney ed evitiamo di renderlo un'icona dell'ordinamento finanziario.

Alberto Urbani

*Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università "Ca' Foscari" Venezia*