

Diritto dell'economia e sviluppo economico. Un incontro di studi dedicato a Franco Belli

Il 7 novembre 2024 si è svolta presso la Facoltà di economia all'Università di Siena una tavola rotonda su "Diritto dell'economia e sviluppo economico", organizzata sulla scia della ricorrenza del decennale della scomparsa del prof. Franco Belli.

L'incontro di studi è stato coordinato dal prof. Fabio Merusi, professore straordinario di Diritto amministrativo nell'Università G. Marconi di Roma, e ha visto gli interventi: del prof. Filippo Sartori, professore ordinario di Diritto dell'economia nell'Università di Trento e presidente dell'ADDE; della dott.ssa Eliana Viviano, titolare della Divisione Famiglie e Mercato del Lavoro della Banca d'Italia (in sostituzione della dott.ssa Alessandra Perrazzelli, allora membro del Direttorio e Vice Direttrice Generale); del prof. Marco Lamandini, professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Bologna; della prof.ssa Antonella Sciarrone Alibrandi, Giudice della Corte costituzionale, professoressa ordinaria f.r. di Diritto dell'economia nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; del prof. Marcello Clarich, professore ordinario di Diritto amministrativo nell'Università degli Studi di Roma La Sapienza e della prof.ssa Paola Lucantoni, professoressa ordinaria di Diritto dei mercati finanziari nell'Università di Roma Tor Vergata;

Di seguito ne pubblichiamo gli atti, seguiti da una postfazione della prof.ssa Antonella Brozzetti, prof.ssa ordinaria di Diritto dell'economia nell'Università di Siena.

Introduzione

FABIO MERUSI

Molti di voi si saranno chiesti come mai sia io a presiedere un seminario di studi in cui si presenta una raccolta di studi per Franco Belli. Il

motivo è presto detto: io sono un sopravvissuto, non so se l'unico, ma uno dei pochi che ha avuto prima come allievo Franco, poi come vicino di stanza quando Franco diventò allievo del prof. Vitale, allora professore di Legislazione bancaria. Fu un periodo piuttosto agitato al quale partecipò attivamente anche Franco come *longa manus* di Vitale.

Il Monte dei Paschi aveva avuto l'originale idea di finanziare una nuova facoltà in linea con gli interessi di una grande banca, l'istituzione della prima facoltà di Economia e Banca, dedicata agli studi bancari e monetari. I docenti erano pressoché tutti incaricati, e ci si trovò a difendere la facoltà dagli intenti degli economisti di espellere, o ridurre la loro voce al minimo, i giuristi e i ragionieri. Stavamo allora al Palazzo del Capitano e le riunioni di facoltà si risolvevano quasi sempre in contrapposizione fra giuristi ed economisti che, a dir la verità, ce l'avevano soprattutto coi ragionieri e gli aziendalisti.

Ad un certo punto rimanemmo sostanzialmente in tre giuristi: io, Vitale e Franco. L'entrata di Franco come assistente di Vitale fu estremamente importante per i nostri studi perché Franco aveva conosciuto direttamente il funzionamento del sistema bancario e poteva quindi suggerirci il modo per contrastare gli economisti. Secondo loro la neonata e originale facoltà di Economia e Banca doveva diventare essenzialmente una facoltà di econometria, tant'è che periodicamente invitavano un professore giapponese che scriveva numeri incomprensibili alla lavagna. Al che rispondemmo essenzialmente con il senso dell'umorismo di Franco che sapeva tradurre in raccontini umoristici quel che accadeva alla lavagna. Poi il tempo passò, io e Vitale, in modi diversi, ce ne andammo via, anche gli econometristi se ne andarono via, e Franco rimase a dare il tono che si voleva dare alla neonata originale facoltà, quella di essere soprattutto una palestra per studi di diritto bancario e di economia della banca. E alla fine Franco diventò a pieno titolo il giurista della Facoltà.

E veniamo alla tavola rotonda, in cui si presenta una antologia di scritti in onore di Franco Belli.

C'è però un particolare che caratterizza questa riunione: il Convegno di studi per Franco si è tenuto l'anno scorso e i lavori sono stati pubblicati nel maggio scorso, cioè pochi mesi fa, cosa quasi straordinaria per una raccolta di studi. Ci si domanderà se c'era proprio bisogno di una tavola rotonda per discutere di un convegno e degli studi relativi tenuto poco tempo fa. La risposta è che il tempo si è accorciato a seguito della rivoluzione economica comunicativa per cui nel frattempo sono accaduti fatti nuovi che rendono opportuno rimeditare su una serie di fenomeni bancari che certamente avrebbero interessato anche Franco.

Un tempo ci si metteva secoli per passare dalla ruota al carretto o decenni per passare dalla macchina a vapore alla macchina elettrica, ora con la rivoluzione informatica comunicativa il tempo si è ristretto e una serie di avvenimenti sono accaduti, per esempio, dopo la pubblicazione dei lavori per Franco. Ad esempio una novità è il fenomeno della rivolta delle banche contro la Comunità Europea. Le associazioni bancarie di tre Paesi, l'Italia, la Germania e la Francia, hanno scritto ai competenti organi dell'Unione Europea una lettera in cui si dice che non sono in grado di accettare subito quanto previsto nel Regolamento di Basilea 3, puntualmente recepito dall'Unione Europea, e si chiede quanto meno di spostarne la data di applicazione, poiché le banche dei tre Paesi non sono in grado, nel momento attuale, di recepire una regolamentazione che impone alle banche una sorta di contabilità di Stato che di fatto "strangolerebbe" la concorrenzialità e l'apporto allo sviluppo economico delle singole banche dei Paesi dell'Unione. Proviamo ad immaginare quale sarebbe l'effetto esilarante della traduzione della lettera delle tre associazioni bancarie in versi come avrebbe fatto Franco. Forse il riso si sovrapporrebbe alle loro ambascie.

Ma non è questo il solo fatto nuovo intervenuto dopo la pubblicazione degli studi per Franco.

Un altro esempio: pochi mesi fa c'è stata una "prorompente" relazione di Savona alla Consob che ha proposto di trasformare i depositi bancari in investimenti, si suppone attraverso titoli, con la conseguenza che dovrebbe essere la Consob a controllare anche i depositi bancari. Suppongo che non tutti gli studiosi di diritto bancario concordino con questa idea.

Ma passando dagli avvenimenti istituzionali agli studi di fenomeni incidenti sul diritto bancario sempre Savona, questa volta assieme a Maserà, ha pubblicato una raccolta di studi che possiamo considerare una forma di contraltare alla edizione degli atti del Convegno per Franco. Dove si racconta, tra l'altro, che le criptovalute non sono moneta, ma titoli finanziari, sempre sottoponibili al controllo della Consob. Ma anche qui la realtà, come spesso accade, smentisce gli studiosi: le criptovalute sono un equipollente monetario e come tale possono sostituire la moneta. Se si fa un giro in Svizzera si scopre che si può prendere un caffè con un Bitcoin e che tutti accettano, come moneta, anche un Bitcoin *retail* perché anche il Bitcoin, come la moneta, è divisibile. Forse presto succederà anche in Italia? Ci sarà presto forse materia per un nuovo convegno ... nel quale le criptomonete saranno finalmente riconosciute dalla dottrina un equivalente monetario.

Ma procediamo con le relazioni previste nella nostra tavola rotonda.

Il diritto dell'economia europea alla prova della sostenibilità: regolazione, mercato, istituzioni

FILIPPO SARTORI

SOMMARIO: 1. Il diritto dell'economia tra sviluppo sostenibile e *governance* europea. – 2. Dalla CRD VI alla CRR III: l'inclusione dei rischi ESG nella vigilanza prudenziale. – 3. La CSRD e la *disclosure* di sostenibilità: tra finanza e responsabilità. – 4. L'architettura normativa sulla finanza sostenibile: profili di disciplina. – 5. *Less is more?* Ripensare la regolazione sostenibile tra effettività e legittimazione. – 6. Questioni di metodo e principio di proporzionalità. – 7. Inclusione e *governance*: la sfida della diversità di genere. – 8. Il consolidamento bancario paneuropeo: prospettive e ostacoli. – 9. Aiuti di Stato, innovazione e transizione sostenibile. – 10. La *Capital Markets Union* come leva per un nuovo sviluppo. – 11. Brevi considerazioni finali.

1. Il diritto dell'economia tra sviluppo sostenibile e *governance* europea.

Nel contesto odierno, il diritto dell'economia è chiamato ad affrontare una trasformazione che non ha precedenti per profondità e velocità. Un contesto che impone di recuperare, nel confronto con le nuove sfide, l'insegnamento di maestri come Franco Belli, che hanno saputo interpretare il diritto bancario come chiave di lettura dei mutamenti istituzionali ed economici.

Il tradizionale paradigma della regolazione, incentrato sull'equilibrio tra libertà di iniziativa economica e tutela dell'ordine pubblico, si confronta con una nuova serie di istanze che affondano le radici nei principi della sostenibilità ambientale, della coesione sociale e della qualità della *governance*. Si tratta di una metamorfosi che investe non solo gli strumenti tecnici della regolazione, ma il senso stesso della disciplina, la sua funzione politica e il suo orientamento culturale.

Sotto la spinta dei c.d. fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*), il diritto dell'economia europea si sta riposizionando lungo un asse strategico del tutto nuovo, volto a integrare in modo strutturale gli obiettivi ambientali e sociali nei meccanismi di funzionamento dei mercati e delle imprese.

Come ha ricordato Fabio Merusi in apertura dei lavori, il tempo dell'economia si è contratto a tal punto da richiedere un ripensamento imme-

diato dei meccanismi regolatori, investiti da eventi che mutano a ritmo accelerato e suscitano risposte istituzionali spesso disallineate rispetto ai bisogni del sistema.

Non si tratta di un semplice aggiornamento tecnico del quadro normativo, ma di una trasformazione profonda che incide sulle categorie fondative dell'ordine giuridico, ne orienta la grammatica e ne ridefinisce le finalità. In tale contesto, l'Unione Europea ha avviato un processo ambizioso di revisione delle regole che governano il mercato interno, con l'obiettivo di accompagnare le attività economiche verso un modello di sviluppo sostenibile, resiliente e inclusivo¹.

La strategia regolamentare dell'Unione non si è limitata alla definizione di obiettivi generali, ma ha investito in profondità l'architettura delle fonti. Basti pensare alla revisione della CRD VI e al CRR III, che rafforzano l'obbligo per gli enti creditizi di considerare i rischi finanziari connessi ai fattori ESG nell'ambito della vigilanza prudenziale; oppure alla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), che impone una *disclosure* più ampia e articolata sui rischi non finanziari (cfr. *infra*).

In tale contesto, il diritto dell'economia è chiamato a interrogarsi criticamente sulla tenuta dei propri strumenti tradizionali e sulla capacità della regolazione europea di bilanciare l'obiettivo della sostenibilità con quelli dell'innovazione, della concorrenza e della stabilità dei mercati. La sfida è tanto ambiziosa quanto delicata: si tratta, infatti, di evitare che l'evoluzione normativa, pur animata da finalità condivisibili, si traduca in un eccesso di vincoli procedurali, di "lacci e laccioli", tali da irrigidire il sistema, ostacolando anziché favorire i processi di trasformazione.

A tal fine, la qualità dell'osservanza delle regole giuridiche deve recuperare la sua dimensione istituzionale. Non si tratta di contestare la

¹ Il cuore dell'attuale agenda europea in materia di sostenibilità è rappresentato dal *Green Deal*, cui si collega l'*Action Plan* per la finanza sostenibile. Quest'ultimo si articola attorno a tre obiettivi strategici: *i*) orientare i flussi di capitale verso attività e investimenti sostenibili; *ii*) includere sistematicamente i rischi connessi ai fattori ESG nelle valutazioni prudenziali; *iii*) rafforzare la trasparenza delle attività economiche in relazione ai profili ambientali, sociali e di *governance*. Sul tema si veda, tra tanti, PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di Passalacqua, Milano, 2021, pp. 3 ss. Sulla collocazione della regolazione bancaria finora emanata nel secondo obiettivo si veda COLAERT, *The incorporation of environmental considerations in the regulation and supervision of prudential risks*, in *Treading softly: How central banks are addressing current global challenges* (a cura di ECB), pp. 96 ss, disponibile a <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-legal-conference-2023-proceedings.en.pdf>. 2023

dimensione normativa della regolazione finanziaria ma di valorizzarne la consapevolezza del valore che la sorregge. Solo in questa prospettiva, il “nuovo” diritto dell’economia può diventare una leva strategica di orientamento e promozione dello sviluppo, capace di conciliare istanze di lungo periodo con esigenze di flessibilità e adattamento.

2. Dalla CRD VI alla CRR III: l’inclusione dei rischi ESG nella vigilanza prudenziale.

La crescente centralità dei fattori ESG trova una delle sue manifestazioni più significative nell’evoluzione della normativa bancaria. In particolare, le modifiche introdotte dalla direttiva CRD VI e dal regolamento CRR III segnano un deciso passo avanti nella strutturazione di un sistema prudenziale che include i rischi ambientali, sociali e di *governance* nell’ambito della vigilanza degli enti creditizi².

La CRD VI, che modifica la direttiva 2013/36/UE, impone agli enti vigilati di integrare i rischi ESG nei propri processi interni di pianificazione strategica e di gestione del rischio, in linea con il c.d. Secondo Pilastro di Basilea. Tale integrazione non ha solo valore programmatico, ma si riflette concretamente nella costruzione dei meccanismi di governo societario, nella definizione delle strategie aziendali e nell’allocazione del capitale. Il legislatore europeo richiede dunque che i fattori ESG non siano considerati come un’area residuale o accessoria della gestione, ma entrino nel cuore della funzione prudenziale, incidendo sulla valutazione della solidità dell’intermediario e sulla sua resilienza nel lungo periodo³.

Parallelamente, il regolamento CRR III, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013, amplia in maniera significativa l’ambito della *disclosure* pubblica richiesta agli enti bancari, estendendo l’obbligo di informativa ESG non solo ai soggetti di maggiore dimensione, ma - progressivamente - a tutto il sistema bancario. La logica sottesa è duplice: da un lato,

² Sul tema si veda, *ex multis*: JOOSEN, *Prudential requirements for ESG Risks of banks*, in *Sustainable finance in Europe*, a cura di Busch et al., Springer, Switzerland, 2024, pp. 291 ss.

³ Alcuni temi sono già stati anticipati nella vigenza della CRD V; si veda in proposito RISO, *Which role for the prudential supervision of banks in sustainable finance?* in *Sustainable finance in Europe*, a cura di Busch et al., cit., pp. 278 ss; BINDER, *Prudential requirements framework and sustainability*, in *EBI Working papers*, n. 131, 2022.

garantire una maggiore trasparenza dei mercati rispetto all'esposizione ai nuovi rischi; dall'altro, promuovere una convergenza delle pratiche gestionali in chiave sostenibile, attraverso la pressione esercitata dagli investitori e dagli *stakeholder*. È evidente, in tal senso, il ruolo trasformativo che la disciplina sulla trasparenza mira ad assumere: non mero obbligo informativo, ma strumento conformativo degli operatori di mercato. Inoltre, l'art. 501 *quater* del CRR ha conferito all'EBA il compito di esaminare le modalità di integrazione dei fattori ESG nei rischi prudenziali tradizionali, con l'obiettivo di valutare l'opportunità di un rafforzamento patrimoniale degli enti creditizi. Su questo tema l'Autorità ha avviato i propri lavori con un *Discussion Paper* nel 2022, proseguiti poi con la pubblicazione del *Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework* (EBA REP/2023/34)⁴.

Nella prospettiva delineata, i fattori ESG vengono ricondotti entro le categorie tradizionali di rischio finanziario, assumendo rilevanza nella misura in cui incidano, direttamente o indirettamente, sulla posizione patrimoniale dell'ente creditizio⁵. Ciò non attenua, però, la portata innovativa dell'impianto regolamentare, che consente di estendere il perimetro della vigilanza prudenziale a rischi sistemici connessi a dinamiche esogene e di lungo periodo. I cambiamenti climatici, le disuguaglianze sociali, la qualità della *governance* aziendale cessano così di essere considerati fattori estranei al diritto bancario, per divenire componenti strutturali della sua dimensione prudenziale⁶.

Tuttavia, l'ambizione riformatrice di CRD VI e CRR III non è esente da criticità. L'integrazione dei rischi ESG solleva interrogativi delicati sul piano metodologico e operativo: la difficoltà nella misurazione e nella

⁴ JOOSEN, *Prudential*, cit., pp. 354 ss.

⁵ L'art 4 par. 1, n. 52 *sexies* ss. del regolamento UE/ 575/2013, modificato dal CRR III definisce i rischi ESG come il «rischio di effetti finanziari negativi per un ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali, sociali o di governance (environmental, social or governance — ESG) sulle controparti o le attività investite di tale ente. I rischi ambientali, sociali e di governance si concretizzano nelle categorie tradizionali dei rischi finanziari»

⁶ Sull'integrazione dei rischi ESG nella sana e prudente gestione si veda per tutti ALEXANDER e FISHER, *Banking regulation and sustainability*, 5 novembre 2018, disponibile presso: <https://ssrn.com/abstract=3299351> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3299351>; SEPE Sviluppo, *sostenibilità, sana e prudente gestione in ambito bancario*, in *Diritti e mercati nella transizione economica e digitale*, a cura di Passalacqua, cit., pp. 63 ss; LENER e LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, I, pp. 6 ss.; CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, pp. 168 ss.

comparabilità degli indicatori ESG, l'asimmetria informativa tra operatori, la scarsa disponibilità di dati omogenei e la molteplicità delle metriche di riferimento rischiano di compromettere l'effettività delle norme. Permane, insomma, il dubbio che, in assenza di una convinta cooperazione collettiva da parte dei soggetti regolati, tali obblighi si traducano in meri adempimenti formali, svuotati di significato strategico e inidonei a incidere realmente sui modelli di *business* e sulla struttura del mercato.

In definitiva, CRD VI e CRR III rappresentano un passaggio fondamentale nel processo di trasformazione del diritto bancario europeo, che tenta di ricondurre la logica della vigilanza prudenziale a una visione sistemica e responsabile dell'intermediazione finanziaria. Resta però aperta la sfida di costruire strumenti giuridici capaci di combinare efficacia regolatoria, flessibilità operativa e coerenza con le finalità di lungo periodo.

3. La CSRD e la *disclosure* di sostenibilità: tra finanza e responsabilità.

Su altro fronte, con l'adozione della CSRD – direttiva (UE) 2022/2464 – l'Unione Europea ha compiuto un salto di qualità nella costruzione di un sistema informativo improntato alla trasparenza e alla responsabilizzazione delle imprese rispetto agli impatti ambientali, sociali e di *governance*. La CSRD si inserisce in una strategia più ampia, volta a rafforzare l'infrastruttura normativa della finanza sostenibile, e si presenta come uno snodo fondamentale tra il diritto dell'economia e il diritto societario, nella misura in cui attribuisce alla rendicontazione non finanziaria un ruolo centrale nella *governance* aziendale e nella relazione tra impresa, mercato e società.

Rispetto alla precedente disciplina – la *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) – la CSRD introduce una serie di innovazioni rilevanti: amplia in modo significativo la platea dei soggetti obbligati, estendendo gli obblighi di *reporting* anche alle PMI quotate e alle grandi imprese non europee che operano nel mercato interno; rafforza i requisiti qualitativi e quantitativi della rendicontazione, imponendo che le informazioni siano verificabili, comparabili e accessibili; richiede l'adozione degli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) elaborati dall'*European Financial Reporting Advisory Group*, così da assicurare un livello elevato di armonizzazione a livello europeo.

L'obiettivo della riforma è di integrare la sostenibilità nelle decisioni aziendali, attribuendo ai fattori ESG un rilievo sostanziale e superando la logica della comunicazione volontaria. Nel disegno complessivo, la *disclosure* non è più solo un adempimento normativo, ma una leva stra-

tegica per la gestione del rischio⁷, la definizione delle scelte di lungo periodo⁸ e la credibilità dell'impresa. L'impatto è anche sistemico: la CSRD rafforza, infatti, l'allineamento tra capitale e sostenibilità, costruendo un'infrastruttura fiduciaria che accresce la solidità del mercato europeo e ne valorizza l'attrattività internazionale.

Non mancano, anche in questo contesto, profili critici, che riprendono *mutatis mutandis* quelli testè segnalati. In primo luogo, l'onerosità degli adempimenti previsti dalla direttiva rischia di penalizzare le imprese di minori dimensioni, esponendole a un *burden* regolamentare non sempre proporzionato alla loro capacità operativa. In secondo luogo, permane il rischio che la *disclosure* di sostenibilità si traduca in una pratica formalistica, incapace di influenzare realmente i processi decisionali se non sostenuta da un cambiamento profondo nelle logiche di governo e nella cultura organizzativa delle imprese.

Un profilo, questo, che troverà un ulteriore approfondimento nell'intervento di Antonella Sciarrone Alibrandi, là dove riconduce i principi ESG al tessuto costituzionale, evidenziando come la sostenibilità rappresenti da sempre una dimensione della funzione sociale dell'economia.

4. L'architettura normativa sulla finanza sostenibile: profili di disciplina.

La disciplina europea in materia di finanza sostenibile si è sviluppata, negli ultimi anni, in modo rapido e stratificato, dando origine a un *corpus* normativo che si affianca – e in parte si sovrappone – alla regolazione finanziaria tradizionale. Al centro di questo impianto si collocano due

⁷ M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informazione sulla sostenibilità* in *Analisi giur. econ.*, 2022, pp. 180 ss; SIRI e ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori* in *Banca, impresa, soc.*, 2020, pp. 3 ss; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, pp. 992 ss; S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 974 ss.

⁸ In questi termini, STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, p. 157; TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci e altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 27; ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 14; PORTALE, *Diritto societario tedesco e italiano in dialogo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 605; S. BRUNO, *Dichiarazione*, cit., p. 1003.

testi fondamentali: il Regolamento (UE) 2019/2088 sull'informativa di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) e il Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. *Taxonomy Regulation*), che definisce un sistema unificato di classificazione delle attività economiche considerate sostenibili.

Lo SFDR impone agli attori dei mercati finanziari – gestori di fondi, consulenti, assicuratori, imprese di investimento – obblighi di trasparenza sull'integrazione dei fattori ESG nei processi decisionali e nei prodotti offerti⁹. L'obiettivo è contrastare il rischio di *greenwashing* e consentire agli investitori scelte coerenti con i propri valori¹⁰.

Il *Taxonomy Regulation*, invece, introduce una classificazione uniforme delle attività economiche sostenibili, fondata su criteri tecnico-scientifici comuni a livello europeo. Stabilisce sei obiettivi ambientali (tra cui la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici) e richiede che un'attività, per essere considerata sostenibile, contribuisca in modo sostanziale ad almeno uno di essi, senza compromettere gli altri (principio del “*do no significant harm*”). È un intervento ambizioso che mira a delimitare in modo oggettivo l'ambito della finanza *green*, evitando approcci discrezionali o autoreferenziali¹¹.

Nel loro insieme, SFDR e *Taxonomy Regulation* rappresentano un'evoluzione importante: la sostenibilità non è più considerata elemento esterno alla logica finanziaria, ma parte integrante della struttura del mercato. La finanza è chiamata a svolgere un ruolo attivo nella transizione ecologica, orientando risorse verso attività e modelli imprenditoriali coerenti con obiettivi di lungo periodo.

Permangono, tuttavia, elementi di fragilità strutturale. La pluralità di fonti normative e standard applicativi, spesso privi di coordinamento sistematico, rischia di generare discontinuità interpretative e difficoltà

⁹ BUSCH, *Sustainability disclosure in the EU financial sector*, in *Sustainable finance in Europe*, a cura di Busch et al., cit., 2024, pp. 565 ss.

¹⁰ In materia di *greenwashing* nel mercato finanziario, si veda ESMA, *Final Report on Greenwashing*, 4 giugno 2024, ESMA36-287652198-2699. In letteratura, ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, pp. 601 ss; SCIARRONE ALIBRANDI, FRIGENTI e SCHNEIDER, *Conduct risk as a possible approach for enhancing ESG related risks awareness and management*, EUSFIL working paper, n. 4, 2024, pp. 9 ss, in cui il *greenwashing* viene inquadrato come rischio di condotta.

¹¹ GORTSOS e KYRIAZIS, *The Taxonomy*, cit., 2024, pp. 505 ss; sulle particolarità di questo strumento normativo rispetto agli accordi internazionali si veda ZETZSCHE, BODELLINI e CONSIGLIO, *The EU Sustainable Finance Framework in Light of International Standards*, 2021, disponibile a SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3984511>.

applicative per gli operatori. A ciò si aggiunge la mancanza di definizioni giuridiche compiute per concetti essenziali – come quello di “investimento sostenibile” – che alimenta zone d’ombra e margini di ambiguità.

Ma è sul piano culturale che si gioca, anche su questa latitudine, la sfida più rilevante: la tenuta dell’intero impianto dipenderà dalla capacità di superare una logica meramente prescrittiva e di radicare, nei comportamenti economici, una visione autenticamente orientata alla sostenibilità.

5. *Less is more?* Ripensare la regolazione sostenibile tra effettività e legittimazione.

Nel quadro normativo brevemente tracciato, uno dei nodi centrali è rappresentato dalla tensione tra le finalità di lungo periodo connesse alla transizione sostenibile e le esigenze immediate di competitività e stabilità dei mercati. La regolazione si muove oggi entro un perimetro concettuale più ampio e ambizioso, nel quale i tradizionali obiettivi di efficienza e tutela sistemica si intrecciano con istanze valoriali, spesso non perfettamente allineate alle logiche economiche prevalenti.

La stessa Commissione europea ha affermato con chiarezza che il *Green Deal* e la strategia per la sostenibilità non possono essere attuati senza una profonda riconfigurazione del mercato. Tuttavia, le esperienze concrete mostrano come l’introduzione delle nuove regole incontri ostacoli significativi, non solo sul piano tecnico, ma anche su quello politico ed economico. In questa prospettiva, Fabio Merusi ha efficacemente segnalato come alcuni recenti sviluppi normativi abbiano alimentato il rischio che la regolazione bancaria derivi verso forme di pianificazione economica, alterando gli equilibri concorrenziali e riducendo l’autonomia del sistema.

L’esempio del settore *automotive* è emblematico: normative ambientali molto stringenti, giustificate da obiettivi climatici condivisi, hanno determinato effetti distorsivi sulla filiera produttiva tradizionale, generando costi elevati di adeguamento tecnologico, impatti occupazionali e disallineamenti concorrenziali rispetto a operatori extraeuropei soggetti a regole meno vincolanti.

Ciò solleva una questione di fondo: in che misura è possibile sostenere una transizione economica coerente con i principi ESG senza compromettere, nel breve e medio periodo, la capacità competitiva delle imprese europee? E, correlativamente, quale deve essere il ruolo della

regolazione: accompagnare il cambiamento o guidarlo con strumenti rigidi e uniformi, anche a costo di produrre effetti selettivi?

Il rischio, già visibile in settori come quello bancario e finanziario, è quello di un disallineamento tra le finalità normative e le condizioni effettive di funzionamento del mercato. Quando le regole vengono percepite come astratte o sproporzionate, la *compliance* tende a ridursi a un esercizio burocratico, incentrato sull'adempimento formale, senza una reale incidenza sui modelli decisionali. La crescente mole di obblighi informativi, metriche di rendicontazione, requisiti organizzativi e standard tecnici può indurre soprattutto le imprese di minori dimensioni ad approcci difensivi, volti più alla minimizzazione del rischio regolatorio e di vigilanza che alla trasformazione strategica.

Questa deriva è il riflesso di una regolazione che privilegia criteri quantitativi standardizzati a scapito della valutazione qualitativa. In tal modo, la sostenibilità rischia di divenire un'etichetta, e la stessa nozione di "*compliance ESG*" finisce per smarrire la sua dimensione più autentica. È il sintomo di un corto circuito culturale: il diritto, anziché esprimersi come ordinamento istituzionale condiviso, fondato sulla consapevolezza diffusa del valore che ne legittima le prescrizioni, viene percepito come complesso eteronomo di comandi da osservare per evitare sanzioni. Una regressione che ne indebolisce la legittimazione e ne compromette la funzione regolatoria.

Per evitare che l'ambizione della transizione sostenibile si traduca in un aggravio normativo privo di effettività, appare allora necessario un ripensamento complessivo dell'attuale *framework* regolamentare.

L'intreccio crescente tra norme vincolanti e strumenti di *soft law* ha infatti generato un assetto ibrido, nel quale i confini tra prescrizione, indirizzi di *soft law* e vigilanza risultano progressivamente sfumati, a pregiudizio della chiarezza e della certezza del diritto. In tale contesto, l'obiettivo non può consistere in una mera proliferazione di regole, ma deve orientarsi verso un processo di razionalizzazione, semplificazione e innalzamento qualitativo del quadro esistente¹². Un ritorno alla regolazione *principle-based* rappresenta in questa prospettiva una possibile via di equilibrio: essa consente di valorizzare la responsabilità degli operatori e

¹² Sulle aporie che si creano dal mancato coordinamento tra diversi testi normativi, si veda LAMANDINI, MUÑOZ e SIRI, *The Current Implementation of the Sustainability-Related Financial Disclosures Regulation (SFDR)*, University of Genoa EUSFiL Law Research Working Paper Series No. 29, 2024 disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5042850> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5042850>.

di rafforzare la capacità selettiva delle autorità competenti, senza rinunciare alla tutela degli interessi generali.

Beninteso: semplificare non equivale a deregolamentare, bensì a costruire un sistema più leggibile, coerente e funzionale agli obiettivi di lungo periodo.

6. Questioni di metodo e principio di proporzionalità.

Nel dibattito sulla sostenibilità e sulla trasformazione dei mercati finanziari europei, il principio di proporzionalità assume un rilievo centrale, specie nel settore bancario, dove l'intensità e la complessità della regolazione si infrangono con una realtà operativa fortemente diversificata. La disciplina europea riconosce formalmente tale principio – richiamandolo sia nelle direttive europee che nei documenti di indirizzo delle autorità di settore – ma la sua applicazione concreta si dimostra ancora parziale e, spesso, insufficiente.

La proporzionalità dovrebbe garantire che gli obblighi regolatori siano declinati in funzione della natura, dimensione, complessità e profilo di rischio dell'ente regolato. Si tratta di una clausola di razionalità sistemica, volta a impedire che la disciplina si applichi in modo indistinto a realtà profondamente diverse tra loro. Tuttavia, nella prassi applicativa, si osserva una tendenza verso interpretazioni rigidamente quantitative: i requisiti vengono graduati sulla base di soglie dimensionali o patrimoniali, senza tenere adeguatamente conto delle specificità qualitative, ad esempio legate al modello di *business*, alla territorialità, alla struttura operativa o alla funzione svolta nel tessuto economico locale¹³.

L'affermarsi di modelli valutativi rigidamente basati su soglie, punteggi e indicatori numerici sta erodendo lo spazio per una lettura qualitativa

¹³ Cfr., anche, JOOSEN e LEHMANN, *Proportionality in the Single Rule Book*, in *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, eds. by Chiti e Santoro, London, 2019, p. 68; FERRARINI, *Compensation in Financial Institutions. Systemic Risk, Regulation, and Proportionality*, in *Governance of Financial Institutions*, a cura di Busch, Ferrarini e G. van Solinge, 2019, pp. 280 ss. Rispetto all'ancoraggio di alcune norme di proporzionalità alla categoria dell'ente piccolo e non complesso si veda ANTONUCCI, *Despecializzazione e principio di proporzionalità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2014, pp. 248 ss.; JOOSEN et al., *Stability, Flexibility and Proportionality: Towards a Two-Tired European Banking Law?*, in *EBI Working Paper Series*, 2018, p. 7.

delle realtà economiche, proprio nel momento in cui le trasformazioni in corso richiederebbero maggiore sensibilità ai contesti.

L'applicazione dei principi ESG, ad esempio, implica valutazioni complesse, non riconducibili a schemi univoci: la coerenza tra dichiarazioni di sostenibilità e pratiche operative, l'effettiva integrazione dei fattori ambientali e sociali nella *governance*, la tenuta dell'equilibrio tra *performance* finanziaria e impatto collettivo sono dimensioni che sfuggono, per loro natura, alla misurazione standardizzata.

Questo limite è particolarmente evidente nel caso delle banche di piccole e medie dimensioni, in particolare quelle a vocazione mutualistica o territoriale, che si trovano a operare sotto il peso di adempimenti pensati per istituzioni sistemiche, senza che vi sia una reale distinzione tra necessità di stabilità macroprudenziale e sostenibilità organizzativa.

Il risultato è una limitazione della capacità operativa e strategica di questi soggetti, con un impatto diretto sulla qualità del credito e sull'accesso ai finanziamenti per le imprese minori, spesso già penalizzate da condizioni di contesto sfavorevoli¹⁴.

Non si tratta di invocare regimi derogatori, né di mettere in discussione gli obiettivi generali della vigilanza bancaria europea, ma di affermare con maggiore decisione un criterio differenziato di regolazione e vigilanza, capace di tenere conto della funzione economica e del radicamento territoriale di determinati intermediari. In questa prospettiva, la proporzionalità non è solo un'esigenza tecnica, ma una questione di metodo e di equilibrio istituzionale. È lo strumento che consente alla regolazione di essere incisiva senza diventare punitiva. La sua piena attuazione richiede però un cambiamento culturale profondo, sia da parte delle autorità di vigilanza, chiamate a una maggiore capacità valutativa, sia da parte del legislatore, che dovrebbe evitare modelli normativi eccessivamente rigidi.

7. Inclusione e *governance*: la sfida della diversità di genere.

Nel più ampio processo di rinnovamento che investe la *governance* finanziaria e societaria europea, la questione della diversità di genere nei *board* e negli organi decisionali si è progressivamente affermata come

¹⁴ Mi sia consentito richiamare SARTORI, *Fattori ESG e Impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. 3.

elemento strategico, non solo in termini di equità rappresentativa, ma anche di efficienza, gestione del rischio e qualità della *leadership*¹⁵. Numerosi studi empirici confermano che una composizione eterogenea degli organi apicali è in grado di migliorare la capacità di analisi, ampliare le prospettive decisionali e accrescere la sensibilità verso tematiche ESG, rafforzando nel complesso la resilienza organizzativa¹⁶.

Come avrà modo di evidenziare Eliana Viviano nella sua relazione, tale sensibilità costituisce non solo un fattore di equità e inclusione, ma un presupposto di crescita economica sistemica, capace di controbilanciare gli effetti della denatalità e della riduzione strutturale della forza lavoro femminile.

L'Unione Europea ha fatto propri questi obiettivi, adottando una serie di strumenti normativi e di *soft law* volti a promuovere una presenza femminile più significativa nei vertici aziendali, a partire dalla raccomandazione 2014/208/UE sino alla recente direttiva 2022/2381 sulla rappresentanza equilibrata nei consigli di amministrazione delle società quotate. Tuttavia, l'impianto regolatorio attuale rimane fortemente focalizzato su misure di tipo formale, come l'introduzione di quote minime o l'obbligo di motivazione in caso di composizione non equilibrata, senza che vi sia un intervento strutturale sulle condizioni che ostacolano l'effettiva partecipazione delle donne ai ruoli apicali.

In questo senso, la *gender diversity* rischia di essere trattata come un obiettivo "a sé stante", da perseguire mediante strumenti distinti rispetto a quelli della sostenibilità e della responsabilità sociale d'impresa. Tale impostazione non coglie nel segno, perché prescinde dalla natura sistemica del problema: la scarsa inclusione di genere non è solo una questione di rappresentanza, ma un sintomo di un più generale difetto di pluralismo nei modelli decisionali e nei criteri di selezione del merito.

Là dove le politiche di sostenibilità vengono effettivamente integrate nella cultura aziendale, l'equilibrio di genere emerge non come imposizione normativa, ma come espressione coerente di una *governance* aperta, consapevole e orientata al lungo termine. Anche sotto questo

¹⁵ ATRIPALDI, GILA, MUSCO e SAUERWALD, *La diversità di genere nelle dichiarazioni non finanziarie delle banche italiane* in *Questioni di Economia e Finanza Banca d'Italia*, n. 671, 2022, disponibile presso https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0671/QEF_671_22.pdf, esplora come le banche italiane hanno affrontato il tema della diversità ed inclusione nella propria Dichiarazione Non Finanziaria.

¹⁶ Sul tema, di recente si veda anche PELLEGRINI, *Sostenibilità, finanza, inclusione sociale: una prospettiva di "feminist legal theory"*, in *Riv. corp. gov.*, 2024, pp. 779 ss.

profilo, l'intervento di Eliana Viviano ha efficacemente mostrato come le politiche aziendali *family-friendly* e la trasparenza retributiva possano contribuire a una migliore allocazione del capitale umano, promuovendo percorsi di *leadership* femminile basati sul merito e sulla valorizzazione di competenze spesso trascurate. In altre parole, la parità non è il fine, ma l'indicatore di un sistema che funziona. Al contrario, nei contesti in cui la *compliance* si limita al soddisfacimento di soglie formali, la diversità tende a essere vissuta come un vincolo burocratico e spesso mal tollerato.

La sfida, pertanto, non consiste tanto nell'introdurre ulteriori obblighi o percentuali, quanto nel collegare la questione di genere ai principi generali della regolazione economica sostenibile: trasparenza, responsabilità, partecipazione.

8. Il consolidamento bancario paneuropeo: prospettive e ostacoli.

Tra le sfide più complesse e strategiche per l'Unione Europea si colloca quella del consolidamento bancario su scala paneuropea, che rappresenta non solo un progetto di integrazione finanziaria, ma anche un banco di prova per la tenuta del modello economico e istituzionale europeo nel suo insieme. Come avrà modo di osservare Marco Lamandini nel suo intervento, il consolidamento non rappresenta solo una leva per l'integrazione finanziaria, ma una preconditione essenziale per costruire una vera sovranità economica europea, in grado di sostenere il modello sociale e produttivo dell'Unione nel nuovo contesto globale.

Il completamento dell'Unione Bancaria, dopo l'introduzione del Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) e del Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM), resta tuttora incompiuto, in larga misura per l'assenza del terzo pilastro: un sistema europeo di assicurazione dei depositi che, affiancandosi alle garanzie nazionali, assicuri una rete di protezione comune¹⁷.

Le ragioni di questo stallo non sono esclusivamente tecniche. Esse affondano le radici in una persistente resistenza politica e culturale all'idea di mutualizzazione dei rischi, che continua a incontrare opposizione

¹⁷ In materia si veda CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013; *European Banking Union*, a cura di Busch e Ferrarini, Oxford University Press, 2015.

in alcuni Paesi membri, timorosi di dover sostenere eventuali dissesti bancari altrui.

Un consolidamento bancario efficace – che porti alla formazione di gruppi transnazionali solidi, diversificati e resilienti – potrebbe contribuire in modo significativo a ridurre i rischi sistemici, rafforzare l’offerta di credito e facilitare la gestione macroprudenziale in situazioni di crisi¹⁸. Tuttavia, questo processo solleva anche interrogativi non secondari sul piano della concorrenza, della diversità dei modelli bancari e della distribuzione territoriale del credito¹⁹.

In particolare, una spinta eccessiva verso l’accentramento potrebbe determinare la marginalizzazione di forme bancarie “di prossimità” – tipiche dei sistemi nazionali – che svolgono un ruolo essenziale per le PMI, l’economia locale e la coesione sociale²⁰. Il rischio, insomma, è che il consolidamento, se non accompagnato da adeguate garanzie di pluralismo istituzionale, accentui la concentrazione del potere di intermediazione, riducendo l’accesso al credito e aumentando la dipendenza delle economie periferiche da dinamiche decise altrove²¹.

Dal punto di vista normativo, si pone quindi l’esigenza di definire un equilibrio tra armonizzazione e differenziazione, tra uniformità delle regole e valorizzazione delle specificità operative e culturali. Un’esigenza che, come illustrerà Marco Lamandini, richiede il superamento di ostacoli normativi e prudenziali tuttora persistenti, che limitano la possibilità di operare come gruppi transfrontalieri integrati, vanificando nei fatti la logica stessa dell’Unione bancaria.

¹⁸ Sul *favor* mostrato dalle autorità di settore europee verso l’ente creditizio di grandi dimensioni si veda SEPE, *Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, pp. 74 ss. Con riferimento a studi che hanno ad oggetto l’efficienza e il rendimento degli istituti di credito alla luce delle loro dimensioni e dispersione geografica si veda BONACCORSI DI PATTI e CIOCCHETTA, *Economies of Scale Revisited*, in *Questioni di economia e finanza Banca d’Italia*, n. 568, 2020.

¹⁹ Esplicito in tale senso G.L. GRECO, *Per una lettura alternativa della proporzionalità nella regolazione bancaria europea*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di Brozzetti, Milano, 2023, p. 131.

²⁰ Sul ruolo anticiclico delle banche di prossimità, si veda MACRÌ, *Bcc e mutualità alla luce della riforma del gruppo bancario cooperativo*, in *Giur. comm.* I, 2019, pp. 867 ss.

²¹ SANTAGATA, *“Coesione” ed autonomia nel Gruppo Bancario Cooperativo*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016*, a cura di Cardarelli, Torino, 2017, pp. 95-96; URBANI, *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 124.

In questa prospettiva, un modello europeo di sistema bancario non può fondarsi su un'unica tipologia di intermediario dominante, ma deve riconoscere la legittimità e la funzione complementare di banche grandi e piccole, generaliste e specializzate, locali e transnazionali.

Il consolidamento, allora, non è solo una questione industriale, ma un progetto politico: riguarda il modo in cui l'Europa intende costruire il proprio spazio finanziario comune e, più in generale, il tipo di economia che vuole promuovere. Non si tratta di scegliere tra banche universali e banche di territorio, ma di trovare un assetto pluralistico che permetta di valorizzare la stabilità sistemica senza sacrificare la diversità funzionale e istituzionale degli operatori.

9. Aiuti di Stato, innovazione e transizione sostenibile.

Nel quadro delle politiche europee per lo sviluppo sostenibile, il tema degli aiuti di Stato assume una rilevanza crescente, ponendosi al crocevia tra esigenze di rilancio industriale, vincoli concorrenziali e obiettivi climatici. L'ambizione di guidare la transizione ecologica e digitale implica, inevitabilmente, un maggiore intervento pubblico in economia, volto a sostenere settori strategici, mobilitare investimenti e mitigare i costi dell'adattamento tecnologico e sociale. Questo intervento, tuttavia, deve confrontarsi con il principio – cardine dell'ordinamento europeo – della libera concorrenza nel mercato interno, che considera gli aiuti statali come eccezioni da valutare con particolare rigore²².

Le nuove *Linee guida sugli aiuti di Stato per il clima, l'ambiente e l'energia* (CEEAG) adottate dalla Commissione nel 2022, rappresentano un tentativo di riordinare e aggiornare il quadro delle compatibilità tra intervento pubblico e disciplina della concorrenza, alla luce dei nuovi obiettivi del *Green Deal* europeo. Le CEEAG riconoscono esplicitamente che, per raggiungere la neutralità climatica e sostenere la transizione, è necessario ampliare le possibilità di intervento degli Stati membri, ren-

²² Sul tema si veda sull'interventismo del legislatore europeo nell'economia per favorire la transizione, AMMANNATI e CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, p. 136; rispetto all'inquadramento dell'intervento nella disciplina degli aiuti di stato si veda in particolare di recente LUCHENA, *Il governo degli aiuti di stato in un'economia in transizione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, pp. 53 ss.

dendo più flessibile il sistema autorizzatorio e prevedendo deroghe più ampie nei settori chiave: energie rinnovabili, idrogeno verde, economia circolare, mobilità sostenibile, digitalizzazione.

Tale apertura è senz'altro significativa, ma solleva almeno due ordini di problemi. Il primo è di tipo sistemico: la maggiore tolleranza verso gli aiuti rischia di tradursi in una frammentazione normativa e competitiva, con disparità crescenti tra Stati membri in grado di sostenere finanziariamente le proprie imprese e Stati con margini fiscali più ristretti. Il secondo problema è di ordine definitorio: la nozione di “transizione sostenibile” – pur centrale nelle CEEAG – rimane in parte indeterminata, soprattutto quando si tratta di valutare l'ammissibilità di aiuti a settori tradizionalmente energivori o tecnologicamente maturi.

Come avrà modo di osservare Marcello Clarich, è proprio l'eterogeneità del quadro geopolitico a richiedere una revisione della politica europea sugli aiuti di Stato, a fronte di una concorrenza globale *«falsata da parte di imprese che godono di sovvenzioni e di altre forme di sostegno pubblico nei propri Paesi di origine»*.

Le cosiddette “imprese della transizione” – ovvero quelle che operano in settori ad alto impatto ambientale, ma che possono contribuire in modo rilevante al processo di riconversione – pongono interrogativi difficili: dove tracciare il confine tra aiuto legittimo e distorsione del mercato? Quali condizioni assicurano che il sostegno pubblico favorisca effettivamente l'innovazione, e non la cristallizzazione di assetti obsoleti?

Questi interrogativi evidenziano, ancora una volta, che la regolazione degli aiuti di Stato non può limitarsi a un bilanciamento astratto tra tutela della concorrenza e obiettivi di interesse generale. Essa richiede una capacità valutativa avanzata capace di distinguere tra sovvenzioni difensive e incentivi trasformativi. Come avrà modo di sottolineare Clarich, l'esigenza di una visione sistemica impone di *«inserire gli interventi nazionali in una cornice europea che li razionalizzi»*, per evitare che l'effetto complessivo di misure disomogenee sia *«una riduzione della unicità del mercato unico»*.

In definitiva, la sfida è costruire una politica industriale europea coerente con la disciplina della concorrenza, in grado di accompagnare la transizione ecologica con strumenti mirati, proporzionati e selettivi. Le CEEAG 2022 rappresentano un primo passo in questa direzione, ma la loro attuazione dovrà misurarsi con la concreta capacità delle istituzioni europee di governare le differenze, garantire la trasparenza dei processi autorizzativi e vigilare affinché gli aiuti servano davvero a traghettare l'economia verso un modello sostenibile, e non a consolidare rendite di posizione.

10. La *Capital Markets Union* come leva per un nuovo sviluppo.

Nel disegno complessivo dell'Unione Europea volto a rafforzare l'integrazione economico-finanziaria e a sostenere la transizione verso un modello di sviluppo sostenibile, la *Capital Markets Union* (CMU) riveste un ruolo chiave. Il suo obiettivo dichiarato – costruire un mercato dei capitali pienamente integrato, profondo e liquido, accessibile a imprese e investitori su base transnazionale – si intreccia oggi con priorità di sistema ben più ampie: finanziare l'innovazione, sostenere le politiche ESG, diversificare le fonti di finanziamento rispetto alla dominante logica bancaria²³.

Tuttavia, nonostante l'impulso fornito dalle comunicazioni della Commissione e i numerosi interventi normativi settoriali degli ultimi anni, la CMU continua a risentire di una frammentazione strutturale, sia normativa che culturale. Le differenze nei regimi giuridici nazionali, nella qualificazione degli strumenti finanziari, nella disciplina delle offerte al pubblico e nelle modalità di vigilanza generano barriere operative che ostacolano una reale unificazione dei mercati²⁴. A questo si aggiunge un disallineamento nelle prassi di mercato e nelle preferenze degli investitori, che spesso restano ancorati a logiche domestiche²⁵.

Il problema è dunque duplice: da un lato, manca un *corpus* normativo pienamente armonizzato, in grado di assicurare parità di trattamento per emittenti e investitori a prescindere dalla giurisdizione; dall'altro, permangono resistenze culturali a considerare il finanziamento attraverso il mercato come una leva strategica, soprattutto per le piccole e medie imprese, che continuano a percepire il mercato dei capitali come uno spazio opaco, oneroso e poco prevedibile.

²³ URBANI, *Banche e ordinamento bancario alla prova della Capital Markets Union: alcune suggestioni* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, pp. 278 ss; BROZZETTI, *La transizione verso la Capital markets union (CMU): la tappa del novembre 2021*, in *Dir. banc.*, 2022, II, pp. 20 ss; BEER, WASCHICZEK, *Capital markets union: a more diverse financial landscape in the EU?*, in *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), issue Q2/18, 2018, pp. 71 ss; PERRONE, *Capital markets Union. A proposal for action*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2016, pp. 1 ss.

²⁴ Il sostegno al *Green Deal* è un obiettivo dichiarato della CMU. Si rimanda in questo senso si rimanda ai canali ufficiali dell'Unione: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en

²⁵ Si veda sul tema SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, pp. 481 ss, in particolare p. 483.

In questa cornice, la CMU può diventare una leva decisiva per accompagnare la transizione sostenibile solo se sarà in grado di sostenere la nascita e la diffusione di strumenti finanziari innovativi, direttamente collegati a obiettivi ESG. I *green bonds*, i *social bonds*, gli *impact bonds* rappresentano esempi concreti di prodotti che coniugano rendimento e finalità pubbliche, ma la loro diffusione è ancora limitata da incertezze regolatorie, da assenza di standard uniformi e da difficoltà di valutazione dei risultati attesi. L'assenza, ad oggi, di una definizione giuridica unitaria di “prodotto finanziario sostenibile” impedisce la costruzione di un quadro affidabile, penalizzando sia l'emittente virtuoso che l'investitore consapevole.

Un altro profilo critico riguarda il rapporto tra accessibilità e tutela, soprattutto nei confronti degli investitori al dettaglio²⁶. Come osserva Paola Lucantoni, *«l'investitore al dettaglio è un soggetto avverso al rischio perché consapevole di non avere sufficienti competenze e conoscenze in ambito finanziario e così incline ad investire solo in prodotti finanziari sicuri»*.

L'armonizzazione non può quindi risolversi in un abbassamento indiscriminato delle soglie di ingresso, ma deve puntare a garantire un livello elevato di trasparenza e comparabilità, anche attraverso la standardizzazione delle informazioni non finanziarie e il consolidamento di meccanismi di certificazione credibili.

La CMU, se coerentemente sviluppata, può dunque contribuire in modo determinante alla creazione di un ecosistema finanziario europeo capace di canalizzare risorse private verso obiettivi di interesse generale, riducendo al tempo stesso la dipendenza strutturale dal credito bancario e promuovendo una maggiore resilienza del sistema. Per farlo, però, non basta un intervento declamatorio: è necessaria una visione politica chiara, che riconosca nel mercato dei capitali non solo un ambito di allocazione delle risorse, ma uno strumento di politica economica europeo a tutti gli effetti. Da questo angolo visuale, vegnono poi ad assumere rilievo gli strumenti di *enforcement* richiamati da Antonella Sciarrone Alibrandi. Stupisce, tuttavia, come osserva Paola Lucantoni che *«nella SIU, così come nella precedente CMU, non compare mai il termine liability (...), ma la*

²⁶ Il fatto che la CMU debba essere orientata a garantire un elevato grado di tutela agli investitori retail è sottolineato da ANNUNZIATA, *Spunti per lo sviluppo di un mercato dei capitali europeo rivolto agli investitori retail*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2024, pp. 709 ss.

prospettiva dei rimedi è fondamentale nella creazione di un mercato unico finanziario».

11. Brevi considerazioni finali.

Il percorso ricostruito mette in evidenza come il diritto dell'economia sia oggi attraversato da una trasformazione profonda, che investe non solo le finalità della regolazione, ma la stessa struttura concettuale del sistema normativo. La sostenibilità, nelle sue diverse articolazioni, non è più un valore esterno al diritto del mercato, ma ne diventa elemento costitutivo, principio ordinante e criterio di indirizzo strategico.

Tutti i temi oggetto di discussione nell'odierna tavola rotonda – dalla vigilanza ESG alla *disclosure* non finanziaria, dal consolidamento bancario alla *Capital Markets Union*, dagli aiuti di Stato alla *gender diversity* – ruotano attorno a una medesima domanda: è in grado l'Unione Europea di costruire un modello di sviluppo regolato, sostenibile e competitivo, che non si limiti a rincorrere la trasformazione, ma sappia guidarla con strumenti giuridici efficaci?

Un interrogativo che, come ha suggerito in chiusura Fabio Merusi, si intreccia con la preoccupazione per un eccesso di burocrazia comunitaria che, se non corretta, rischia di diventare essa stessa fattore di crisi sistemica, anziché strumento di governo.

La risposta non può, allora, che poggiare su una rinnovata cultura della regolazione. Il diritto dell'economia deve riappropriarsi del suo ruolo di architettura istituzionale e non ridursi a somma di vincoli settoriali: deve saper leggere le trasformazioni del mercato non come eventi esogeni da governare *ex post*, ma come occasioni per riformulare la grammatica delle relazioni economiche.

Il momento storico che l'Europa attraversa – segnato da transizioni multiple, da sfide geopolitiche e da una crescente richiesta di visione – impone risposte rapide, ma non affrettate; soluzioni tecniche, ma non tecnocratiche; riforme ambiziose, ma non dogmatiche.

In questo scenario, il diritto può ancora essere uno strumento di governo consapevole del cambiamento.

Presentazione del Rapporto “*Women, labour markets and economic growth*”*

ELIANA VIVIANO

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Un quadro generale dei divari di genere nel mercato del lavoro in Italia. – 3. Le scelte scolastiche. – 4. La maternità e le scelte lavorative. – 5. Percorsi di carriera e *leadership* femminile. – 6. Conclusioni. – Riferimenti bibliografici.

1. Introduzione.

Prima di parlare di lavoro delle donne è importante definire l’ambito specifico a cui ci si riferisce. In economia, il lavoro è tradizionalmente considerato un fattore di produzione per i beni e i servizi destinati al mercato. Questa attività non considera quelle svolte al di fuori del mercato, generalmente indicate come “*home production*”, ovvero le attività domestiche non remunerate. Queste attività, sebbene non contabilizzate nel PIL, contribuiscono significativamente al benessere delle famiglie e degli individui. Tuttavia, il legislatore assegna un valore particolare al lavoro retribuito. Ad esempio, la Strategia di Lisbona del 2000 aveva come obiettivo il raggiungimento di un tasso di occupazione femminile al 2010 pari al 60 per cento e nel 2005 ribadiva la centralità di un innalzamento dei tassi di occupazione di tutti ad almeno il 75 per cento.

Si intendeva però il lavoro per il mercato, asserendo implicitamente che il lavoro retribuito svolge un ruolo cruciale nell’inclusione sociale, offrendo non solo reddito, ma anche autonomia, riconoscimento e partecipazione alla vita collettiva. Al contrario, la dipendenza economica, spesso legata alla “*home production*” non remunerata, può esporre le persone, in particolare le donne, a forme di vulnerabilità, come la vio-

* Il rapporto è stato curato da Francesca Carta, Marta de Philippis, Lucia Rizzica ed Eliana Viviano (2023), Banca d’Italia. Le opinioni espresse e le conclusioni sono attribuibili esclusivamente a Eliana Viviano e non impegnano in alcun modo la responsabilità della Banca.

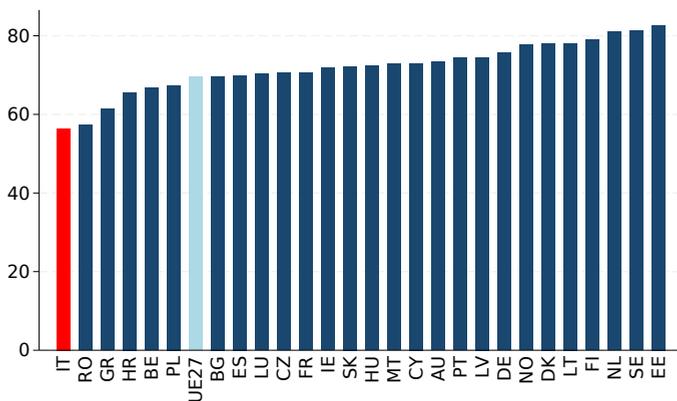
lenza economica, caratterizzata dalla mancanza di controllo sulle risorse finanziarie e dalla difficoltà di riconoscere e denunciare tali situazioni.

Condividendo pienamente questa impostazione (cfr. anche Brandolini e Viviano; 2016 e 2018), nel resto di queste riflessioni ci si riferirà al lavoro come quello svolto esclusivamente per il mercato. Nella prima sezione si descriveranno brevemente alcune statistiche sui divari di genere in Italia e i possibili impatti di una mancata crescita della presenza femminile nel mercato del lavoro da qui al 2040, date le tendenze demografiche. Si descriveranno poi le origini di tali divari, dalle scelte scolastiche a quelle relative alla famiglia per concludere con alcune riflessioni sulle difficoltà delle donne nei percorsi di carriera.

2. Un quadro generale dei divari di genere nel mercato del lavoro in Italia.

In Italia, solo poco più di una donna su due partecipa al mercato del lavoro. Con un tasso di partecipazione femminile che si aggira intorno al 55%, il nostro Paese si colloca stabilmente agli ultimi posti nella classifica dell'Unione europea (Fig. 1). Questo dato riflette una realtà strutturale che penalizza la presenza delle donne nel mondo del lavoro e che rappresenta un limite rilevante per lo sviluppo economico e sociale dell'Italia.

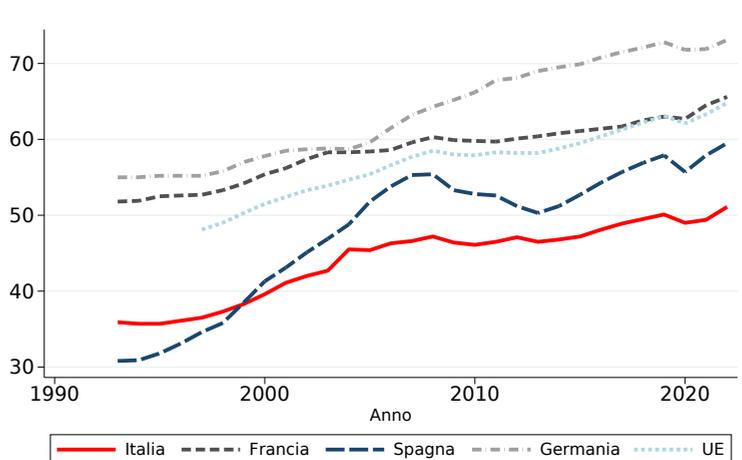
Figura 1: Tasso di partecipazione femminile



Note e fonti: Individui 15-64 anni. Eurostat, EU-LFS. Anno 2022.

Negli ultimi trent'anni si sono osservati alcuni miglioramenti: la partecipazione femminile è cresciuta, specialmente tra le donne con livelli di istruzione più elevati. Tuttavia, il progresso italiano è stato significativamente più lento rispetto a quello registrato in altri paesi europei che, negli anni Novanta, si trovavano in condizioni simili. Paesi come la Spagna e l'Irlanda, ad esempio, hanno messo in atto politiche di conciliazione tra vita lavorativa e familiare più efficaci, come l'ampliamento dei servizi per l'infanzia e la promozione del lavoro flessibile, riuscendo così a ridurre il divario di genere in misura maggiore rispetto all'Italia (Fig. 2).

Figura 2: Tasso di occupazione femminile



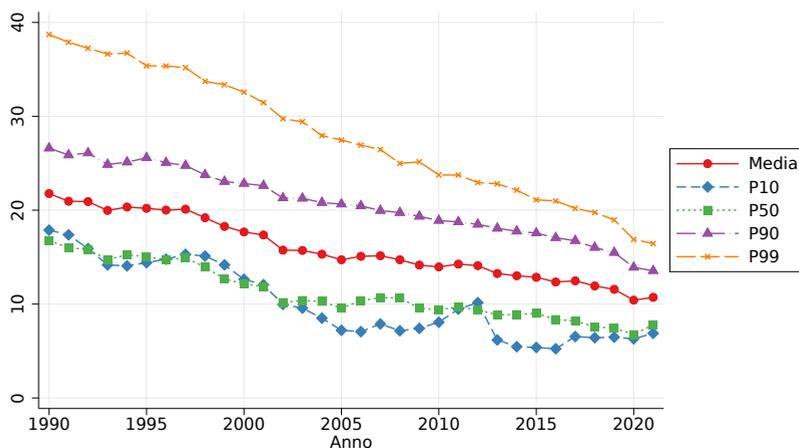
Note e fonti: Individui 15-64 anni. Eurostat, EU-LFS. Anno 2022.

Accanto alla bassa partecipazione, permane anche un importante divario salariale (Fig. 3). In media, le donne italiane guadagnano meno degli uomini, e questa differenza si accentua nelle fasce più alte della distribuzione salariale. La cosiddetta “segregazione verticale” – ovvero la minore presenza femminile nelle posizioni apicali – contribuisce in modo determinante a questo fenomeno. Le donne sono infatti fortemente sottorappresentate tra i dirigenti e i quadri superiori, e incontrano ostacoli più frequenti nell'avanzamento di carriera.

Questi elementi, messi insieme, delineano un quadro in cui il talento e il potenziale economico femminile rimangono in larga parte inutilizzati. Colmare queste disparità rappresenta non solo una questione di equità, ma anche una leva cruciale per la crescita economica del Paese.

La crescita economica dell'Italia nei prossimi decenni sarà fortemente condizionata dall'andamento demografico. Secondo le proiezioni mediane dell'Istat del 2022, entro il 2040 la popolazione in età lavorativa (15-64 anni) è destinata a ridursi di oltre 5 milioni di persone. Se la partecipazione al mercato del lavoro rimanesse stabile rispetto agli attuali valori e rimanessero costanti anche la produttività e il tasso di occupazione¹, ciò comporterebbe una diminuzione della forza lavoro di oltre il 10 per cento, con un impatto negativo di simile entità anche sul prodotto interno lordo. In questo contesto, l'incremento della partecipazione femminile al lavoro rappresenta una leva strategica fondamentale. Se nei prossimi dieci anni le donne italiane raggiungessero un tasso di partecipazione pari alla media odierna dell'Unione Europea – circa 13 punti percentuali in più – la perdita stimata della forza lavoro e del PIL potrebbe essere dimezzata. Promuovere l'occupazione femminile non è solo una questione di equità sociale, ma una vera e propria necessità economica: significa contrastare gli effetti del calo e dell'invecchiamento della popolazione e garantire la sostenibilità del sistema economico nel lungo periodo.

Figura 3: Divario di genere (M-F)/M tra diversi percentili del salario unitario



Note e fonti: Individui 15-64 anni, dipendenti settore privato non agricolo. Dati INPS.

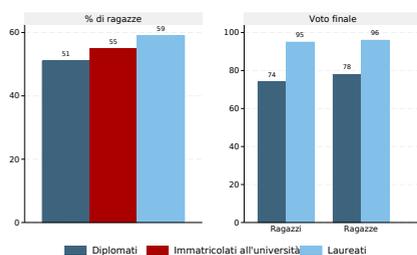
¹ L'anno di riferimento è il 2022.

3. Le scelte scolastiche.

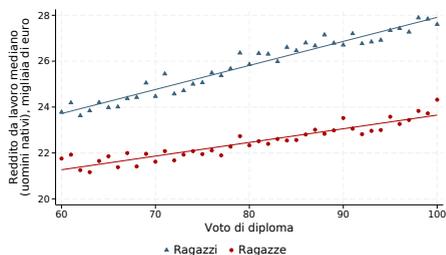
In Italia i dati sull'istruzione femminile mostrano un quadro apparentemente positivo: le ragazze studiano di più e ottengono risultati migliori rispetto ai coetanei maschi. Questo si riflette in un maggiore tasso di completamento dell'istruzione secondaria e universitaria, nonché in voti mediamente più alti. Tuttavia, questo vantaggio scolastico non si traduce automaticamente in un esito occupazionale altrettanto favorevole (Fig. 4). Al contrario, le donne continuano a incontrare significative difficoltà nel mercato del lavoro, come ribadito nella sezione precedente.

Figura 4. Titoli di studio e rendimenti attesi

a. Quota di ragazze per titolo di studio



b. Rendimenti medi attesi dei corsi di laurea scelti da ragazze e ragazzi con lo stesso voto di diploma



Note e fonti: Pannello a. Anni 2011-2018. Lauree di secondo livello. Pannello b: Anni 2016-2018. Il rendimento atteso è misurato dalla retribuzione annua mediana dei laureati uomini non stranieri a 5 anni. Fonte: Bovini, G. de Philippis e Rizzica (2024).

Una delle cause principali di questo paradosso risiede nelle scelte formative compiute dalle ragazze. Nonostante il loro rendimento scolastico sia superiore, esse tendono a orientarsi verso percorsi di studio che offrono, in media, minori rendimenti occupazionali e salariali (Fig. 4 – pannello b). Le donne sono infatti sovrarappresentate nelle discipline umanistiche, sociali ed educative, mentre sono ancora scarsamente presenti nei settori STEM (Scienze, Tecnologia, Ingegneria, Matematica), che invece sono associati a opportunità di carriera più remunerative e stabili. Questa segregazione educativa, frutto anche di influenze culturali e stereotipi di genere, finisce per riflettersi in un divario strutturale che si manifesta già all'ingresso nel mondo del lavoro.

Per correggere queste disuguaglianze non basta agire solo a valle, quando le scelte di studio sono ormai consolidate o quando le donne sono già entrate nel mercato del lavoro. È invece cruciale intervenire a

monte, già nel percorso scolastico, e in particolare nei momenti decisivi come la scelta dell'indirizzo di studio delle scuole superiori e, ancor più, al momento dell'iscrizione all'università. In queste fasi, l'influenza di fattori culturali e familiari è spesso determinante: le ragazze, pur avendo le capacità e le competenze per affrontare percorsi tecnico-scientifici, sono scoraggiate – direttamente o indirettamente – da aspettative sociali che continuano a vedere in certi settori professionali un “territorio maschile”.

Per questo motivo, diventa essenziale mettere in campo un sistema di politiche coordinate che agiscano su diversi livelli e con diversi strumenti. Un primo possibile intervento riguarda la promozione di modelli di ruolo femminili, ovvero la proposta di figure di donne che lavorano con successo in ambiti professionali non tradizionali. Anche interventi di piccola scala, come testimonianze nelle scuole o campagne informative nei media, possono contribuire a decostruire gli stereotipi e a rendere le scelte educative più consapevoli e libere.

Ma per essere efficaci, queste azioni devono inserirsi in una visione integrata, che affronti anche il ruolo della famiglia, della scuola e dei media nella formazione delle aspirazioni professionali delle ragazze. Serve un'azione culturale profonda che accompagni il cambiamento delle politiche educative e lavorative. Le barriere culturali, infatti, restano uno dei principali ostacoli alla parità, e soltanto un approccio sistemico e coerente può garantire risultati duraturi.

4. La maternità e le scelte lavorative.

Negli ultimi decenni, la questione dell'equilibrio tra lavoro e maternità è diventata centrale nel dibattito economico e sociale. In particolare, in Italia, dove l'occupazione femminile resta tra le più basse d'Europa e i tassi di natalità sono in costante e rapido declino, il legame tra avere figli e lavorare appare cruciale.

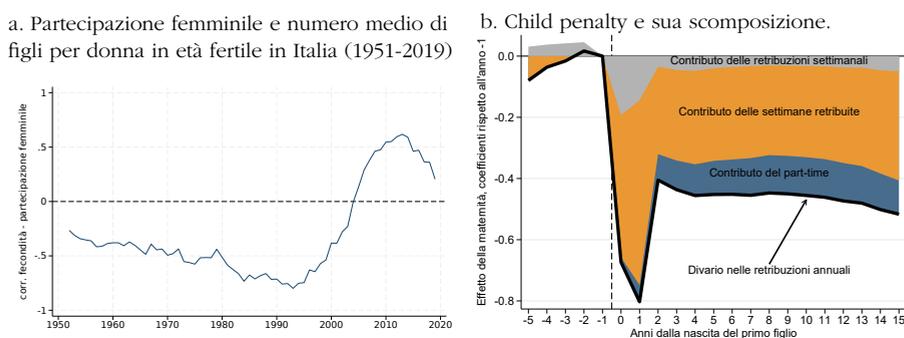
Il rapporto tra occupazione femminile e numero di figli non è statico: riflette, piuttosto, un intreccio complesso di fattori economici, sociali e culturali. Negli anni '50 e '60, in Italia, questo legame era fortemente negativo: più donne lavoravano, meno figli nascevano (Fig. 5 – pannello a).

Dagli anni 2000, però, qualcosa è cambiato. L'evidenza empirica mostra che nei contesti più avanzati – e anche in Italia, seppur in misura più contenuta – il rapporto è diventato positivo: le donne che lavorano di più, spesso, sono anche quelle che hanno più figli. Questo accade

soprattutto quando le istituzioni e la società mettono le donne nelle condizioni di non dover rinunciare all'uno per l'altro.

Tuttavia, la strada è ancora lunga. Uno degli ostacoli principali alla piena partecipazione delle donne nel mondo del lavoro è la cosiddetta *child penalty*, ovvero l'effetto penalizzante che la nascita di un figlio ha sulle traiettorie occupazionali e salariali delle madri. Questo fenomeno è osservabile a livello internazionale. In Italia ha però dimensioni preoccupanti. Tra le donne occupate, quindici anni dopo la nascita del primo figlio, il reddito da lavoro delle madri è in media la metà di quello delle donne senza figli. Questa disparità è dovuta in larga parte al minor numero di settimane lavorate: molte madri, per necessità o per scelta, passano al part-time, rinunciano a opportunità di carriera o interrompono temporaneamente l'attività lavorativa (Fig. 5 – pannello b).

Figura 5. Maternità e *child penalty*



Note e fonti: Pannello a: Barbiellini Amidei, Di Addario, Gomellini e Piselli (2023). Pannello b: Casarico, e Lattanzio (2023).

Le ragioni di questa penalizzazione sono molteplici. Da un lato, molte madri, una volta avuto un figlio, danno priorità a elementi non monetari del lavoro, come la vicinanza al domicilio o la flessibilità degli orari, aspetti possono comportare una riduzione delle retribuzioni medie. Dall'altro lato, pesa ancora in modo fortissimo una cultura che attribuisce alle donne la responsabilità principale – spesso esclusiva – della cura dei figli. In un simile contesto, la nascita di un figlio diventa un fattore determinante nella costruzione del divario di genere: non solo sul piano salariale, ma anche in termini di occupazione, avanzamento professionale e stabilità lavorativa.

Come intervenire per ridurre la *child penalty* e promuovere una maggiore partecipazione delle madri al lavoro? Anche in tal caso il Rapporto sottolinea l'importanza di un sistema integrato di politiche pubbliche, capaci di accompagnare le famiglie nelle diverse fasi della vita, senza scaricare sulle donne tutto il peso della conciliazione.

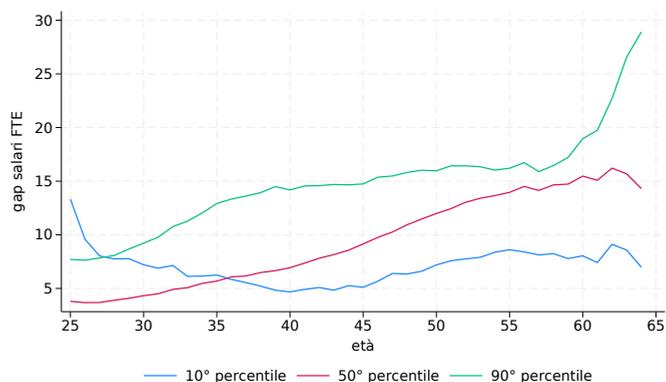
Un primo strumento sono i congedi parentali. Se ben progettati, questi possono favorire il rientro delle madri al lavoro e limitare l'interruzione delle carriere. Tuttavia, la durata è cruciale: la letteratura economica indica che congedi troppo lunghi tendono a rafforzare la marginalizzazione delle donne, mentre congedi intorno ai sei mesi si dimostrano più efficaci nel mantenere il legame con il mercato del lavoro.

Un secondo strumento – spesso trascurato in Italia – è il congedo di paternità. L'esperienza di altri paesi OCSE mostra che, laddove i padri sono incentivati (o obbligati) a prendersi cura dei figli nei primi mesi di vita, le madri rientrano più facilmente al lavoro e le responsabilità familiari si distribuiscono in modo più equo. In Italia, il congedo di paternità riservato esclusivamente ai padri è ancora simbolico: solo dieci giorni, contro i tre mesi riservati in paesi come la Svezia o la Francia.

Infine, un ruolo decisivo lo giocano i servizi per l'infanzia. L'offerta pubblica di asili nido, soprattutto nel Mezzogiorno, è largamente insufficiente. Eppure, gli studi mostrano che l'accesso a servizi di cura di qualità e a costi accessibili ha un impatto diretto e significativo sull'occupazione femminile, in particolare nei contesti dove le alternative familiari (come i nonni o le *baby sitter*) sono scarse.

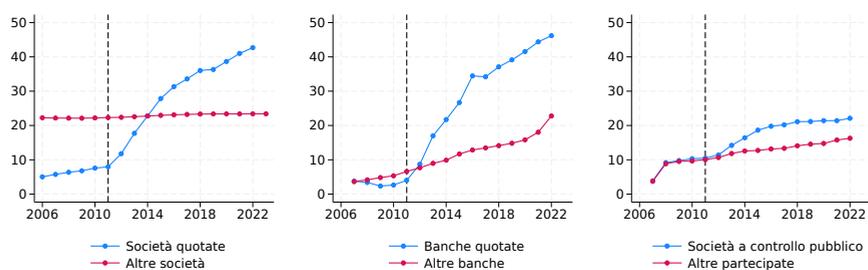
5. Percorsi di carriera e *leadership* femminile.

Uno degli aspetti più persistenti e strutturali della disuguaglianza di genere nel mercato del lavoro è il divario retributivo tra uomini e donne. Nonostante i progressi in termini di istruzione, partecipazione e visibilità, le donne continuano a guadagnare meno degli uomini. Questo divario non si distribuisce in modo uniforme: si amplia con l'età e con l'avanzamento della carriera, diventando più marcato proprio per i redditi più alti. In altre parole, quanto più si sale nella gerarchia lavorativa, tanto più le differenze tra uomini e donne si fanno marcate (Fig. 6).

Figura 6. Divari di genere nella retribuzione unitaria per età

Note e fonti: Media 2011-2021. Elaborazioni su dati INPS

Le ragioni di questo fenomeno sono molteplici. Da un lato, esiste ancora un forte squilibrio nella rappresentanza femminile ai vertici aziendali. Le donne sono sottorappresentate nelle posizioni di comando, nei consigli di amministrazione e nei ruoli di maggiore responsabilità. Il Rapporto evidenzia come la presenza femminile nelle posizioni apicali sia aumentata sensibilmente nelle imprese soggette alla Legge 120/2011 (che impone quote di genere nei CDA delle società quotate), mentre rimane pressoché stagnante nelle altre imprese (Fig. 7).

Figura 7. Quota di donne nei consigli di amministrazione

Note e fonti: Ballacci, Balrunaite, Ciavarella, Cucinotta, Benedetto, Stefano, Fabrizio, Sgroi, Signoretti e Torchella, 2021; Del Prete, Papini e Tonello, 2022; Balrunaite, Cannela, Mocetti e Roma, 2023.

In molte altre realtà aziendali, le donne restano concentrate in settori a più bassa produttività e in ruoli meno strategici, con minori opportunità di

avanzamento e valorizzazione del talento. Anche laddove le donne accedono a imprese competitive o ad ambienti ad alto potenziale, le loro carriere non progrediscono con la stessa velocità degli uomini. A parità di impresa e di ruolo iniziale, le donne vengono promosse meno frequentemente. A questo si aggiungono differenze più sottili ma profonde, legate a tratti comportamentali e alle dinamiche organizzative. Le donne, ad esempio, mostrano in media una minore propensione alla negoziazione salariale e, secondo alcune ricerche, si attribuiscono minori probabilità di successo in contesti altamente competitivi. Questi aspetti – come la competitività percepita, l'autostima e le aspirazioni – non sono tratti “naturalisti”, ma frutto di un ambiente culturale e lavorativo che per decenni ha limitato le ambizioni femminili.

C'è poi una questione spesso trascurata, ma fondamentale: i criteri con cui le donne scelgono un'occupazione. Per molte, soprattutto per chi ha figli o responsabilità familiari, la retribuzione non è l'unico fattore rilevante. Contano anche la flessibilità degli orari, la possibilità di lavorare da remoto, la distanza da casa. In un mercato del lavoro che penalizza queste scelte con minori possibilità di carriera e retribuzioni più basse, le donne pagano un prezzo elevato per cercare un equilibrio tra vita personale e lavoro.

In questo contesto, le politiche aziendali possono giocare un ruolo decisivo. Una delle strategie più efficaci si è rivelata l'adozione di modelli organizzativi “*family-friendly*”, che favoriscano la flessibilità e lo *smart working*. Questi strumenti permettono alle donne di conciliare meglio i tempi di vita e di lavoro, senza dover rinunciare all'ambizione o accettare impieghi poco qualificati. Inoltre, la trasparenza salariale e la chiarezza delle regole di carriera rappresentano leve importanti per ridurre i divari: quando le informazioni sono pubbliche e verificabili, è più difficile perpetuare disuguaglianze arbitrarie o discriminatorie.

Un ulteriore ambito di riflessione riguarda le cosiddette quote di genere. Negli ultimi due decenni, numerosi paesi hanno introdotto leggi che impongono una rappresentanza minima femminile nei consigli di amministrazione delle imprese. In Italia, la legge 120/2011 ha prodotto risultati visibili in termini numerici: il numero di donne nei board è aumentato in modo netto. Tuttavia, l'impatto sulle carriere delle donne all'interno delle organizzazioni è meno chiaro. Alcuni studi segnalano che le quote possono favorire un cambiamento culturale, offrendo modelli di ruolo e rompendo la tradizionale esclusività maschile dei vertici. Altri, invece, mettono in evidenza che le posizioni conquistate possono essere troppo “apicali” o marginali rispetto ai reali centri decisionali, e quindi meno in grado di innescare cambiamenti diffusi.

6. Conclusioni.

I divari di genere nel mercato del lavoro sono il risultato di molteplici fattori strutturali e culturali, ampiamente trattati nel Rapporto, che peraltro offre un ricco insieme di riferimenti bibliografici a supporto delle affermazioni qui contenute.

Il Rapporto in particolare individua tre snodi che determinano i *gender gap*. Le disuguaglianze iniziano già con le scelte scolastiche, spesso orientate da stereotipi di genere che portano le ragazze a evitare percorsi tecnico-scientifici più remunerativi, e proseguono nella transizione scuola-lavoro, dove le donne incontrano maggiori ostacoli nell'accesso a posizioni qualificate. La maternità rappresenta un secondo snodo critico: l'insufficienza di servizi di cura e la scarsa diffusione di modelli di genitorialità condivisa penalizzano la continuità lavorativa femminile. Infine, le carriere delle donne tendono a rallentare rispetto a quelle maschili, a causa della minore presenza nei ruoli dirigenziali e della mancanza di strumenti efficaci per sostenere la progressione professionale. Superare questi divari richiede un sistema di politiche integrate che intervenga su tutti e tre i fronti, promuovendo l'uguaglianza di opportunità lungo l'intero ciclo di vita lavorativa².

² Riferimenti bibliografici.

BALLACCI, BALTRUNAITE, CIAVARELLA, CUCINOTTA, BENEDETTO, STEFANO, FABRIZIO, SGROI, SIGNORETTI e TORCHELLA, *La partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane. Rapporto dell'osservatorio interistituzionale sulla partecipazione femminile negli organi di amministrazione e controllo delle società italiane*, Banca d'Italia, Dipartimento delle Pari Opportunità e Consob, 2021.

BALTRUNAITE, CANNELLA, MOCETTI e ROMA, *Board composition and performance of state-owned enterprises: Quasi-experimental evidence*, in *Journal of Law, Economics and Organization*, 2023.

BARBIELLINI AMIDEI, DI ADDARIO, GOMELLINI e PISELLI *Female labour force participation and fertility in Italian history*, in *Centro Studi Luca d'Agliano, Development Studies*, Working Paper n. 484/2025.

BOVINI, DE PHILIPPIS e RIZZICA, *The origins of the gender pay gap: education and job characteristics*, in *Temi di discussione*, 2024, n. 1470.

BRANDOLINI e VIVIANO, *Accounting for total work in labour statistics*, in *Journal for labour market research*, Vol.49 (3), 2016, pp. 199-212.

BRANDOLINI e VIVIANO, *Behind and beyond the (head count) employment rate*, in *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (Statistics in Society)*, Vol. 179, No. 3, 2018, pp. 657-681.

CARTA, DE PHILIPPIS RIZZICA e VIVIANO, *Women, labour markets and economic growth*, Banca d'Italia, 2023.

CASARICO e LATTANZIO, *Behind the child penalty: understanding what contributes to the labour market costs of motherhood*, in *Journal of Population Economics*, 36, 2023, pp. 1489-1511.

DEL PRETE, PAPINI e TONELLO, *Gender quotas, board diversity and spillover effects. Evidence from Italian banks*, in BANCA D'ITALIA, *Temi di discussione*, 2022, n. 1395.

Il consolidamento bancario che può salvare l'Unione

MARCO LAMANDINI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le ragioni del consolidamento interstatale. – 3. Affrontare gli ostacoli normativi. – 4. Lezioni dagli Stati Uniti. – 5. Un percorso legislativo pragmatico per il futuro. – 5.1. Nascita e crescita: facilitare i gruppi finanziari transfrontalieri. – 5.2. Vita adulta: migliorare la gestione del capitale e della liquidità a livello di gruppo. – 5.3. Crisi e morte: garantire la certezza del diritto nella risoluzione delle crisi. – 6. Conclusione.

1. Premessa.

Grazie per l'invito a rendere omaggio a Franco Belli, partecipando a questa bella tavola rotonda. Sono qui per testimoniare l'affetto di Renzo Costi e della sua scuola bolognese per Franco. Di lui è molto vero quanto scrive, nella premessa del volume che oggi consegniamo alla signora Belli, Antonella Brozzetti¹: «*siamo stati fortunati ad averlo avuto come Maestro: seminava cultura e metodo, donava il suo tempo con una generosità impressionante. Restano memorabili i ricevimenti fiume, le sue prove di orchestra con i laureandi, i suoi incontri dedicati alla ricerca con allievi e dottorandi*». Questi ultimi li ricordo anch'io vividamente e ogni volta mi colpiva, con la sua intelligenza, la sua passionale, tumultuosa e (fortunatamente) contagiosa empatia. Sono virtù civili che lasciano un'eredità profonda.

I temi di questa tavola rotonda replicano quelli affrontati nel Convegno del decennale i cui atti sono ora raccolti nel volume che oggi celebriamo con Franco; in quel volume Giorgio Gobbi, da par suo, ha affrontato dal punto di vista dell'economista² le correlazioni possibili tra regolamentazione e sviluppo economico. Muovo da quel contributo per svolgere alcune considerazioni su come il consolidamento banca-

¹ Cfr. BROZZETTI, *Convegno in memoria del Professor Franco Belli nel decennale della sua scomparsa: brevi note introduttive*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*. Atti del Convegno in memoria del Prof. Franco Belli tenutosi a Siena il 4-5 maggio 2023, a cura di Brozzetti, Milano, 2023, pp. 3 ss.

² GOBBI, *Banche sviluppo economico*, in *Banche Europa e sviluppo economico*, a cura di Brozzetti, cit., pp. 345 ss.

rio continentale possa assolvere alla funzione di promuovere lo sviluppo economico solo a fronte di riforme regolamentari che ne liberino il potenziale inespresso ma anche per evidenziare come, almeno a mio modesto giudizio, quel consolidamento continentale sia ormai urgente e non più procrastinabile per assicurare un presente e un futuro di prosperità all'Unione.

A me sembra infatti che se l'Unione europea intende davvero prepararsi alle molte sfide del presente, l'eliminazione degli ostacoli normativi e istituzionali a un più profondo consolidamento bancario e finanziario continentale debba essere in cima all'agenda politica. Ben più in alto della difesa comune e del riarmo, e allo stesso livello invece di una equilibrata, misurata e al tempo stesso lungimirante, gestione della transizione ecologica, energetica e digitale. Ciò è particolarmente importante in particolar modo per gli enti a rilevanza sistemica (G-SII e O-SII) e per i conglomerati finanziari dell'area dell'euro³. Compiere progressi significativi in questo ambito è essenziale per completare l'Unione bancaria e far progredire in modo visibile l'Unione dei mercati dei capitali (CMU) – ora ridenominata Unione del risparmio e degli investimenti (SIU) – per promuovere la stabilità finanziaria e per garantire la competitività globale dell'UE, come sottolineato anche dai rapporti Draghi⁴ e Letta. È solo da qui che si può sperare di avviare una stagione di programmazione strategica continentale, fondata sulle realtà e le libertà del mercato e non sviata dalle illusioni, ambizioni e narrazioni di breve respiro di una politica ostaggio di ideologie dalla “veduta corta”.

Per superare le molteplici e insidiose sfide normative, istituzionali e politiche che ostacolano questo consolidamento, specialmente interstatale (ma non solo), è tuttavia necessaria una strategia legislativa multiforme. Le azioni necessarie includono strategie volte a: i) agevolare la formazione e la crescita di gruppi finanziari transfrontalieri semplificando gli strumenti disponibili e soprattutto garantendo un libero mercato del controllo societario, eliminando al contempo gli ostacoli prudenziali che ancora persistono; ii) consentire una efficiente gestione del capitale e della liquidità a livello di gruppo attraverso la revisione del regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) per dare maggior spazio alle deroghe dai requisiti individuali per le filiazioni dei gruppi intraeuropei, e iii) dare

³ V. anche ANGELONI, *The Next Goal: euro area banking integration. A single jurisdiction for cross border banks*, IPOL STU (2024)741527 EN.

⁴ DRAGHI, *The future of European competitiveness*, Bruxelles, Settembre 2024, p. 287.

maggior certezza del diritto nel quadro di risoluzione specificando le condizioni applicabili per i trasferimenti infragruppo di attività e per gli accordi di condivisione delle perdite durante la risoluzione.

I ritardi di queste riforme rischiano di perpetuare la frammentazione, limitare il potenziale di crescita dei mercati finanziari europei e indebolire la stabilità finanziaria dell'UE in un panorama internazionale sempre più complesso, nel quale la frammentazione europea e il suo nanismo finanziario sono ormai divenuti un problema di natura esistenziale. Se si vuole invertire la lenta agonia dell'economia dell'euro zona, non è sufficiente un riassetto dell'industria finanziaria su base nazionale (che pure, per quanto riguarda l'Italia, è particolarmente benvenuto, perché pone le basi per un ruolo continentale anche dei capitali italiani). L'europeismo qui non è più un'opzione politica; è una necessità economica.

2. Le ragioni del consolidamento interstatale.

Il consolidamento bancario interstatale offre vantaggi significativi sia per la stabilità finanziaria che per il mercato interno. Promuovendo la diversificazione geografica e dei modelli di *business*, contribuisce alla dispersione più efficiente dei rischi, rafforzando la resilienza degli istituti finanziari agli *shock* asimmetrici. Questa diversificazione garantisce che le banche siano meno esposte alle fluttuazioni economiche locali, rendendole più stabili.

Dal punto di vista del mercato, il consolidamento favorisce una più forte concorrenza interstatale e internazionale, migliora la qualità del servizio e abbatte la segmentazione lungo i confini nazionali. Crea un ecosistema finanziario più integrato ed efficiente, che a sua volta sostiene la trasformazione digitale dei servizi finanziari ed è indispensabile per preservare la competitività globale dell'UE in un'epoca di rapidi cambiamenti tecnologici (e di nuovi rischi, climatici, geopolitici, tecnologici).

Inoltre, i vantaggi del consolidamento si estendono oltre il settore bancario tradizionale a settori contigui, tra i quali quello dell'*investment banking*, della gestione patrimoniale, delle assicurazioni e del *private equity*. Tutti questi settori sono attualmente eccessivamente frammentati in Europa e non riescono quindi a raggiungere, malgrado le evidenti potenzialità, le dimensioni necessarie per competere efficacemente sulla scena globale. Il consolidamento dei gruppi bancari transfrontalieri può fungere dunque da catalizzatore del cambiamento anche per questi settori, e genererebbe così un effetto a catena che farebbe finalmente

dell'Unione un attore competitivo nella finanza globale. È da lì, del resto, come ben mostra la traiettoria del *private equity* nordamericano, che si pianifica in modo strategico, e si governa, l'economia.

3. Affrontare gli ostacoli normativi.

Nonostante i suoi evidenti vantaggi macroeconomici, il consolidamento interstatale continua ad incontrare notevoli difficoltà, in gran parte derivanti da quadri normativi obsoleti e da miopi resistenze politiche, vittime di “vedute corte”. Per anni, la riluttanza politica e i timori di contagio finanziario hanno impedito ogni reale progresso su questi temi. Tuttavia, i rischi di contagio finanziario sono ora molto mitigati, se non addirittura (quasi per intero) rimossi, grazie ai progressi raggiunti dall'Unione bancaria nella preparazione alla risoluzione. In particolare, il conseguimento nel primo trimestre 2024 degli obiettivi MREL (requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili) e TLAC (capacità totale di assorbimento delle perdite) ha rappresentato un passo fondamentale per assicurare il completamento della messa in opera degli strumenti per la gestione ordinata della crisi senza ricorso ai salvataggi pubblici a spese dei contribuenti dei singoli stati membri.

La Banca centrale europea (BCE), la Commissione europea e l'Autorità bancaria europea (ABE) hanno coerentemente svolto un ruolo propulsore, in anni recenti, per cercare di avviare un percorso di superamento di queste barriere normative e politiche. Ad esempio, la guida della BCE del 2020 sul consolidamento ha chiarito le aspettative di vigilanza, sottolineando i benefici economici e prudenziali delle fusioni transfrontaliere. Analogamente, la relazione della Commissione europea del 2023 sul meccanismo di vigilanza unico (MVU) ha evidenziato che la persistente segmentazione del mercato e la limitata attività transfrontaliera sono limiti che devono essere superati e richiedono urgente attenzione. Ciò serve anche per far progredire la Unione dei mercati dei capitali. Come osservato nella relazione del Forum di alto livello del 2020⁵, una debolezza fondamentale dei mercati finanziari europei risiede negli ostacoli strutturali che scoraggiano gli operatori finanziari dall'ampliare le loro attività a livello transfrontaliero. Il Presidente Letta, nel suo rapporto

⁵ *A New Vision for Europe's Capital Markets. Final Report of the High Level Forum on Capital Markets Union*, June 2020.

di aprile 2024, sollecita riforme normative per semplificare le operazioni transfrontaliere e snellire i requisiti prudenziali, mentre il Presidente Draghi, nel suo rapporto sulla strategia di competitività per l'Europa di settembre 2024, avverte che l'inazione rischia di ulteriormente aggravare il grave ritardo finanziario dell'Europa.

È così. Questi ostacoli, che persistono da lunga data, hanno infatti minato la competitività dei mercati dell'Unione su scala globale, scoraggiato gli investimenti esteri e impedito alle imprese finanziarie europee di competere ad armi pari con i loro omologhi internazionali. Per questo, nel nuovo contesto globale, affrontare queste sfide ora è una questione esistenziale.

Tuttavia, le controversie politiche, afflitte da “vedute corte” in quasi tutti gli stati membri, continuano a ostacolare il necessario progresso. Se ne è avuta emblematica, e deprimente, prova nei prolungati dibattiti e nello stallo che hanno interessato il terzo pilastro dell'Unione bancaria – un sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS). Le resistenze alla mutualizzazione del debito e all'istituzione di una linea di credito del MES (Meccanismo europeo di stabilità) sono emblematici punti di emersione della distanza che separa realtà e narrazione politica. Sebbene l'EDIS sia indubbiamente una pietra angolare dell'Unione bancaria, ed è necessario che sia adottato quanto prima, i suoi ritardi non dovrebbero comunque essere assunti a pretesto per bloccare altre riforme fondamentali. Facilitare il consolidamento interstatale è una di queste riforme che può procedere in modo indipendente e produrre benefici immediati per la resilienza e l'integrazione del sistema finanziario dell'UE.

4. Lezioni dagli Stati Uniti.

La posizione cauta dell'Europa nei confronti di un sistema bancario interstatale di scala continentale presenta sorprendenti somiglianze con la storica resistenza alla crescita interstatale delle banche di cui si fece esperienza, in un ormai lontano passato, negli Stati Uniti. Sennonché gli Stati Uniti hanno poi avuto la lungimiranza di adottare per tempo una legislazione trasformativa – a partire dal *Bank Holding Company Act* del 1956 e fino al *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* del 1994 – per superare queste barriere. Questo cambiamento ha consentito una maggiore diversificazione geografica, ha rafforzato il sistema finanziario e, in ultima analisi, ha rimodellato il panorama finanziario statunitense. L'Europa, invece, rischia di rimanere intrappolata in

un'inerzia normativa e politica simile a quella sperimentata negli Stati Uniti a metà del XX secolo.

L'attuale esitazione politica in Europa si fonda infatti proprio sulle medesime ragioni che oltre settanta anni fa venivano opposte negli Stati Uniti ai fautori di un sistema bancario interstatale: che cioè poche grandi banche insediate nei più importanti stati finirebbero con il dominare il mercato continentale a danno di banche e economie regionali concentrando in tal modo un potere finanziario eccessivo. Eppure, l'esempio del consolidamento bancario intervenuto negli Stati Uniti evidenzia come costruire un sistema finanziario più forte e unificato è in grado di guidare la crescita e di meglio resistere agli *shock* economici senza razionare credito a livello locale.

5. Un percorso legislativo pragmatico per il futuro.

Per consentire il consolidamento interstatale, l'UE ha bisogno di un'iniziativa legislativa pragmatica, che nel quadro di un'opera di semplificazione, cui è urgente por mano, adotti alcune misure specifiche in tema di gruppi bancari transfrontalieri e di conglomerati finanziari. Occorre facilitare la nascita e crescita di gruppi finanziari transfrontalieri, consentire una gestione integrata di gruppo di capitale e liquidità anche su base transfrontaliera, e completare il quadro giuridico della risoluzione, con particolare attenzione alle complessità operative dei gruppi transfrontalieri.

5.1. Nascita e crescita: facilitare i gruppi finanziari transfrontalieri.

Le disposizioni vigenti in materia di diritto societario, in particolare quelle che disciplinano le fusioni e le acquisizioni transfrontaliere, non sono ancora riuscite nell'intento di semplificare e facilitare quelle operazioni. Le acquisizioni e fusioni transfrontaliere restano complesse, incerte e eccessivamente costose. Per affrontare questo problema, l'UE dovrebbe introdurre, semplificando anche gli snodi più complessi dell'attuale regime delle offerte pubbliche di scambio mediante aumento di capitale di servizio, una disciplina semplice ed efficace dello scambio di azioni in stile statunitense. A differenza delle fusioni, lo scambio di azioni conserva l'identità giuridica delle entità coinvolte, facilitando la *compliance* prudenziale, in particolare la persistenza dei modelli di *rating* interno dopo il consolidamento.

Questo strumento era stato per vero preso in considerazione durante gli studi preparatori per l'elaborazione della direttiva sulle fusioni transfrontaliere del 2019, ma è stato lasciato cadere prima della presentazione della proposta di direttiva per evitare di incontrare ostacoli politici. È tuttavia uno strumento facilmente disciplinabile sotto il profilo della tecnica normativa, e che avrebbe un notevole potenziale.

Serve soprattutto, ora più che mai, un libero mercato del controllo societario.

Per le banche e le altre istituzioni finanziarie occorre rendere obbligatoria la regola di neutralizzazione di cui all'articolo 11 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto del 2004. Una revisione della direttiva è del resto attesa da tempo. Del pari, come i fatti di cronaca in Spagna, in Germania e da ultimo in Italia dimostrano, occorre ridefinire in questo settore, meglio di quanto non abbia purtroppo fatto in via generale il regolamento (UE) 2019/452, le restrizioni di diritto pubblico al consolidamento finanziario. È qui essenziale che sia data alla sola Commissione europea la competenza di vietare o sottoporre a condizioni nell'interesse pubblico, per via di c.d. *golden power*, tali operazioni, analogamente a quanto già fa l'articolo 21 del regolamento CE sulle concentrazioni e in linea con lo spirito riflesso dapprima nella direttiva 2007/44, poi nella CRD, che escludeva ogni valutazione di (presunta) necessità economica del mercato nella valutazione prudenziale delle acquisizioni bancarie. Solo così si può assicurare una veduta lunga e un approccio coerente a livello dell'UE.

È infine tempo di superare gli ostacoli prudenziali che ancora persistono. La Guida 2020 della BCE ha chiarito che il consolidamento interstatale non richiede intrinsecamente maggiorazioni di capitale. Permangono tuttavia altri ostacoli prudenziali, come ad esempio il regime, frammentato a livello nazionale, delle grandi esposizioni (che ha modo di operare anche rispetto a partecipazioni infragruppo⁶) e delle operazioni con parti correlate. Una soluzione uniforme a livello dell'UE porrebbe rimedio a tali incoerenze, garantendo una distribuzione semplificata del capitale all'interno dei gruppi transfrontalieri.

⁶ Mentre alcuni Stati membri concedono un'esenzione a pieno titolo per le esposizioni infragruppo a gruppi e conglomerati bancari soggetti a vigilanza supplementare, altri non esentano le esposizioni infragruppo all'interno di conglomerati. Ce ne sono anche alcuni che non affrontano nemmeno il problema.

5.2. Vita adulta: migliorare la gestione del capitale e della liquidità a livello di gruppo.

Ma soprattutto i gruppi bancari e finanziari transfrontalieri incontrano ostacoli persistenti nella gestione efficiente del capitale e della liquidità. Un punto di partenza per la necessaria riforma del quadro normativo può essere il rilancio delle proposte della Commissione europea del 2016 di modifica degli articoli 7 e 8 del CRR in tema di deroghe ai requisiti individuali di capitale e liquidità per le filiazioni dell'UE. Ma si dovrebbe oggi muovere con maggiore decisione di quella che ebbe la Commissione nel 2016, e parificare integralmente, sotto questo profilo, il trattamento dei gruppi domestici a quelli dell'Unione.

Una delle principali sfide per la gestione integrata di capitale e liquidità a livello di gruppo transfrontaliero resta tuttavia rappresentata dall'incertezza giuridica che genera l'applicazione del diritto societario e fallimentare nazionale alle operazioni intragruppo; ciò impedisce nei fatti ai consigli di amministrazione di attuare rapidamente e senza esitazioni trasferimenti intragruppo quando essi pur sono giustificati da esigenze di stabilità. Al contempo, non è agevole per le autorità di vigilanza navigare la complessità delle garanzie intragruppo o di altri meccanismi di sostegno infragruppo diversamente disciplinati a livello nazionale.

Per risolvere questo problema, l'Unione dovrebbe dettare per le banche regole armonizzate certe, ampliando l'ambito di applicazione degli articoli 19-26 della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD) in tema di accordi di sostegno infragruppo nella fase di intervento precoce, correggendone al contempo le complessità e inadeguatezze che ne hanno fino ad oggi decretato il sostanziale insuccesso. Del resto, la valorizzazione delle efficienze della struttura di gruppo è pienamente in linea con la giurisprudenza della Corte di Giustizia⁷ e con il quinto dei Principi di Corporate Governance del Comitato di Basilea per le banche.

⁷ C-528/12, Mömax, ECLI:EU:C:2014:51; C-292/16, A Oy, ECLI:EU:C:2017:888; C-386/14, Groupe Steria, ECLI:EU:C:2015:524; C-524/04, Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation, ECLI:EU:C:2007:161; C-311/08, Société de Gestion Industrielle, ECLI:EU:C:2010:26; C-382/16, Hornbach Baumarkt, ECLI:EU:C:2018:366. Per una discussione approfondita, SCHÖN, *Organisationsfreiheit und Gruppeninteresse in Europäischen Konzernrecht*, *Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht*, 2019, vol. 48, n. 3, pp. 343-378.

5.3. Crisi e morte: garantire la certezza del diritto nella risoluzione delle crisi.

La risoluzione rappresenta la fase finale e più critica del ciclo di vita di un gruppo finanziario. Quadri di risoluzione efficaci devono garantire senza incertezze l'*upstream* delle perdite e il *downstream* dei fondi all'interno dei gruppi transfrontalieri. Tuttavia, permangono notevoli ambiguità giuridiche in questo ambito, che aggravano le tensioni tra gli stati membri e minano la fiducia nel processo di risoluzione⁸.

Servono dunque disposizioni direttamente applicabili che specifichino le condizioni alle quali si attuano i trasferimenti infragruppo di attività e gli accordi di condivisione delle perdite durante la risoluzione. A tal fine si dovrebbe prendere le mosse dalle garanzie di cui all'art. 45, lett. f), punto 3, BRRD e agli artt. 12-*octies* e 12-*nonies* dello SRMR, rimuovendo tuttavia le ambiguità che attualmente ne ostacolano l'applicabilità.

6. Conclusione.

Il consolidamento dell'industria bancaria europea non è un mero orpello tecnico, ma è una pietra miliare della resilienza finanziaria ed economica dell'Unione. Eliminando gli ostacoli al consolidamento continentale dell'industria bancaria e finanziaria, l'UE può rafforzare la stabilità finanziaria, migliorare la competitività e approfondire i suoi mercati dei capitali.

I ritardi nell'affrontare tale questione rischiano non solo di minare l'Unione bancaria e l'Unione dei mercati dei capitali, ma anche la posizione dell'Europa in un panorama globale sempre più competitivo e complesso. Il prezzo dell'inazione, questa volta, è esistenziale. Se si vuole conseguire reale sovranità economica, resilienza e prosperità a medio e lungo termine, occorre il consolidamento bancario in Europa, ora.

⁸ In effetti, le deroghe al capitale e alla liquidità concesse dalle autorità di vigilanza a volte non sono ripeschiate dalle deroghe interne al MREL (requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili) concesse dalle autorità di risoluzione.

Diritto dell'economia e sviluppo economico: la prospettiva costituzionale*

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI

Consentitemi innanzitutto di ringraziare l'amica Antonella Brozzetti per aver organizzato questo secondo appuntamento in memoria dell'indimenticabile e indimenticato Prof. Franco Belli. Non potevo mancare a questo seminario perché il Prof. Belli è stato una presenza molto importante nel mio percorso di docente del Diritto dell'economia e, prima ancora, di giovane studiosa del diritto in generale. Tutti i componenti della comunità scientifica del Diritto bancario e del Diritto commerciale dell'Università Cattolica – e penso in particolare al Prof. Dolmetta e al Prof. Portale – erano a lui molto affezionati. Per tutti loro, e per noi allora giovani allievi, Siena è sempre stato un luogo dove si veniva volentieri e dove abbiamo trascorso intense giornate di studio ma anche spensierati momenti conviviali e di amicizia. Credo che ognuno di noi si senta un po' in debito verso Siena e questo fa sì che ogniqualvolta ci si torna lo si faccia con grande piacere.

Il titolo dell'odierno incontro, "Diritto dell'economia e sviluppo economico", è, per chi come me si è appassionato allo studio di questa disciplina, una sorta di invito a nozze. Mi ha fatto molto piacere sentire il Prof. Merusi raccontare che, ormai qualche decennio fa, la nascita a Siena di questa Facoltà è avvenuta a partire dalla presa di coscienza della grande rilevanza del diritto, anzi, per meglio dire, della capacità conformativa del diritto, rispetto ai fenomeni economici e finanziari, come pure rispetto ai soggetti attori dei vari mercati e alle relazioni tra loro intercorrenti. Proprio sulla base di questa consapevolezza si è deciso in quegli anni di rafforzare la presenza del diritto anche in facoltà di matrice economica e sono nate così le Facoltà di Scienze bancarie, finanziarie e assicurative come quella storica senese e quella della Cattolica dove ho insegnato per molti anni.

Da qualche tempo, però, ho lasciato l'insegnamento di Diritto dell'economia perché sono stata chiamata ad assumere la veste di giudice

* Le opinioni espresse nel saggio sono di carattere personale e non impegnano in alcun modo la Corte costituzionale, di cui l'Autrice è componente.

della Corte costituzionale. Oggi, dunque, vorrei cogliere l'occasione che questa nuova posizione mi offre, per condividere con voi qualche breve riflessione non tanto sul ruolo del diritto dell'economia rispetto allo sviluppo economico, quanto sugli spunti ricavabili dalla nostra Costituzione rispetto alla tematica in discorso e come pure rispetto ad un dato modello di sviluppo che oggi si è soliti qualificare come "sostenibile". Seguirò questa prospettiva perché mi pare che, al riguardo, la nostra Costituzione abbia indicazioni chiare da offrire e che tali indicazioni siano anche strettamente correlate con uno degli articoli della Carta fra i più rilevanti per quanto concerne le nostre discipline. Mi riferisco naturalmente all'art. 47 e, a questo proposito, non posso sottrarmi dal dire che parlare di questi temi seduta accanto al Prof. Merusi mi mette un po' in soggezione. Ho da poco, peraltro, avuto modo di rileggere le pagine da Lui scritte sull'articolo 47 della Costituzione e le ho trovate particolarmente illuminanti e attuali. Credo che dovremmo studiare maggiormente questa previsione costituzionale che, nell'odierno contesto economico, finanziario e sociale, ha ancora molto da dire.

Vorrei partire, però, da un'osservazione di carattere più generale.

La Costituzione italiana non è silente sui tratti essenziali della finanza e del mercato, né può dirsi, a tal proposito, neutra o scialba. Al contrario, essa risulta estremamente incisiva dal punto di vista dei modelli proposti.

In particolare, nella nostra Carta viene tracciato un necessario nesso funzionale tra finanza ed economia, ricavabile dalla scelta di un modello economico fondato sul lavoro (art. 1 ma anche artt. 2, 3, e 36 Cost.) e in cui i profili sociali dell'agire economico hanno preminenza rispetto alle 'egoistiche' logiche di mercato. In questo senso, può già dirsi presente nella Costituzione la stessa idea della funzione sociale del mercato, pur se la parola "mercato" non si rinviene espressamente nella Carta; o, per meglio dire, vi è stata inserita solo nel 2001, allorquando, nell'ambito della riforma del Titolo V della Costituzione, all'art. 117, co. 2, lett. e), si è riservata allo Stato la competenza legislativa esclusiva fra l'altro in materia di «*moneta, tutela del risparmio e mercati finanziari*».

Vi è, però, da sottolineare che, pur nella appena rilevata incisività in punto di "valori" da perseguire, la nostra Costituzione è stata capace di accogliere le assai profonde trasformazioni che in oltre settant'anni si sono compiute nel settore finanziario, nella maggior parte dei casi in connessione con il processo di integrazione europea.

Gli artt. 10, 11 e 117, co. 1, Cost. sono stati non a torto definiti, in termini generali, come trasformatori permanenti del diritto comunitario in diritto interno. E ciò vale anche per il settore bancario e finanziario:

grazie a queste previsioni, infatti, la disciplina complessiva del mercato finanziario ha potuto essere adattata al diritto europeo, inteso come comprensivo sia dei principi generali, sia delle norme dettagliate contenute in regolamenti e direttive.

Fra le numerose trasformazioni vissute dal sistema finanziario nazionale per effetto del processo di integrazione europea, è inevitabile qui rammentare l'avvenuto passaggio, a partire dagli anni Ottanta, da un'impostazione pubblicistica – che permeava sia il mercato mobiliare, presidiato dalla Borsa come istituzione di natura pubblica, sia il settore bancario, ove le banche erano anch'esse enti di natura pubblica – a un'impostazione marcatamente privatistica. Un'impostazione quest'ultima che ha visto la trasformazione della Borsa in un soggetto di diritto privato; come pure quella delle banche in entità di diritto privato, disciplinate dapprima alla stregua di “imprese come tutte le altre” e poi, più di recente, una volta cessati gli effetti di una vera e propria “sbornia da mercato”, come “imprese dotate di specificità proprie”.

Premesse queste brevi considerazioni di cornice, l'aspetto sul quale vorrei fare ora un veloce approfondimento – perché si lega ad uno dei temi più attuali dell'oggi – è quello della “prospettiva costituzionale” dello sviluppo sostenibile, ponendo attenzione, in particolare, ai nessi che questo tema presenta con quello della tutela del risparmio.

Come è ben noto, una recente modifica della Costituzione, che ha riguardato l'art. 9 e l'art. 41, concerne la sostenibilità, o, per meglio dire, un suo “spicchio”, quello che attiene al profilo dell'ambiente. Nel 2022, infatti, la tutela dell'ambiente è entrata esplicitamente in Costituzione e vi è entrata con un intervento riguardante anche il novero dei principi fondamentali, vale a dire di quei principi che di solito non sono oggetto di modifiche. Ritengo che tale scelta possa trovare una spiegazione nel fatto che, pur se in modo implicito, il profilo della sostenibilità ambientale fosse presente nella nostra Carta sin dall'origine. Anzi, allargando un po' lo sguardo, consentitemi di dire che tutti gli obiettivi di sviluppo sostenibile racchiusi nell'acronimo ESG (ambiente, finalità sociali, sviluppo equilibrato e gestione trasparente e prudente delle attività economiche), oggi così di frequente evocati non sono certo una novità per la nostra Costituzione: ne costituiscono, anzi, una delle sue caratterizzazioni più spiccate.

Tornando alla modifica del 2022, un primo cambiamento ha riguardato l'art. 9, ove è stato inserito un riferimento alla *«tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni»*. È interessante il riferimento alle future generazioni, che

pone la sostenibilità nei termini di una questione di giustizia intergenerazionale.

Pure l'art. 41 è stato interessato da una modifica, giacché si è voluto introdurre espressamente il divieto a che l'iniziativa economica privata possa svolgersi in modo da arrecare danno "all'ambiente", oltre che (come già era previsto) alla salute, alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana, e, prima ancora, «*in contrasto con l'utilità sociale*». Si tratta di una modifica di non poco momento, se solo si pone mente al fatto che parlare di libertà di iniziativa economica privata non vuol dire soltanto riferirsi, nell'accezione classica della locuzione, alla libertà di avvio di un'attività imprenditoriale, bensì anche ricomprendere, nella dimensione del mercato dei capitali, la libertà di allocazione del risparmio di cui ciascun individuo dispone. Anche l'azionista, infatti, assume un'iniziativa economica, in quanto aspira a trovare una giusta e adeguata remunerazione per l'assunzione del rischio consistente nella possibilità di subire una perdita derivante dal minor valore della propria partecipazione.

Gli stessi intermediari finanziari, inoltre, possono essere visti come soggetti esercenti attività d'impresa: e quindi, per un verso, tutelati dall'art. 41 Cost., ma per un altro anche suscettibili di limitazioni, nell'ipotesi di attività svolte in contrasto con la sostenibilità ambientale, come pure con l'utilità sociale e, più in generale, con gli obiettivi ESG.

Proseguendo su questa linea di ragionamento, nonostante le recenti modifiche cui ho appena fatto cenno non abbiano toccato in modo diretto l'art. 47, ho ragione di ritenere che anche quest'ultima previsione, specificamente focalizzata sul risparmio in tutte le sue forme, possa giocare un ruolo di rilievo nel contesto della accresciuta rilevanza del tema dello sviluppo economico sostenibile.

L'art. 47 è una norma davvero lungimirante, per non dire visionaria, se solo si considera il contesto economico in cui è stata scritta: a distanza di oltre settant'anni può dirsi forse un po' invecchiata dal punto di vista lessicale, ma non certo per quanto attiene alla sostanza dei fenomeni in essa considerati né agli obiettivi da essa perseguiti.

Il primo comma dell'art. 47 dispone, infatti, anzitutto che il risparmio va incoraggiato, prima ancora che tutelato; e, analogamente, il secondo comma, nel riferirsi al favorire l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario diretto e indiretto nei grandi complessi produttivi del Paese, apre e precorre ad una lettura molto dinamica del risparmio (inteso come ogni complesso di ricchezza destinato a entrare nel circuito economico), facendo scorgere già – sia pure in un contesto storico in cui il mercato mobiliare aveva dimensioni assai limitate – un'idea di finanza che sostiene e consente lo sviluppo dell'economia.

Le due prospettive – incoraggiare e tutelare il risparmio – hanno molto a che fare con la materia della sostenibilità che qui ci interessa. Incoraggiare il risparmio significa, infatti, compiere una serie di passi, a livello politico e giuridico, che involino a utilizzare le risorse in modo attivo e dinamico in modo che le medesime affluiscono in misura sempre maggiore al sistema finanziario. In quest’ottica, l’articolo 47 è previsione di grande modernità, perché, come emerge dal primo comma ma ancora di più dal secondo, fa propria una dimensione dinamica del risparmio: una dimensione molto coerente con l’idea di un utilizzo del risparmio funzionale allo sviluppo economico e alla sostenibilità.

Da quest’angolo visuale, è interessante soffermarsi sulle conseguenze della recente tendenza, emersa non solo in ambito europeo ma anche internazionale, alla corresponsabilizzazione del mercato e del risparmio nel raggiungimento di obiettivi di interesse generale che tradizionalmente sono sempre stati ritenuti di competenza esclusiva dello Stato.

Si tratta di un mutamento evidente nella ponderosa produzione normativa degli ultimi anni in materia di sostenibilità. Non v’è dubbio che questo filone della regolamentazione stia trasformando in modo profondo gli stessi elementi strutturali del mercato, delle sue regole e dei presidi che ne supportano il regolare e buon funzionamento.

Il tema è di amplissima portata e con rilevanti ricadute sistematiche: basti pensare, quanto al diritto societario, all’acceso dibattito che si è sviluppato in ordine al concetto di *corporate purpose*.

Senza indugiare oltre sul forte impatto che la regolamentazione sulla sostenibilità sta producendo a livello di sistema, merita qui sottolineare come l’appena prospettata evoluzione normativa risulti totalmente in linea con quanto in filigrana già si legge nell’art. 47 (in coerenza, peraltro, con il nesso prima evidenziato fra finanza ed economia reale). Ossia, che nella nostra Costituzione il risparmio non ha solo una declinazione in chiave privatistica, nel senso di legata ad interessi che si esauriscono nella sfera di soggetti individualmente considerati. Al contrario, quanto si è appena rappresentato rafforza, con tutta evidenza, la rilevanza pubblica della nozione di risparmio, ma ancor prima l’interesse pubblico al suo incoraggiamento e alla sua tutela. Il sistema produttivo, e più in generale quello della convivenza civile, hanno infatti solo da trarre benefici da un alto livello di risparmio dei consociati, la cui propensione all’operazione di preservazione di risorse dal diretto consumo deve essere promossa attivamente.

Questo è il motivo per cui nell’art. 47 si prevede un “incoraggiamento”, che comporta una specifica azione corale di “promozione”, che si deve estrinsecare nell’adozione di misure ed azioni idonee a diffondere

e ad incrementare pratiche di accumulo monetario suscettibili di sostenere le attività finanziarie e il sistema economico.

D'altro canto, quanto più estesi sono gli obiettivi da perseguire con il risparmio investito, tanto più è necessario che il medesimo venga non solo incoraggiato ma anche protetto, nell'ambito di un adeguato quadro normativo, da efficaci strumenti di *enforcement* sia pubblici sia privati. La dimensione della «tutela» è, infatti, fondamentale al fine di evitare che queste dotazioni di ricchezza privata, proficuamente riversabili nel sistema produttivo con ritorni non meramente legati all'interesse dei singoli, subiscano ingiustificate limitazioni e compressioni.

Per concludere, di fronte a sfide epocali come il cambiamento climatico, sono piuttosto fiduciosa quanto all'efficacia di una strategia sinergica tra pubblico e privato e ritengo anzi che forme di collaborazione tra diversi attori pubblici e privati possano essere efficacemente sviluppate attraverso strumenti nuovi ma pienamente iscrivibili (se non forse già iscritti) nella nostra cornice costituzionale.

Concorrenza e aiuti di Stato nel nuovo contesto geopolitico

MARCELLO CLARICH

Il tema della concorrenza e degli aiuti di Stato nella prospettiva dello sviluppo economico è diventato particolarmente attuale in questa fase storica che ha mutato in modo rilevante il contesto e i paradigmi che hanno segnato i rapporti tra Stato e mercato a livello globale. L'occasione delle riflessioni che seguono è costituita dal rapporto Draghi "*The future of European competitiveness*" del settembre 2024 che opera un'analisi approfondita delle ragioni della perdita della competitività dell'Europa con proposte a tutto campo che includono anche la materia della concorrenza e degli aiuti di Stato.

Preliminarmente bisogna capire da cosa è caratterizzata la nuova fase storica, perché il tema della concorrenza e degli aiuti di Stato è già da diversi anni, in realtà, al centro di un dibattito che rimette in discussione il modello liberista tradizionale, in cui il mercato è visto come una sorta di panacea, cioè come l'unico strumento per la crescita economica, perché la concorrenza stimola l'innovazione e l'innovazione stimola la

crescita. Nel rapporto Draghi, che pur si propone di far leva anche sulla concorrenza rimuovendo in particolare ostacoli e distorsioni normative che ancora caratterizzano numerosi settori economici, si cita anche la critica di Schumpeter all'eccesso di concorrenza che provoca una riduzione dei profitti e quindi una riduzione delle possibilità delle imprese di impegnarsi in attività di ricerca e sviluppo. Quindi anche l'eccesso di concorrenza, secondo Schumpeter, può provocare effetti negativi proprio sulla crescita economica promossa dall'innovazione (con la ben nota "distruzione creatrice" teorizzata dal grande economista).

Qual è la fase storica a cui facciamo riferimento, e quali sono gli elementi che hanno cambiato e stanno cambiando alcuni paradigmi? Vanno considerati almeno tre fattori riconducibili rispettivamente alla crisi finanziaria del 2008-2011, alla pandemia e alle tensioni geopolitiche a livello globale.

Il primo fattore, quello più noto almeno per gli studiosi di diritto delle banche e dei mercati finanziari, è la crisi finanziaria del 2008-2011, che ha avuto una serie di conseguenze nel settore qui di interesse.

In quella crisi ebbe un ruolo di primo piano proprio la disciplina europea in materia di aiuti di Stato.

Va richiamata in proposito la Comunicazione della Commissione europea del 2008 sugli aiuti di Stato che, di fronte al rischio di implosione dell'intero sistema finanziario, sostanzialmente liberalizzò le misure e gli interventi urgenti, autorizzati sotto l'urgenza degli eventi nell'arco di uno o due giorni perché, se si fosse superato il fine settimana la banca o l'istituzione finanziaria sarebbe entrata in crisi irreversibile con possibili effetti sistemici. A seguito di questa comunicazione, vi fu dunque un allentamento totale dell'applicazione delle regole del Trattato in materia di aiuti di Stato da parte della Commissione europea del quale hanno beneficiato molti Stati europei.

Successivamente la Commissione nel 2013 ha emanato una comunicazione, sostitutiva di quella del 2008, che ripristinò un'interpretazione più rigorosa della normativa. Partendo dal presupposto che la crisi finanziaria era divenuta meno grave, anche se non ancora del tutto superata, la Commissione rese meno agevole il procedimento per l'approvazione delle misure di aiuti di Stato varate dagli Stati membri. In particolare, subordinò il proprio consenso all'adozione da parte delle banche oggetto delle misure di sostegno di un piano di ristrutturazione volto, da un lato, a minimizzare l'esborso di danaro pubblico, dall'altro a ridurre l'impatto anticoncorrenziale, in modo tale da non pregiudicare la posizione delle banche concorrenti non colpite dalla crisi. La nuova comunicazione si ispirava dunque al principio, poi ripreso e sviluppato dalla disciplina di

risoluzione delle crisi bancarie, secondo il quale le perdite devono essere subite anzitutto dagli azionisti e dai titolari dei prestiti subordinati.

Le ricadute sul sistema bancario italiano del mutato quadro normativo furono piuttosto rilevanti.

In primo luogo, in occasione della crisi della Banca Tercas, posta in amministrazione straordinaria dalla Banca d'Italia, un tentativo di risanamento operato nel 2014 attraverso un aumento di capitale sottoscritto dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi incontrò l'opposizione della Commissione europea. Quest'ultima nel 2015 ritenne che l'operazione fosse in violazione della disciplina degli aiuti di Stato con richiesta di restituzione dell'importo (265 milioni di euro). Ciò per il fatto che il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, pur essendo alimentato da contributi delle banche, opera sotto l'influenza dominante della Banca d'Italia. La decisione della Commissione fu oggetto di un ricorso giurisdizionale innanzi alla Corte di giustizia europea che la ritenne illegittima, ma con tempistiche tali da non consentire di porre rimedio alla situazione che si era ormai irreversibilmente creata.

In secondo luogo, nel 2015, in seguito alla crisi di quattro banche di dimensione piccola o media (Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa Risparmio di Ferrara, CariChieti), la Banca d'Italia impose l'amministrazione straordinaria promuovendo poi soluzioni della crisi atte a garantire la continuità operativa. Tuttavia per la prima volta da molti decenni le perdite vennero assorbite non soltanto dagli azionisti, ma anche dai risparmiatori titolari di obbligazioni subordinate.

In terzo luogo, nel caso della crisi di due banche venete (Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca), le autorità europee nel 2017 non ritennero presenti rischi sistemici tali da giustificare la risoluzione secondo le nuove regole.

I due istituti furono posti così in liquidazione nel 2017 secondo le procedure ordinarie stabilite dal Testo unico bancario. Tuttavia, allo scopo di non consentire una distruzione di valore interrompendo la continuità operativa, i complessi aziendali furono oggetto di una cessione in blocco a favore della maggiore banca italiana (Banca Intesa). Ciò avvenne nell'ambito di un'operazione complessa che richiese anche l'approvazione da parte della Commissione di un consistente aiuto di Stato a favore di Banca Intesa, al fine di prevenire un turbamento eccessivo dell'economia del Veneto nel quale i due istituti avevano una presenza molto rilevante.

Infine, nel caso del Monte dei Paschi di Siena, numerosi furono i tentativi di risoluzione della crisi (dovuta in gran parte alla mole dei *non performing loans*) attraverso aumenti di capitale (l'ultimo non andato a

buon fine a fine 2016) richiesti in seguito al mancato superamento dei cosiddetti *stress tests* condotti su tutte le banche europee da parte delle autorità di vigilanza europee e nazionali.

Di fronte all'aggravarsi della crisi il Governo italiano varò un decreto legge (n. 237/2016) contenente misure di sostegno pubblico alla liquidità e al capitale delle quali il Monte dei Paschi di Siena ha potuto beneficiare. In particolare, la banca richiese di accedere a uno strumento previsto dalla nuova disciplina della risoluzione delle crisi bancarie per i casi di crisi non irreversibili e cioè la ricapitalizzazione precauzionale autorizzata dalle autorità europee. Essa rese necessaria l'immissione di risorse pubbliche per un ammontare superiore a 8 miliardi di euro e determinò l'assunzione da parte dello Stato del ruolo di azionista di controllo della banca.

Un secondo fattore da considerare è la crisi pandemica scoppiata a livello globale all'inizio del 2020, nel corso della quale gli aiuti di Stato furono oggetto dei c.d. *Temporary Framework*, il primo adottato con una comunicazione della Commissione UE immediatamente il 19 marzo 2020 e poi oggetto di aggiornamenti, che allentarono il rigore nell'applicazione delle regole per far fronte ad un'emergenza pari, e forse per certi aspetti, peggiore della crisi finanziaria.

In particolare la Comunicazione del 19 marzo 2020 ritenne ammissibili, previa notifica, alcune categorie di aiuti volti a garantire la liquidità e l'accesso ai finanziamenti a favore delle imprese colpite dalle misure restrittive che in molti casi hanno portato a un blocco totale dell'attività. Gli aiuti in questione includevano sovvenzioni dirette, agevolazioni fiscali e di pagamento, garanzie statali sui prestiti, tassi di interesse agevolati per i prestiti, flessibilità nell'assicurazione del credito all'esportazione.

Un aspetto significativo è che due crisi fondamentali, quella finanziaria e la crisi epidemica-sanitaria, ebbero entrambe come risposta lo Stato che interviene vuoi per salvare le banche, vuoi per sostenere l'economia in ginocchio rendendo più flessibile, fin quasi al limite della disapplicazione, la disciplina degli aiuti di Stato, con la conseguenza che il modello teorico iscritto nei Trattati è venuto sostanzialmente meno.

Il terzo fattore che ha segnato una svolta è costituito dal cambiamento del contesto geopolitico caratterizzato da tensioni crescenti in particolare tra Cina e Stati Uniti. Dai mercati aperti a livello globale si è andati, in questi ultimi anni, nella direzione di mercati più chiusi (all'insegna della deglobalizzazione), mercati in cui gli Stati vogliono recuperare l'autonomia nei settori strategici attraverso incentivi a produzioni nazionali.

Vanno richiamate per esempio le politiche volte a promuovere il *reshoring* di attività industriali strategiche per le catene del valore delocalizzate in paesi considerati ostili. Negli Stati Uniti l'*Inflation Reduction*

Act e il *Chips and Science Act* approvati nel 2022, mettendo sul campo ingenti risorse e agevolazioni pubbliche, hanno incentivato le imprese a operare investimenti negli Stati Uniti in particolare, con riferimento al secondo testo normativo, per promuovere la ricerca e la produzione nazionale di semiconduttori. Questa mossa ha spiazzato l'Unione europea rendendo necessaria, anche da questo punto di vista, una serie di contro misure inclusa la revisione della politica degli aiuti di Stato.

In questo quadro si colloca anche la distorsione della concorrenza a livello globale dovuta agli aiuti di Stato in Paesi come, per esempio, la Cina che concede una serie di sovvenzioni dirette e indirette alle imprese che poi operano nei nostri mercati in condizioni di vantaggio rispetto alle imprese europee.

Di fronte a questa situazione variegata, ma soprattutto in relazione ai nuovi scenari geopolitici, una serie di documenti, tra i quali il rapporto Draghi, delineano elementi di contesto che segnano una svolta nei rapporti tra Stato e mercato e nella politica di concorrenza e di aiuti di Stato.

In primo luogo è riemersa, dopo anni che era caduta in disuso, l'idea della politica industriale a livello europeo, di fronte a una concorrenza che funziona solo all'interno del mercato unico perfetto in Europa, ma che risulta penalizzante fuori dall'Europa, dove il mercato non è perfetto.

L'occasione che ha dato l'avvio alla discussione si ebbe quando nel 2019 la Commissione europea non consentì la concentrazione di Alstom e Siemens, i due grandi operatori europei, perché a livello di mercato europeo avrebbe creato una concentrazione con effetti fortemente discutibili dal punto di vista della concorrenza.

In quell'occasione si ebbe una risposta da parte dei governi francese e tedesco, che poi è la base concettuale e politica, nel *Manifesto per una politica industriale europea adatta al XXI secolo*, con il quale in tre pagine i due governi esprimono le linee che poi hanno portato ad una serie di evoluzioni in questi ultimi anni in tema di regole di concorrenza e aiuti di Stato.

Si parte dalla constatazione che non c'è una parità, il famoso *level playing field*, a livello globale; quindi, le imprese europee subiscono concorrenza da imprese di altri Stati, che invece sono fortemente sussidiate. Qui la chiave fondamentale di riflessione è che il problema degli aiuti di Stato non può essere analizzato solo nel mercato europeo con le nostre regole del Trattato, bisogna anche integrare nelle politiche di concorrenza e nell'applicazione delle regole di concorrenza, ma anche di concentrazioni, per esempio, anche il fattore degli aiuti di Stato forniti da Stati esteri a imprese straniere che arrivano in Italia. Questo è stato attuato con il *Foreign Subsidies Regulation* del 2013, che individua una serie di strumenti di controllo per far sì che la concorrenza in Europa

non sia falsata da parte di imprese che godono di sovvenzioni e di altre forme di sostegno pubblico nei propri Paesi di origine.

Un altro aspetto, sul quale ci si soffermerà più avanti, è collegato all'aggiornamento delle linee guida in materia di concentrazioni adottate dalla Commissione europea che vanno riadattate al nuovo contesto.

Il terzo punto consiste specificamente nella revisione delle regole sugli aiuti di Stato in Europa da parte di Stati membri europei a imprese europee. Una proposta è quella di allargare le maglie alla possibilità degli Stati di sostenere e finanziare i cosiddetti "Importanti progetti di comune interesse europeo", che hanno anche una base nel Trattato. Questo significa che una pluralità di imprese operanti in più Stati membri è incentivata a collaborare per realizzare progetti fortemente innovativi allo scopo di colmare il divario in particolare con gli Stati Uniti anche beneficiando di aiuti di Stato. Come sottolinea il rapporto Draghi, l'Europa ha sostanzialmente perso la competizione sulle grandi piattaforme tecnologiche e anche sull'intelligenza artificiale e pertanto si propone di allargare ulteriormente le maglie degli aiuti di Stato in una prospettiva non più nazionale, ma europea.

A valle del Manifesto franco tedesco sopra citato, la Commissione europea nel marzo 2020 ha pubblicato una comunicazione intitolata (riprendendo quasi il titolo del Manifesto dei due ministri dell'economia francese e tedesco) "*Una nuova strategia industriale per l'Europa*", nella quale si riprendono e si sviluppano alcune idee già presenti in quel documento.

Ancor più chiaro è poi l'aggiornamento di questa comunicazione del 2020, avvenuto nel 2021, che ha affinato ulteriormente l'idea che bisogna in qualche modo rivedere anche la disciplina degli aiuti di Stato.

Ciò è già stato fatto, per esempio, nel settore dell'ambiente e dell'energia con una disciplina che ha favorito la possibilità degli Stati di intervenire in questi settori. E questo, tra l'altro in connessione con il progetto ambizioso di politica industriale che è il c.d. *Green Deal* che pone obiettivi strategici di neutralità climatica al 2050, con i passaggi intermedi 2030, da raggiungere anche con strumenti di politica industriale e azioni di sostegno da parte degli Stati, peraltro cercando, per quanto possibile, di non creare distorsioni nel mercato unico.

Il rapporto Draghi cita un rapporto dell'Autorità europea dell'energia secondo il quale in questi anni sono state messe in campo circa 400 misure di aiuto al settore dell'energia. Però, tenuto conto delle differenze tra le strategie adottate dai diversi Stati, l'effetto complessivo di questo modello di aiuti di Stato parcellizzati e frammentati è stata una riduzione della unicità del mercato unico dell'energia. Il rapporto Draghi sul punto sollecita invece una visione sistemica, in quanto la frammentazione an-

che degli interventi ha effetti negativi, e quindi bisogna inserirli in una cornice europea che li razionalizzi.

Il rapporto considera il caso delle industrie militari rilevando che in Europa il livello di spesa non è bassissimo complessivamente, ma è una spesa che i singoli Stati indirizzano in modo non coordinato. Il risultato in termini di capacità di difesa come sappiamo è inadeguato rispetto alle sfide poste nel nuovo contesto geopolitico, che vede addirittura rimessa in discussione l'alleanza atlantica.

Un altro aspetto del rapporto Draghi è la critica alla metodologia applicata dalla Commissione europea in materia di concorrenza, perché l'idea è che bisogna valutare le operazioni di concentrazioni, ma anche altri tipi di situazioni rilevanti sul profilo del diritto della concorrenza, non soltanto guardando all'effetto sui prezzi (per esempio, di una concentrazione che determina un aumento di potere delle imprese e quindi un peggioramento della situazione dei consumatori). Bisognerebbe invece, secondo il rapporto Draghi, valutare in modo più specifico e focalizzato il potenziale dell'innovazione che ci si può aspettare da un'operazione di concentrazione.

Anzi nell'ambito della valutazione di queste operazioni emerge quella che viene definita come la *innovation defence*, nel senso che le imprese interessate possono giustificare le operazioni di concentrazione nella prospettiva di introdurre innovazioni fondamentali. Si può tenere conto di questo potenziale di innovazione attraverso poi impegni precisi nei settori di sviluppo attraverso un dialogo con la Commissione. Se poi non vengono rispettati gli impegni di investimenti dedicati a questa innovazione intervengono strumenti di tipo rimediabile.

Il rapporto Draghi si spinge fino al punto di affermare che nell'ambito delle valutazioni antitrust occorre tener conto anche di interessi pubblici come la sicurezza e la resilienza, un termine in auge dopo il Covid. Il rapporto propone di affidare la valutazione di questi interessi pubblici in settori quali per esempio energia e difesa, a un nuovo ente europeo chiamato *Resiliency Assesment Body*, che dovrebbe esprimere una valutazione di questo interesse pubblico da rappresentare poi alla Commissione europea nel momento in cui valuta un'operazione di concentrazione.

Un ultimo accenno va dedicato agli aiuti di Stato dei Paesi terzi e in particolare al già richiamato *Foreign Subsidies Regulation* del 2023 che attribuisce alla Commissione europea nuovi poteri per mantenere il *level playing field* all'interno del mercato unico europeo con riguardo, non solo alle operazioni di concentrazione, ma anche al settore degli appalti pubblici. In quest'ultimo settore le imprese di Paesi terzi, che operano nel mercato unico anche attraverso imprese europee partecipano alle gare presentando offerte fuori mercato perché nei Paesi di origine godono di

sovvenzioni dirette e indirette. Per evitare l'alterazione della *par condicio* tra le imprese che partecipano alle procedure di gara la Commissione europea può intervenire escludendo l'impresa che ha beneficiato di sovvenzioni. In questo modo, in buona sostanza, si estende il monitoraggio degli aiuti di Stato anche al di fuori del perimetro del mercato unico europeo.

Capital Markets Union e Saving and Investment Union nella prospettiva dello sviluppo economico, sostenibile e digitale del mercato finanziario

PAOLA LUCANTONI

SOMMARIO: 1. Introduzione: il monito di Eraclito. – 2. La prospettiva dell'investitore, del mercato e del sistema finanziario. – 3. La *Capital Markets Union* tra obiettivi dichiarati nel 2015 e obiettivi sopravvenuti nel 2020. – 4. Le sfide delle banche nel contesto della CMU. – 5. La *Retail Investment Strategy* nel contesto della CMU. – 6. I rapporti Letta e Draghi, la *Saving and Investment Union* e possibile ruolo della RIS. – 7. Conclusioni: *liability* e Agostino.

1. Introduzione: il monito di Eraclito.

Il monito di Eraclito “Ogni giorno ciò che scegli è ciò che diventi” ben si applica al processo di costruzione dell'ordinamento bancario e finanziario eurounitario che nella prospettiva diacronica viene fortemente influenzato dai differenti piani di azioni, mutevoli nel tempo, da leggersi come reazioni di sovente in contesti di crisi sistemiche, guidati da rapporti di c.d. *wise men*, uomini di grandissimo calibro che hanno mostrato grande interesse alla costruzione dell'Europa¹.

Nella prospettiva del ruolo degli *wise men*, mette conto in questa sede segnalare il ruolo di Lamfalussy (2001), cui si può riconoscere un ruolo fondativo del sistema di produzione delle fonti normative, artico-

¹ Per un inquadramento sistematico del mercato finanziario cfr. LENER e LUCANTONI, *Il mercato finanziario*, Torino, 2024 *passim*; e GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Milano, 2001.

lato nei noti 4 livelli; e di Larosière (2009) che, in risposta alle carenze della vigilanza sull'ordinamento bancario e finanziario, ha fortemente contribuito alle previsioni di un sistema macroprudenziale (*ERSB*) e microprudenziale di vigilanza (*ESAs*)².

Ne risulta così un sistema complesso che, come emerge dai regolamenti 2010, omogenei per le tre *ESAs* (*ESMA*, *EBA*, *EIOPA*), individua una triplice vocazione dell'ordinamento bancario e finanziario, di cui si dà conto nel paragrafo che segue.

2. La prospettiva dell'investitore, del mercato e del sistema finanziario.

In primis, dalla prospettiva negoziale, che legge lo strumento finanziario non solo come (i) prodotto che circola sul mercato, di cui l'ordinamento debba garantire all'investitore un diritto di *exit* ad un prezzo non punitivo, ma anche come (ii) contratto e regolamento negoziale nel cui quadro l'investitore è il contraente debole che debba essere adeguatamente tutelato. Sicché si ha *investor protection*, se viene realizzato l'obiettivo «*to better serve financial consumers' needs and reinforce their ability to make informed decision*».

L'abilità di assumere decisioni informate è particolarmente complessa, soprattutto per i *retail investors*. In argomento, la crisi del risparmio c.d. tradito del 2009 segna uno spartiacque nella prospettiva della regolamentazione europea³. Sia consentito così l'utilizzo della metafora che vede nel diritto dei mercati finanziari anche un po' il diritto della crisi, o comunque la situazione di crisi del mercato è, metaforicamente, la fonte di produzione del diritto del mercato finanziario.

Dal punto di vista delle fonti normative, la prima stagione della regolamentazione europea del mercato finanziario era fortemente basata sulla trasparenza obbligatoria, funzionale a consentire all'investitore scelte consapevoli perché "informate", come dimostra la *Investment Ser-*

² In argomento, con particolare riferimento all'autorità competente sui mercati finanziari, si rinvia a MOLONEY, *The Age of ESMA. Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing, 2018, *passim*.

³ Sulla stagione di riforme post crisi finanziaria del 2009 vedi per tutti MOLONEY, FERRAN, HILL e COFFEE jr., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2012, *passim* e per una considerazione *ex post* v. MOLONEY, *EU Financial market regulation a Decade from the Financial-Crisis-Era Reforms: Crisis, Uncertainty, and Capacity*, 42 *Oxford Yearbook of European Law*, 2023.

vice Directive 93/22/CEE che ruota intorno ai due principi cardini della *know your customer rule* e *know your merchandise rule* come strumenti idonei a trasferire al cliente tutto il bagaglio informativo ai fini di una scelta consapevole di investimento⁴.

In tema di scelte di investimento, gli studi di *behavioural economics* ci hanno mostrato come la razionalità dell'investitore sia fortemente condizionata da dissonanze cognitive che compromettono la possibilità, nel mercato finanziario, di scelte razionali che rispondano al modello, predicato dall'economia classica e neoclassica, dell'*homo aeconomicus*. Difatti la *metacognizione*, intesa come abilità a processare le informazioni al fine della scelta consapevole di investimento, risulta fortemente limitata e non idonea a scelte di investimento realmente consapevoli.

Ne risulta che il sistema del mercato finanziario deve prevedere strumenti di *eteroregolazione* delle scelte di investimento, in cui le scelte dell'investitore siano condizionate da soggetti altri rispetto all'investitore stesso, vuoi nella relazione negoziale tra intermediario e cliente vuoi nella prospettiva di vigilanza sulla circolazione del prodotto finanziario sui mercati finanziari. In tale prospettiva, in particolare con la MiFID II, possono enuclearsi tre tipologie di disciplina, centrate rispettivamente (i) sulle regole di condotta degli intermediari, (ii) sui principi di governo interno del prodotto ad opera degli stessi intermediari, c.d. *product governance* e (iii) sulle disposizioni eccezionali che attribuiscono alle autorità nazionali e europee di vigilanza poteri di limitare la circolazione di prodotti inadeguati per il risparmiatore al dettaglio, c.d. *product intervention*.

Quanto al primo aspetto, (i) i principi in materia di adeguatezza⁵, impongono all'intermediario nell'attività di consulenza di raccogliere i dati relativi all'investitore in tema di situazione finanziaria, obiettivi di investimento e di conoscenza e competenza del risparmiatore, con capacità di bloccare scelte di investimento non adeguate, nonostante il parere contrario del risparmiatore stesso. Ne consegue così che la metacognizione, in applicazione del principio di adeguatezza, diviene recessiva

⁴ Sul tema delle euristiche nelle scelte di investimento e nel ruolo dell'informazione sia consentito il riferimento a LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Milano, 2020, passim; e altresì NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012.

⁵ In argomento cfr., da ultimo, M.E. SALERNO, *La valutazione della consapevolezza dell'investimento finanziario sotto il profilo del rischio degli investitori "vulnerabili" per bassa educazione finanziaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, pp. 307-331.

rispetto alla eteroregolazione delle scelte di investimento. Analogamente avviene (ii) con la c.d. *product governance*⁶, in cui grava sull'intermediario l'obbligo di individuare, vuoi nella fase di progettazione vuoi nella fase di distribuzione dei prodotti, il c.d. *target market*, al fine di indicare con puntualità la categoria di risparmiatori cui il prodotto sia ritenuto adeguato in termini di scelte di investimento. Da ultimo, egualmente drasticamente impeditiva dell'attività metacognitiva del singolo risparmiatore è altresì (iii) l'attività di *product intervention* attraverso la quale, negando l'azione della mano invisibile del mercato di smithiana memoria, l'autorità di vigilanza nazionale o europea, come accaduto nei casi di *binary option* e *contracts for differences*, ha il potere di impedire la collocazione sul mercato di prodotti reputati inadeguati all'investitore *retail*.

Tornando alla più ampia visione fissata dai Regolamenti delle ESAs del 2010, la seconda prospettiva è più eminentemente di mercato e indicata, nei regolamenti come *orderly markets*, funzionali «to foster the integrity, transparency, efficiency and functioning of financial markets and market infrastructures». Se, infatti, dalla prospettiva della *capital markets efficiency theory*, il prezzo di mercato deve esprimere il valore fondamentale dell'iniziativa economica sottostante, l'organizzazione delle infrastrutture di negoziazione e *post* negoziazione è così teleologicamente orientata a garantire l'incorporazione delle informazioni *price sensitive* nei prezzi di mercato, attraverso regole di *mandatory disclosure* che al tempo non consentano *insider trading* e *market manipulation*.

Da ultimo, mette conto segnalare la prospettiva sistemica, intesa come l'idoneità dell'ordinamento finanziario *to strengthen the financial system to be capable of withstanding shocks*. Il tema è eminentemente collegato al *framework* regolamentare in tema di contenimento dei rischi di capitali e di liquidità degli intermediari finanziari.

Sicché, parafrasando Eraclito, l'ordinamento finanziario eurounitario si viene plasmando *cotidie* in base alle scelte normative che ruotano intorno ai tre pilastri della protezione dell'investitore, dell'integrità del mercato e della stabilità del sistema di cui si è dato conto in questa breve introduzione.

⁶ Sul tema si veda LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche, obblighi e responsabilità dei "produttori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, pp. 566 ss.; COLAERT, *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions*, in 31 *European Business Law Review*, 6 (2020).

Nei paragrafi che seguono, l'attenzione è rivolta in particolare alla *Capital Markets Union* convertita di recente nella *Saving and Investment Union*.

Si cercherà altresì di dare conto, Nella particolare prospettiva del mercato bancario europeo, delle sfide future per le banche dell'UE nel contesto della CMU integrata nella *banking Union* e delle forze trasformative che stanno rimodellando il panorama finanziario, richiedendo agli intermediari finanziari e bancari di adattarsi, innovare e assumere un ruolo più responsabile nella nostra società.

3. La *Capital Markets Union* tra obiettivi dichiarati nel 2015 e obiettivi sopravvenuti nel 2020.

Nel 2015, su iniziativa della Commissione Europea guidata da Jean Claude Juncker, viene lanciata la *Capital Markets Union* (CMU)⁷, con l'obiettivo (invero assai ampio) dichiarato di facilitare l'accesso ai finanziamenti per le imprese, in particolare le piccole e medie imprese (PMI), ridurre la dipendenza delle PMI dal reddito bancario e aumentare le opportunità di investimento per gli investitori; rafforzare la stabilità finanziaria attraverso una maggior integrazione e diversificazione del mercato finanziario.

In linea col pensiero di Eraclito secondo cui ogni giorno ciò che scegli è ciò che diventi, la scelta della presidente della Commissione Europea Ursula von der Leyen è stata di rilanciare il progetto della CMU più volte, in particolare con il piano d'azione del 2020 che ha ribadito l'urgenza di completare l'unione dei mercati del capitale anche alla luce delle sfide poste dalla pandemia e dalla transizione verde e digitale.

Gli obiettivi della *Capital Markets Union* risultano così ulteriormente ampliati. Ai fini solo ricognitivi, il piano di azione si muove sui seguenti piani: (i) diversificare le fonti di finanziamento per le imprese europee, riducendo la dipendenza dal credito bancario, promuovendo un accesso più ampio e facilitato ai capitali per aziende di ogni dimensione, specialmente le piccole e medie imprese (PMI), e favorendo quindi la crescita e l'innovazione; (ii) facilitare l'accesso ai capitali in tutta l'UE, creando un mercato dei capitali unico e integrato che permetta agli investitori di operare oltre i confini nazionali, con l'obiettivo di creare un sistema fi-

⁷ Sul tema da ultima MOLONEY, *Capital Markets Union: the Lure of Grand Designs and a Call for Modesty*, 50 *European Law Review* 21 (2025).

nanziario più resiliente e meno frammentato, che possa attrarre maggiori investimenti; (iii) migliorare la resilienza dell'economia europea di fronte agli *shock* economici, come crisi o eventi globali, rafforzando le alternative di finanziamento rispetto a un sistema fortemente bancocentrico; (iv) sostenere la transizione verde e digitale dell'economia europea, promuovendo strumenti di finanziamento che favoriscano gli investimenti sostenibili e supportino l'innovazione tecnologica; (v) rafforzare la posizione dell'UE nei mercati finanziari globali aumentando la competitività del mercato europeo e attirando investimenti internazionali, rendendo l'UE un polo finanziario più autonomo e competitivo a livello globale.

Ai fini meramente illustrativi della stratificazione di normativa che l'ampio programma della CMU ha previsto, mette conto offrire una sintetica panoramica dei principali interventi in materia di regolamentazione europea⁸. Il riferimento è in particolare alla MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) e alla MiFIR (*Markets in Financial Instruments Regulation*), che hanno introdotto regole più severe per migliorare la trasparenza dei mercati finanziari, proteggere gli investitori e armonizzare le normative a livello europeo. La MiFIR, in particolare, completa MiFID II, focalizzandosi sulla trasparenza e sull'integrità dei mercati. In aggiunta mette conto segnalare la *Prospectus Regulation*, normativa che facilita l'accesso ai mercati dei capitali per le PMI, semplificando le regole di emissione dei prospetti informativi per la raccolta di capitali, riducendo così i costi di compliance per le piccole e medie imprese; la *European Long-Term Investment Funds (ELTIF) Regulation*, introdotta per incentivare gli investimenti a lungo termine in infrastrutture, PMI e progetti sostenibili, permettendo agli investitori al dettaglio di partecipare a fondi di investimento a lungo termine, con lo scopo di finanziare progetti di sviluppo economico e transizione verde; la *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*, che richiede alle istituzioni finanziarie di fornire informazioni dettagliate sulle loro politiche ESG e sull'impatto ambientale e sociale dei loro investimenti, favorendo trasparenza e comparabilità tra prodotti finanziari; la *EU Taxonomy Regulation*, normativa che introduce una classificazione uniforme delle attività economiche sostenibili, definendo criteri chiari per stabilire cosa possa essere considerato "sostenibile", con l'obiettivo di orientare il capitale verso investimenti che supportino la transizione ecologica; la *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*

⁸ Sulle normative citate per un approfondimento cfr. per tutti MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*³, Oxford University Press, 2023, *passim*.

che costituisce la precedente Direttiva sulla Dichiarazione Non Finanziaria (NFRD), ampliando i requisiti di rendicontazione delle aziende in materia di sostenibilità, e obbliga un maggior numero di imprese a rendere pubblici i dati ESG, promuovendo trasparenza e *accountability*; la *Capital Requirements Directive VI* (CRD VI) e *Capital Requirements Regulation III* (CRR II), che contengono aggiornamenti del quadro prudenziale delle banche, rafforzano i requisiti patrimoniali e di gestione del rischio, contribuendo alla stabilità del sistema finanziario e incentivando le banche a sostenere progetti sostenibili; la *Central Securities Depositories Regulation* (CSDR), che si pone l'obiettivo di migliorare l'efficienza delle infrastrutture di mercato, come i depositari centrali di titoli, per promuovere una maggiore sicurezza e armonizzazione nei regolamenti di *post-trading* a livello europeo; la *Digital Operational Resilience Act* (DORA), in vigore dal 2022, e focalizzata sulla resilienza operativa digitale del settore finanziario, obbligando le istituzioni a garantire continuità e sicurezza delle loro operazioni contro i rischi informatici; la *Markets in Crypto-Assets* (MiCA) *Regulation* che fornisce un quadro di regolamentazione per gli *asset* digitali e le criptovalute, promuovendo sicurezza e trasparenza in un mercato in rapida espansione.

In sintesi, se l'obiettivo della CMU è creare un mercato unico dei capitali in Europa che sia inclusivo, resiliente e sostenibile, a supporto dello sviluppo economico e delle transizioni ambientale e digitale, lo strumento principe diviene la regolamentazione. In altre parole, e parafrasando il pensiero ascarelliano secondo cui all'interprete è dato costruire un ponte connettivo tra connotati tipologici della realtà e *regulae iuris*, nella CMU pare che fattore di creazione dei connotati tipologici della realtà siano proprio le *regulae iuris*.

Gli esiti tuttavia non sono stati quelli auspicati.

La prospettiva della Commissione Europea, in tale contesto, era quella di attuare un CMU sul modello – almeno quanto agli effetti potenziali – della *Banking Union*, ossia la rimozione di ostacoli regolamentari alla prestazione delle attività facendo convergere la disciplina del settore. La CMU, tuttavia, mancava (e manca tuttora) di una prospettiva di verticalizzazione della vigilanza a livello europeo che invece ha caratterizzato, sebbene non ancora completa, l'Unione bancaria quando è stato concepito il meccanismo di Vigilanza Unico esattamente allo scopo di far convergere le prassi di vigilanza sia nell'accesso al mercato, sia con riferimento alla vigilanza degli enti di dimensioni più rilevanti.

Nella prospettiva della CMU si è generato un ulteriore aumento del peso regolatorio in capo agli intermediari senza, tuttavia, generare van-

taggi significativi in termini di efficientamento del mercato o riduzione di costi per l'investitore.

4. Le sfide delle banche nel contesto della CMU.

Nonostante gli sforzi, l'economia dell'UE dipende ancora fortemente dal settore bancario per canalizzare il risparmio verso gli investimenti. Ma non c'è contraddizione tra una CMU pienamente sviluppata e il settore bancario, soprattutto nella prospettiva della sostenibilità e della digitalizzazione⁹.

Un mercato dei capitali integrato nell'UE è essenziale per le transizioni verde e digitale, che richiedono sia canali diretti (mercati dei capitali) che indiretti (bancari). Sebbene questo sia un obiettivo ambizioso e necessario, rappresenta una sfida significativa per le banche europee. Tradizionalmente, le banche dell'UE sono state i principali fornitori di finanziamento per l'economia. Il passaggio a un sistema più orientato al mercato significa che le banche dovranno ridefinire i loro ruoli e strategie all'interno di questo ecosistema finanziario in evoluzione.

Le banche dell'UE devono affrontare una serie di sfide per adattarsi alla CMU, che comporta sia cambiamenti strutturali sia opportunità per la crescita. Tra questi mette conto segnalare l'esigenza che le banche siano chiamate a sviluppare nuovi strumenti di finanziamento per sostenere la crescita economica e la sostenibilità. Questo include il supporto a progetti con un forte impatto ambientale e sociale, garantendo che i criteri ESG diventino parte integrante delle decisioni di investimento. A ciò si aggiunga la necessità di una competizione nel mercato integrato: l'integrazione dei mercati dei capitali rende, infatti, più rilevanti gli operatori non bancari, come fondi di investimento e piattaforme *fintech*, aumentando la concorrenza per le banche. Questo potrebbe spingere le banche a esplorare strategie di aggregazione, come nel caso di Commerzbank e UniCredit, per restare competitive e cogliere opportunità di sviluppo. Si aggiunga inoltre l'esigenza di un rafforzamento della conformità normativa: le banche devono infatti allinearsi a normative complesse, come MiFID II e la

⁹ Sui temi della sostenibilità e della digitalizzazione sia consentito il riferimento a LUCANTONI, *Sostenibilità "ESG" e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, I, pp. 6-21; e LUCANTONI e VILLANI, *La gestione e supervisione dei rischi ICT e di sicurezza nelle attività finanziarie esternalizzate tra DORA e CRDVI*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2025, pp. 1-21.

direttiva CRD VI, che richiedono un adeguamento costante dei processi interni per garantire la conformità. Questi requisiti normativi rappresentano costi significativi, ma possono anche favorire un sistema più stabile e sostenibile a beneficio dell'intero tessuto economico europeo. Da ultimo, ma di rilevante importanza, occorre segnalare il duplice obiettivo della digitalizzazione e innovazione: la CMU infatti incoraggia l'uso della tecnologia per migliorare l'efficienza degli investimenti transfrontalieri. Le banche, pertanto, devono investire in infrastrutture digitali e sicurezza informatica per adattarsi alla competizione globale e per facilitare l'accesso ai mercati di capitale. Le *partnership* con *fintech* possono aiutare le banche a migliorare la loro offerta di servizi digitali e a rispondere alle nuove aspettative dei clienti.

Mette conto rilevare altresì la centralità della sostenibilità come forza trasformativa chiave, con le banche che giocano un ruolo centrale nel facilitare la transizione verso un'economia sostenibile. È altresì un'altra forza trasformativa che sta rimodellando l'intero settore finanziario. C'è un crescente consenso sul fatto che le banche debbano svolgere un ruolo centrale nel facilitare la transizione verso un'economia sostenibile. Ciò richiede l'incorporazione di fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei loro modelli di *business*, nelle pratiche di credito e nelle strategie di investimento.

Tuttavia, questo passaggio verso la sostenibilità pone anche sfide significative.

Da un lato, le banche dell'UE sono sempre più chiamate a finanziare progetti che supportano obiettivi ambientali, come le energie rinnovabili e le infrastrutture sostenibili. Questa transizione verso il "finanziamento verde" richiede alle banche di sviluppare competenze nella valutazione dell'impatto ambientale delle loro attività di prestito, un compito non facile data la mancanza attuale di dati standardizzati sugli ESG. In aggiunta si pone un problema di conformità normativa e rendicontazione. L'Unione Europea ha introdotto diverse normative, come il Regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile (SFDR) e la Tassonomia dell'UE, la CSRD, che richiedono alle banche di divulgare informazioni sulle loro pratiche di sostenibilità e sull'impatto ambientale delle loro attività. Garantire la conformità a queste normative richiede significativi investimenti nella raccolta, analisi e rendicontazione dei dati. Resta altresì aperta la questione della gestione dei rischi climatici: le banche devono sviluppare quadri robusti per identificare, misurare e gestire i rischi legati al clima. Questi rischi non sono solo finanziari, ma possono anche influire sulla reputazione delle banche se vengono percepite come insufficientemente impegnate a supportare la sostenibilità.

L'intersezione tra la CMU e la sostenibilità presenta sia sfide che opportunità per le banche dell'UE. Navigare con successo questa intersezione richiede un approccio strategico che miri a soluzioni di finanziamento innovative. Le banche possono sviluppare strumenti di finanziamento innovativi, come obbligazioni verdi e prestiti legati alla sostenibilità, per supportare la transizione verso un'economia più verde. Allineando la loro offerta di prodotti con gli obiettivi di sostenibilità, le banche possono posizionarsi come attori chiave della crescita sostenibile. Così come è richiesta una profonda trasformazione digitale. Occorre di fatti investire in piattaforme e tecnologie digitali per aiutare le banche a semplificare le loro operazioni, ridurre i costi e migliorare la loro capacità di valutare i rischi e le opportunità legate agli ESG. Questa trasformazione consentirà inoltre alle banche di supportare meglio gli obiettivi della CMU facilitando gli investimenti transfrontalieri. In tale prospettiva sarà altresì rilevante l'individuazione di forme di collaborazione e *partnership*. Per affrontare le sfide poste dalla CMU e dalla sostenibilità, le banche dovrebbero collaborare con altre istituzioni finanziarie, organismi regolatori e società *fintech*. Lavorando insieme, possono sviluppare metriche ESG standardizzate, migliorare l'accesso alla finanza sostenibile e creare un sistema finanziario più integrato e resiliente. Occorre poi incorporare la sostenibilità nella cultura aziendale. Le banche devono garantire che la sostenibilità sia incorporata nella loro cultura aziendale e nei processi decisionali. Ciò significa formare i dipendenti sulle questioni ESG, stabilire obiettivi chiari di sostenibilità e rendersi responsabili di tali obiettivi.

In conclusione le banche dell'UE si trovano in una fase di trasformazione profonda, chiamate a rispondere alle nuove esigenze del mercato e a promuovere uno sviluppo economico che sia non solo sostenibile, ma anche inclusivo e resiliente. Le sfide poste dall'integrazione tra la *Capital Markets Union* e la *Banking Union* sono complesse e richiedono investimenti significativi, nuove competenze e un approccio strategico che unisca innovazione, collaborazione e responsabilità sociale.

Per navigare con successo l'intersezione tra la CMU e la sostenibilità, le banche devono adottare un approccio strategico. Ciò include lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi come obbligazioni verdi e prestiti legati alla sostenibilità, l'investimento in piattaforme e tecnologie digitali, e la collaborazione con altre istituzioni finanziarie, organismi regolatori e società *fintech*. Inoltre, le banche devono integrare la sostenibilità nella loro cultura aziendale e nei processi decisionali, stabilendo obiettivi chiari di sostenibilità e rendendosi responsabili di tali obiettivi.

Le banche dovranno inoltre elaborare piani di transizione nell'ambito del quadro prudenziale, integrandoli con gli impegni di transizione stabiliti

altrove, come la Direttiva sul *Reporting* di Sostenibilità d'Impresa (CSRD). I supervisor avranno il potere di far rispettare tali impegni, compreso il potere di richiedere alle banche di aumentare i requisiti patrimoniali. Requisiti minimi di rendicontazione e divulgazione ESG si applicheranno a tutte le banche, con una proporzionalità per le banche più piccole.

Il percorso da seguire non sarà facile, ma con le giuste strategie, investimenti e mentalità, le banche dell'UE possono affrontare la sfida e svolgere un ruolo cruciale nel plasmare il futuro del sistema finanziario europeo.

5. La *Retail Investment Strategy* nel contesto della CMU.

In prospettiva di protezione dell'investitore nella CMU si inserisce la *Retail Investment Strategy*¹⁰, piano di azione che si pone come obiettivo alto la promozione di un mercato unico dei capitali, accessibile e sicuro per gli investitori al dettaglio, con l'obiettivo di canalizzare più risparmio privato verso il mercato dei capitali europeo. Egualmente – e parafrasando Angelo Falzea – si auspica che l'efficacia costitutiva del diritto sia altresì funzionale a realizzare un mercato dei capitali.

In tale contesto, lo strumento rilevante diviene la *product governance* - di cui si è già dato conto tra gli strumenti di eteroregolazione delle scelte di investimento – che viene altresì arricchito con la previsione di una complessa disciplina in tema di *value for money* che si pone come obiettivo quello di fornire agli investitori un rendimento e una qualità dell'investimento proporzionata ai costi sostenuti.

In altre parole, nella fase di progettazione e distribuzione dei prodotti finanziari sul mercato, l'intermediario non dovrà solo indicare il *target market* ma altresì il *value for money*, in cui viene fornito al risparmiatore un rendiconto in cui sia descritto un giusto rapporto tra costi, rischi e benefici attesi dei prodotti. Inoltre i costi delle commissioni gravanti sugli investitori devono essere giustificati dalla qualità del servizio e non eccessivi rispetto ad alternative comparabili. A tal fine, nel quadro della RIS, alle stesse autorità di vigilanza è riconosciuto il potere di intervenire per vietare o limitare il collocamento sul mercato di prodotti che non offrano un adeguato *value for money*¹¹.

¹⁰ In argomento v. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy. How to boost investors' participation in financial markets*. Study requested by the ECON Committee, June 2023.

¹¹ Sul tema nonel contesto assicurativo si veda CORRIAS, *Value for money, product*

Nel tentativo di individuare una *regula iuris* capace di plasmare i connotati tipologici della realtà del mercato finanziario – sempre parafrasando Ascarelli – si è attivato un serrato trilogico europeo tra Commissione, Consiglio e Parlamento. In via astratta la possibile previsione di una disciplina sul *value for money* sembrerebbe rappresentare una svolta significativa nella regolamentazione europea poiché implicherebbe che i fornitori e i distributori di prodotti finanziari debbano dimostrare attivamente che ciò che propongono agli investitori sia effettivamente nell'interesse del cliente.

Si pongono tuttavia due ordini di problemi applicativi.

Da un lato, resta aperto il problema della frammentazione del mercato finanziario e della vigilanza, unitamente ad una crescita asfittica delle piazze finanziarie europee. Dall'altro, va verificata la validità dell'impostazione, forse debole, secondo la quale (i) il rafforzamento di presidi normativi a carico degli intermediari e degli emittenti – con conseguente aumento degli oneri e delle responsabilità degli stessi – consentano di rafforzare la fiducia degli investitori e, di conseguenza, (ii) che il rafforzamento della fiducia sia di per sé strumento di crescita degli investimenti e così del mercato finanziario.

6. I rapporti Letta e Draghi, *Saving and Investment Union* e possibile ruolo della RIS.

Nel 2024 si assiste ad un drastico cambiamento di prospettiva nel processo di (sia consentito l'utilizzo improprio del termine) discernimento regolatorio, attivato dalla pubblicazione dei due rapporti Letta e Draghi in tema rispettivamente di rafforzamento del mercato unico e di futuro della competitività dell'Unione.

In omaggio al brocardo *nomina sunt consequentia rerum*, nella relazione Letta si propone una trasformazione del dato letterale della CMU, convertita nell'espressione *Saving and Investment Union*, in cui anche dalla prospettiva della lettera del piano di azione l'accento è prima sui *savings*, riportando così al centro delle relazioni finanziarie il risparmiatore prima ancora che l'investitore.

Le due relazioni citate difatti rilevano il fallimento, non totale ma significativo, della strategia adottata dalla CMU e pongono i presupposti tecnici

governance e obbligo di adeguatezza nel mercato assicurativo: uno sguardo d'insieme, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2024, pp. 689-708.

per la SIU cui la Commissione ha dato corpo con la Comunicazione n. 124 del 19 marzo 2025. Nel nuovo piano di azione della Commissione sembra tramontare la prospettiva della metacognizione che presuppone un investitore razionale perché informato e incline ad accedere al mercato purché sia trasparente ed efficiente. Attore della SIU è (non più l'investitore bensì) il risparmiatore, soggetto avverso al rischio perché consapevole di non avere sufficienti competenza e conoscenze in ambito finanziario e così incline ad investire solo in prodotti finanziari sicuri.

In tale contesto la RIS ha dapprima, seppur solo informalmente, rischiato di essere ritirata, ma successivamente, è rimasta nel piano di azione SIU ma soggetta alla duplice condizione che (i) si arrivi a delineare una protezione adeguata del risparmiatore e che (ii) la normativa risponda a criteri di proporzionalità.

7. Conclusioni: *liability* e Agostino.

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

Una nota finale.

Nella SIU, così come nella precedente CMU, non compare mai il termine *liability* e così non vi è alcun riferimento ai profili di responsabilità, se non riguardo alle ESAs. Purtuttavia la prospettiva dei rimedi è fondamentale nella creazione di un mercato unico finanziario, come già nel contesto della disciplina prospetto si è ampiamente rilevato¹².

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

¹² In argomento da ultimo con un attento esame delle complesse ed eterogenee discipline nazionali in tema di responsabilità da prospetto che di fatto minano l'armonizzazione del vasto impianto della *prospectus regulation* cfr. BUSCH, LEHMANN (edit. by), *Prospectus Liability Rules in Europe and Beyond*, Oxford University press, 2025, ove sia consentito il riferimento a LUCANTONI, *Italy*, *ivi*, pp. 73-90.

Conclusioni

FABIO MERUSI

Come avete sentito, pur non essendosi probabilmente messi d'accordo prima i vari relatori, è evidente che abbiamo girato tutti quanti intorno agli stessi tipi di problemi.

Ho cominciato io dicendo che da maggio ad oggi era successo qualcosa, qualcuno aveva detto che dovevamo trasformare il risparmio in investimento finanziario, qualche d'un altro ha raccontato che la tecnologia oggi ci permette addirittura di eliminare l'Euro, sostituendolo con una moneta virtuale, mentre la normativa comunitaria incide negativamente su non pochi istituti economici.

Ha cominciato la dott.ssa Viviano, aprendo una sorta di sigillo dell'apocalisse. Ci ha spaventato con le sue proiezioni statistiche in merito ad un prossimo futuro in cui non ci sarà più una sufficiente presenza umana in un territorio caratterizzato dalla denatalità dei suoi abitanti come sta accadendo in Italia. Si potrebbe osservare che un fenomeno del genere accadde anche ai romani in un momento della loro storia. Forse si potrebbe rimediare con un ratto delle Sabine o con qualcosa del genere, cioè importando natalità dall'esterno ... Ma, scherzi a parte, se non sbaglio se ne parla già nell'ultima finanziaria, non bastano certo le sovvenzioni, tipo congedo parentale, per risolvere il problema. Forse il problema va preso da un altro lato. È opinione comune, comprovata dalle statistiche, che nel nostro Paese c'è un eccessivo peso antropico, un peso antropico che mette a repentaglio, tra l'altro, i nostri beni culturali. L'eccessivo uso ne ha già distrutto qualcuno. Il rimedio è ridurre il peso antropico, cioè il numero di abitanti, effetto della denatalità. Il rimedio: rimodulare lo sviluppo economico in modo da evitare gli effetti catastrofici prospettati dalla dott.ssa Viviano. Realizzare cioè quel che è stata chiamata una "decrescita felice", in modo da rimodulare l'economia al numero decrescente di abitanti determinato dalla denatalità.

Anche il prof. Clarich ci ha messo del suo per spaventarci, ci ha dimostrato che, a seguito di provvedimenti recenti, la concorrenzialità bancaria sia lentamente scivolata verso la pianificazione economica.

E non è certo il caso di soffermarci sugli effetti negativi e dannosi di qualunque pianificazione economica. Conclusione confermabile richiamando più che numerosi esempi del passato, in particolare nel settore finanziario e bancario.

Ma questo è il futuro e vorrei ricordare, tanto per riallacciarmi al passato, che c'è un contributo, un bell'articolo di uno storico, una relazione del convegno precedente, di Felice, il quale prospettava proprio questo, e naturalmente la profezia la fanno meglio gli storici, perché sanno cosa è successo in passato, Felice si pone il problema se l'eccesso di burocrazia comunitaria non potrà portare, nel caso specifico delle banche, ad una nuova crisi bancaria.

Ci si è messo anche il prof. Lamandini a raccontarci le conseguenze un po' folli che stanno avvenendo nella disciplina delle società per azioni a seguito di provvedimenti comunitari.

Ci ha un po' rincuorato la prof.ssa Sciarrone Alibrandi che, fresca delle sue recenti esperienze alla Corte Costituzionale, ci ha spiegato che la Costituzione, debitamente interpretata, ci può invece rimettere sulla giusta strada.

Sempre con riferimento agli spunti per i nostri discorsi sulla moneta e sull'andamento bancario si può accennare, a mo' di conclusione, ad un settore venuto prepotentemente alla ribalta, quello delle criptovalute, nel quale si è acceso un acceso dibattito: se siano titoli finanziari oppure equipollenti monetari. Che siano equipollenti monetari lo ha già efficacemente dimostrato il già richiamato prof. Savona, il quale ha sostenuto che le criptovalute possono incidere sulla base monetaria. Esse modificherebbero la base monetaria e sarebbero un pericolo per il governo della moneta. Se incidono sulla base monetaria non possono che essere equipollenti monetari. Ma al di là delle teorie, che siano equipollenti monetari lo dimostrano fenomeni reali. Nella vicina Svizzera il Bitcoin e gli Stablecoin sono usati come moneta, con un Bitcoin o uno Stablecoin si può acquistare un caffè o una scatola di cioccolatini in qualche pasticceria particolarmente attrattiva. È possibile perché le criptovalute, come la moneta, sono divisibili e perciò è possibile usarle anche negli acquisti *retail*. Ad esempio nel Canton Ticino si è fatto di più, hanno istituito uno Stablecoin chiamato *Luga* connesso allo sviluppo economico del Cantone, in particolare allo sviluppo commerciale. Si stabilisce infatti che chi compra qualcosa con una *Luga* potrà ricevere un ritorno di pagamento del 10%. Come capite le sovvenzioni hanno trovato un nuovo terreno di pascolo.

Molto ci sarebbe ancora da dire prendendo spunto dagli interventi della tavola rotonda, ma il tempo è fuggito e il tempo "sindacale" vigente nel luogo ci impone di finire i nostri discorsi e di andar via verso altri impegni previsti dai nostri anfitrioni, in particolare la collega Brozzetti che sentitamente ringraziamo per la perfetta organizzazione.

Postfazione

“Non aspettare l’opportunità perfetta: coglila e rendila tale” (...per ricordare un grande Maestro)

ANTONELLA BROZZETTI

A Siena ricordare il messaggio culturale del Prof. Franco Belli, unito al valore professionale ed umano, è un piacere e un dovere di trasmissione per il futuro. La Sua scomparsa ha lasciato un vuoto incolmabile in colleghi e allievi, ma anche negli spazi della “Facoltà”, nei quali trascorreva giornate intere ed ha passato buona parte della Sua vita, decisamente troppo breve.

La ricorrenza del decennale della morte è stata l’occasione per organizzare ulteriori momenti per vivificare e tramandare il Suo ricordo e i Suoi preziosi studi, che si vanno rivelando sempre più utili nel prisma del Diritto dell’economia.

In questi ultimi anni abbiamo organizzato vari momenti corali per Franco, iniziando con un evento di carattere intimo, una *lectio magistralis* tenuta nel novembre del 2022 dall’amico fraterno Prof. Francesco Mazzini¹. Nel maggio 2023 è stato organizzato, invece, un convegno connotato in senso interdisciplinare dal titolo *Banche, Europa e sviluppo economico*, i cui atti sono stati raccolti e pubblicati a fine 2023²; iniziativa patrocinata, oltre che dal Dipartimento di Studi aziendali e Giuridici-DISAG, dall’Associazione dei Docenti di diritto dell’economia-ADDE e dal Centro studi di diritto e legislazione bancaria-Ce.Di.B. a cui questa *Rivista* fa riferimento.

Il convegno si è principalmente concentrato su alcuni temi centrali nell’attività di ricerca del Prof. Belli, con l’intento di voler aprire un dibattito in una fase cruciale per il sistema finanziario, sempre più chiamato

¹ Il testo, *Franco ed io: un amarcord tra amicizia e studio*, si può leggere in *Dir. banc.*, 2023, I, pp. 67 ss.

² Si v. *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di Brozzetti, Milano, 2023; per una panoramica sulle iniziative nel tempo dedicate al Prof. Belli, sia consentito il rinvio a EAD., *Convegno in memoria del Professor Franco Belli nel decennale della sua scomparsa: brevi note introduttive*, *ivi*, pp. 3 ss.

a riannodare “economia” e “sviluppo” sulla strada di una crescita “reale” attenta alle opportunità, ai rischi e alle diseguaglianze. Per coincidenze cronologiche il consesso scientifico del 2023 si è svolto nella ricorrenza dei 30 anni del testo unico bancario e del mercato unico europeo, nonché dei 10 anni del Meccanismo di vigilanza unico³, le quali hanno contribuito ad arricchire il confronto.

Impossibile smettere di ringraziare gli autorevoli studiosi, esperti ed esponenti di istituzioni pubbliche e private, i quali dapprima hanno accettato l'invito ad affrontare ambiti tematici di grande interesse: le banche nelle attuali transizioni economiche, le tutele che ruotano intorno al rapporto intermediari/clienti, l'assetto regolatorio tra dimensione interna ed europea, il ruolo della finanza nello sviluppo economico. E poi, hanno tutti risposto e consegnato alla stampa, in tempi record, i testi rivisti delle loro relazioni, facendoci proprio un bel regalo. Può infatti dirsi che quel volume si pone come un'ulteriore pietra miliare – per chi vorrà considerare tali argomenti – tesa ad avvalorare quel ruolo di punto di riferimento importante per gli studi in materia bancaria da sempre rivestito dall'Università di Siena, anche grazie alla presenza di uno dei massimi studiosi e artefice del diritto dell'economia, qual è stato il Prof. Franco Belli⁴.

Don't wait for the right opportunity: create it, ha scritto George Bernard Shaw, ed in effetti così è stato ed è.

³ Per interessanti approfondimenti si possono vedere gli atti dei convegni organizzati dall'Associazione dei Docenti di Diritto dell'economia in collaborazione con la Banca d'Italia e confluiti nei *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale* n. 99, *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time. Atti dei workshops*, 13 maggio 2024, e n. 100, *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time. Atti del convegno*, 13 giugno 2024; ai quali *adde* il n. 101, *SSM Regulation, ten years since, Conference Papers*, July 2024, tutti reperibili al link <https://www.bancaditalia.it/publicazioni/quaderni-giuridici/index.html>.

⁴ Rinnovo i ringraziamenti ai relatori/alle relatrici: Mario Amendola, Laura Ammannati, Maria Angiulli, Antonella Antonucci, Concetta Brescia Morra, Giorgio Buono, Olina Capolino, Carlo Comporti, Giuseppe Conti, Gregorio De Felice, Francesco Denozza, Francesco De Santis, Emanuele Felice, Giampaolo Gabbi, Giorgio Gobbi, Raffaele Lener, Salvatore Maccarone, Fabrizio Maimeri, Claudio Moro, Cinzia Motti, Marco Onado, Salvatore Rossi, Emiliano Tornese, Vincenzo Troiano e Francesco Vella, nonché a coloro che con i loro saluti istituzionali, interventi e comunicazioni hanno arricchito il convegno e il volume: Alessandro Benocci, Ruggero Bertelli, Ciro G. Corvese, Roberto Di Pietra, Gian Luca Greco, Francesco Mazzini, Alessandro Nigro, Maria Elena Salerno e Vittorio Santoro.

Il desiderio di regalare una copia degli atti del convegno del maggio 2023 alla moglie del Prof. Franco Belli, la Sig.ra Anna⁵, è diventata l'occasione per costruire un altro ricordo da dedicare alla Sua memoria. Il 7 novembre del 2024 (il giorno dopo il dodicesimo anniversario della Sua scomparsa) a Siena si è svolta una tavola rotonda con la partecipazione di altri autorevoli studiosi che hanno avuto modo di ragionare sulle ulteriori novità che l'evoluzione del tempo e degli eventi ci ha messo di fronte.

La volontà di non disperdere questa aggiuntiva e importante occasione di studio, nuova testimonianza dell'immensa gratitudine verso un grande Maestro, si è coniugata con l'interesse a pubblicare i testi dei vari interventi in questa *Rivista*, magnificamente diretta dal Prof. Alessandro Nigro, collega e vero amico del Prof. Belli⁶, entrambi rientranti tra i suoi padri fondatori nel lontano 1987.

Anche questa volta tutti i partecipanti alla tavola rotonda hanno aderito alla proposta di stampare i loro contributi e, al pari della precedente iniziativa, siamo giunti in brevissimo tempo alla fase della pubblicazione.

Trovano dunque spazio le considerazioni iniziali e conclusive del Prof. Fabio Merusi, coordinatore dei lavori, arricchite da toccanti ricordi personali che lo legano a "Franco". Quanto alle relazioni, va riconosciuto a tutti gli Autori il merito di essere andati oltre la trascrizione dell'intervento fatto⁷, dandoci la possibilità di avere interessanti aggiornamenti e letture critiche su temi attuali e strategici per il futuro non solo dell'ordinamento finanziario ma anche dell'integrazione europea. Il Prof. Filippo Sartori (intervenuto anche in veste di Presidente di ADDE) mette in relazione il diritto dell'economia con il flusso di normative in tema di sostenibilità riversate su mercato e istituzioni; la Dott.ssa Eliana Viviano

⁵ La Sig.ra Belli, di natura molto riservata, merita – oltre ad un sentito ringraziamento per la Sua disponibilità e presenza ai lavori del convegno – anche un grande abbraccio da parte di tutti gli allievi e le allieve che nel tempo hanno affiancato il marito nello studio e nella ricerca, diventando spesso ospiti improvvisati (e sempre ben accolti) di pranzi o cene.

⁶ A lui si deve un'altra toccante testimonianza: si v. BELLI, in *Dir. banc.*, 2013, I, pp. 189 ss. Segnalo che questo ricordo, unito a quello già citato di Francesco Mazzini, unitamente al pdf del "manuale", di BELLI, *La legislazione bancaria italiana (1861-2010)*, t. I, del *Corso di legislazione bancaria*, edito nel 2010 da Pacini Editore, per gentile concessione di questi, sono liberamente scaricabili dal sito <https://www.congressi.unisi.it/francobelli/documenti/>.

⁷ Meritano un sentito ringraziamento Sandra Antoniazzi, Vito Bevivino e Gabriella Gimigliano per la disponibilità a trascrivere alcune delle originarie relazioni.

porta il suo contributo sul fronte della parità di genere; il Prof. Marco Lamandini entra nel merito del consolidamento bancario, leggendolo alla luce delle prospettive delle nuove riforme, con sottolineature delle ripercussioni che la frammentarietà normativa multilivello comporta; il Prof. Marcello Clarich aggiunge il suo contributo, a natura trasversale, sugli aiuti di stato, aspetto chiave per la concorrenzialità del mercato e per lo spazio da riservare all'intervento pubblico; Paola Lucantoni si sofferma sulle riforme che incidono sul mercato dei capitali e sulle tutele degli investitori; chiude magistralmente le relazioni la Prof.ssa Antonella Sciarrone Alibrandi con interessanti riflessioni sul diritto dell'economia e su una lettura della Costituzione orientata a valorizzare la sostenibilità dello sviluppo economico.

Pur nella consapevolezza di essere "ripetitiva", non posso non chiudere queste brevi note di presentazione rinnovando il mio grazie, di cuore, a tutte le persone nominate.

