Diritto pubblico dell'economia (seconda edizione)

a cura di Mirella Pellegrini

Collana "Saggi e monografie di diritto dell'economia" diretta da Francesco Capriglione, n. 36, Wolters Kluwer / CEDAM, Milano 2023

Pubblicazione realizzata nell'ambito del Progetto PRIN 2020 "An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability", CUP I63C21000260006

1. Oggetto della sintesi e collocazione del volume nel progetto di ricerca

La presente sintesi dà conto dei contenuti e degli esiti scientifici del volume collettaneo *Diritto pubblico dell'economia*, seconda edizione, curato da Mirella Pellegrini e pubblicato nel 2023 come trentaseiesimo titolo della collana "Saggi e monografie di diritto dell'economia" diretta da Francesco Capriglione. Il volume è stato realizzato nell'ambito delle attività scientifiche del Progetto PRIN 2020 "An analysis of the Italian financial legal framework vis-a-vis the Capital Markets Union action plan: the perspective of regulatory fragmentation and sustainability" e ne costituisce uno dei prodotti editoriali di maggior respiro, sia per l'estensione (ventotto capitoli, articolati in cinque sezioni, per complessive 538 pagine) sia per l'ampiezza del gruppo di studiosi coinvolti, che riunisce docenti di diritto dell'economia, diritto costituzionale, diritto amministrativo, economia e storia economica di numerosi atenei italiani.

L'opera rielabora e aggiorna il precedente *Corso di diritto pubblico dell'economia* (CEDAM 2016, n. 28 della stessa collana) alla luce, come la curatrice precisa nella Presentazione, delle "profonde trasformazioni che connotano la realtà economica" e delle "recenti tensioni dovute alla pandemia e alla crisi del mercato energetico" (p. XVII). Il collegamento con il tema del PRIN è diretto: il progetto indaga il quadro giuridico finanziario italiano nella prospettiva della frammentazione regolatoria e della sostenibilità, a confronto con il piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, e il volume affronta esattamente questi snodi, dedicando sezioni specifiche alla costituzione economica e al sistema delle fonti, al rapporto fra Stato e mercato, alla sostenibilità e all'innovazione tecnologica, ai mercati e all'architettura istituzionale dell'ordinamento finanziario europeo, fino agli aiuti di Stato e alle garanzie pubbliche letti alla luce delle indicazioni dell'Action Plan per la Capital Markets Union (cap. 28).

La sintesi segue l'ordine del volume. Dopo aver richiamato le linee metodologiche enunciate nella Presentazione, riassume ciascun capitolo dando conto dell'oggetto, della linea argomentativa e delle conclusioni raggiunte dai singoli autori, con rinvio alle pagine a stampa. Chiude con le Conclusioni della curatrice e con un quadro riassuntivo degli esiti che il volume consegna alla ricerca.

2. Impostazione dell'indagine secondo la Presentazione della curatrice

Nella Presentazione (pp. XVII-XIX) la curatrice chiarisce l'obiettivo dell'opera: mettere a disposizione degli studenti e dei lettori "una rinnovata riflessione su temi fondamentali" e offrire "la metodologia per l'analisi critica dei principi e delle relazioni che governano le istituzioni del diritto dell'economia, pubbliche e private, a livello internazionale, europeo e nazionale" (p. XVII). Il punto di partenza è la constatazione che la rapida obsolescenza di istituti e criteri ordinatori consolidati rende difficile leggere la complessità del momento storico e governare "le implicazioni negative di una economia in transizione" (p. XVII).

Il quadro di riferimento è quello di un'Unione europea attraversata da un "incessante alternarsi tra i diversi interessi che fanno capo agli Stati membri", in contrasto con lo spirito d'integrazione; la crisi pandemica e la guerra russo-ucraina hanno accentuato le criticità esistenti, in un contesto segnato da gravi implicazioni geopolitiche, dalla ricerca di un più adeguato equilibrio dell'ecosistema e dalla crescente influenza delle tecnologie informatiche applicate alla finanza (pp. XVII-XVIII). In questo scenario il volume intende rappresentare "un'innovativa relazione tra diritto ed economia", caratterizzata dalla prospettiva di "un ridimensionamento della logica liberistica a base del capitalismo" verso una sua ridefinizione attenta agli interessi di tutti, lavoratori, consumatori e comunità locali, e non solo al profitto (pp. XVII-XVIII).

La curatrice indica poi il percorso tematico. Vengono in considerazione anzitutto la costituzione economica nel contesto della globalizzazione, la cornice disciplinare di una finanza integrata e le nuove tecniche di procedimentalizzazione normativa (*soft law*); quindi le questioni generali di geopolitica e deglobalizzazione, integrazione europea, raccordo tra forme di governo degli Stati membri e autonomie territoriali; poi la tutela della concorrenza e del mercato, gli equilibri della finanza pubblica, il sistema delle amministrazioni indipendenti, il ruolo del terzo settore; infine il PNRR, i poteri dello Stato italiano e il divario Nord-Sud. Su questa base la Presentazione anticipa una delle tesi di fondo del volume: è possibile "ridimensionare la tesi che ritiene ormai superato il dogma della statualità nel diritto", poiché lo Stato "gestisce un ruolo primario nei settori strategici e nei processi di privatizzazione, reagendo a livello normativo ai fallimenti del mercato" (p. XVIII). L'ultima parte dell'indagine è dedicata alla nuova architettura dell'ordinamento finanziario europeo, alla linea evolutiva della BCE nell'Unione monetaria e bancaria e all'impatto dell'innovazione tecnologica e della digitalizzazione sulle regole vigenti (pp. XVIII-XIX). Il metodo dichiarato è interdisciplinare e la "mission" dell'indagine, "travalicando il messaggio di stretta riferibilità alla norma", cerca nei fatti la verifica dei valori che connotano lo status dei cittadini di un paese evoluto (p. XIX).

3. Sezione I. Guida allo studio del diritto dell'economia (capitoli 1-4)

Capitolo 1. Introduzione allo studio del diritto dell'economia (Francesco Capriglione)

Il capitolo di Francesco Capriglione delinea la cornice problematica e il metodo degli studi di diritto dell'economia. L'autore muove da un quadro segnato da globalizzazione, crisi e incertezza, aggravato dall'invasione russa dell'Ucraina e dalla spaccatura tra area occidentale e asse russo e cinese (pp. 1-2). Il mercato è divenuto autoreferenziale e preda di una speculazione di brevissimo termine, mentre l'Unione bancaria e il Meccanismo unico di vigilanza hanno ridisegnato il vertice dell'ordinamento finanziario europeo (pp. 2-3).

Il nucleo della cosiddetta costituzione economica è individuato negli artt. 41 e 47 Cost., con l'utilità sociale quale limite intrinseco della libertà di iniziativa (p. 5); la riforma dell'art. 41 del 2022 estende programmi e controlli alle finalità ambientali (pp. 5-6). Rilievo assumono i principi di sussidiarietà e proporzionalità e le amministrazioni indipendenti, che segnano il tramonto della formula organizzativa dello Stato di diritto (pp. 6-7). L'europeizzazione, dal Rapporto Lamfalussy al Trattato di Lisbona, condiziona la potestà normativa delle autorità nazionali (pp. 7-9); la globalizzazione, con i *networks* di regolatori globali (G20, Financial Stability Board), genera un ordine giuridico non territorializzato che incide sul sistema delle fonti (pp. 12-13). La disciplina del contratto, nel TUF e nel TUB, assume una funzione informativa a tutela della parte debole (pp. 13-14), mentre FinTech e cripto assets richiedono un programma regolatorio e una supervisione rinnovata (pp. 15-17).

Sul metodo, l'autore respinge l'immagine di un diritto che insegue l'economia a favore di una reciproca rilevanza tra le due discipline (p. 17), richiama la declaratoria IUS 05 e il suo metodo interdisciplinare (p. 18) e privilegia la centralità dell'interpretazione rispetto al sillogismo giuridico, valorizzando l'analisi di impatto della regolazione (p. 19). Conclude che la manualistica, concentrata sui profili pubblicistici e amministrativi, non coglie fino in fondo le degenerazioni del capitalismo avanzato: occorre estendere l'analisi a crisi ambientale ed energetica, digitalizzazione e nuovi rischi, demandando al diritto il compito di evitare derive di *moral hazard* (pp. 20-21).

Capitolo 2. Potere normativo e controllo (Mirella Pellegrini)

Il capitolo di Mirella Pellegrini esamina la trasformazione del potere normativo nel settore economico e finanziario, sostenendo che il ridimensionamento del dogma della statualità del diritto ha aperto spazi crescenti all'autoregolazione, i cui limiti sono però emersi con le crisi recenti. La concezione della norma come comando statale sconta i limiti del formalismo, cioè astrattezza e rigidità di fronte ai mutamenti di un settore in continua evoluzione (pp. 24-25). Dopo la crisi finanziaria del 2007-2009 si è rivista in senso critico la formazione delle regole, mettendo in discussione il mito del mercato come fattore autocorrettivo e individuando nella qualità delle regole un fattore unificante trasversale agli ordinamenti (pp. 26-28).

L'autrice ricostruisce quindi le aperture disciplinari: dall'ordinamento sezionale del credito di Giannini all'età della decodificazione, fino al pluralismo delle fonti che conduce a un decentramento poliarchico della sovranità, con uno Stato che si riserva di intervenire ove l'autoregolazione fallisca (pp. 29-31); l'art. 117 Cost. riformato è letto come riprova a contrario del ridimensionamento della statualità (p. 32). La deregolamentazione legata all'integrazione europea ha spostato le fonti verso un alveo privato, mentre la procedura Lamfalussy ha accentrato a livello comunitario le scelte normative (pp. 33-34). Tra le nuove tecniche sono analizzate la consultazione preventiva e l'AIR, consacrate dall'art. 23 della legge n. 262/2005 per Banca d'Italia, Consob, IVASS e COVIP (pp. 35-36), il contratto come fonte normativa e i codici di autodisciplina, che spesso anticipano il legislatore ma la cui inefficacia ha talora suggerito di dar loro forza di legge (pp. 36-38).

In conclusione, la crisi del 2007, la pandemia e la guerra in Ucraina hanno evidenziato i limiti dell'autoregolazione e le carenze della comitologia europea, determinando una battuta d'arresto e il possibile ritorno a meccanismi di tipo autoritativo (pp. 38-39). La produzione normativa, ormai disancorata dal tradizionale rapporto tra politica e rappresentanza, fa capo a organismi variegati (ESFS, BCE, EBA) e si orienta verso la sostenibilità; spetta all'interprete assicurare la certezza del diritto (pp. 39-40).

Capitolo 3. Integrazione europea e diritto costituzionale italiano (Luca Bartolucci e Giovanni Piccirilli)

Il capitolo, i cui paragrafi 1-5 sono di Piccirilli e 6-11 di Bartolucci, ricostruisce il rapporto tra integrazione europea e Costituzione italiana. La prima sezione contesta il fraintendimento secondo cui i deficit democratici dell'Unione deriverebbero dalla sua matrice mercatista: già il Manifesto di Ventotene e la Dichiarazione Schuman esprimevano ambizioni costituzionali (pp. 41-43). L'Italia ha aderito ai Trattati con legge ordinaria, secondo un modello di integrazione "silente" in cui è stata decisiva la Corte costituzionale: dalla sentenza n. 14/1964 alla sentenza n. 183/1973 (Frontini), che fonda la copertura costituzionale sull'art. 11 e introduce i controlimiti (pp. 45-47). Riferimenti espliciti all'Unione sono entrati in Costituzione solo con le leggi costituzionali n. 1/1999, n. 3/2001 e n. 1/2012 (pp. 48-49). Il modello interventista della Costituzione del 1948 (artt. 3, comma 2, 41, 42, 43) è entrato presto in tensione con le libertà del mercato comune (pp. 50-51).

La seconda sezione segue l'evoluzione da Maastricht e dal Patto di Stabilità e Crescita del 1997 alla crisi dei debiti sovrani, che ha rivelato l'asimmetria tra politica monetaria comune e politiche fiscali nazionali (pp. 52-55). Le risposte (Six Pack, Fiscal Compact, MES) hanno rafforzato il Patto, imposto la regola del pareggio di bilancio, recepita in Italia con la legge costituzionale n. 1/2012 e la legge rinforzata n. 243/2012, e istituito il Semestre europeo (pp. 56-61). La flessibilità concessa dopo il 2015 è stata impiegata in Italia in un "cattivo uso" del debito (p. 62); con la pandemia sono giunti la *general escape clause*, SURE e il Next Generation EU, primo embrione di debito comune (pp. 63-64), mentre la BCE, da SMP a OMT, QE e PEPP, ha agito di fatto come prestatore di ultima istanza, nonostante le resistenze del Bundesverfassungsgericht (pp. 64-66).

Gli autori concludono che la sostenibilità delle finanze pubbliche è oggi un principio costituzionale inserito nella Costituzione composita europea e che il successo del PNRR costituisce un bivio euro-nazionale decisivo per la sostenibilità del debito italiano (pp. 66-67).

Capitolo 4. Scenari macroeconomici della deglobalizzazione (Giuseppe Di Taranto)

Il capitolo di Giuseppe Di Taranto propone una lettura degli scenari macroeconomici della deglobalizzazione. La tesi è che la geopolitica contemporanea sia segnata dalla fine del multilateralismo e dal passaggio da una visione *soft power* della globalizzazione a una prospettiva *hard power* di deglobalizzazione, nella quale Stati Uniti e Unione europea si confrontano con Cina e Russia (p. 69). Richiamando la distinzione paretiana tra motivazioni e residui, l'autore legge la tutela delle minoranze filorusse come giustificazione di un obiettivo economico, l'acquisizione delle terre rare e dei minerali critici del Donbass (pp. 69-70). Sono quindi descritti i Brics, la Belt and Road Initiative e la strategia cinese di internalizzazione della globalizzazione, radicata nel confucianesimo e nel "potenziale della situazione" (pp. 70-72).

Il secondo paragrafo distingue tre periodi di globalizzazione, caratterizzati da accelerazione dei flussi commerciali, di capitali e migratori e da innovazioni tecnologiche: 1870-1914, 1945-1973 e dagli anni Ottanta del Novecento, in corrispondenza con le fasi ascendenti dei cicli di Kondrat'ev e con le innovazioni a grappolo di Schumpeter (p. 72). La prima globalizzazione vide il telegrafo e il telefono porre le basi del "villaggio globale" (pp. 73-74); il periodo tra le due guerre fu di nazionalismi e protezionismo, con il crollo di commerci e migrazioni (p. 74); la *Golden age* postbellica produsse catene del valore di prossimità e allargò il divario tra mondo ricco e povero (p. 75).

La terza globalizzazione, di origine anglosassone e neomonetarista, ha segnato il passaggio dal Keynesian al Washington Consensus e ha prodotto finanziarizzazione, delocalizzazioni e società senza fabbriche (pp. 75-76). L'attacco alle Torri gemelle, la crisi dei subprime, la pandemia, la guerra in Ucraina e quella che l'autore definisce agflazione hanno avviato la deglobalizzazione e la contrazione spaziale delle catene globali del valore, divenute "catene della scarsità e della paura" (pp. 76-77). L'autore chiude, rinviando ad altra pubblicazione gli approfondimenti, constatando che il mondo è cambiato e il futuro non sarà più quello di una volta (p. 78).

4. Sezione II. Fondamenti e Costituzione italiana (capitoli 5-9)

Capitolo 5. Sistema delle fonti (Valerio Lemma ed Evelina Strippoli)

Il capitolo (parr. 1-3 di Evelina Strippoli, 4-6 di Valerio Lemma) ricostruisce il sistema delle fonti rilevante per il diritto pubblico dell'economia, partendo dai criteri di coordinamento (gerarchico, cronologico, di competenza), dalla posizione di vertice della Costituzione rigida e dalla persistente centralità dell'art. 1 delle Preleggi, con richiamo alle

tipologie di riserva di legge (pp. 79-80). Seguono i rapporti con gli ordinamenti esterni: l'adattamento automatico al diritto internazionale generale tramite l'art. 10 Cost., con il limite dei principi fondamentali; il rango delle norme pattizie, norme interposte ex art. 117, comma 1, Cost. secondo le sentenze nn. 348 e 349 del 2007 (pp. 81-83). Quanto al diritto dell'Unione, fondato sull'art. 11 Cost., si descrivono gli atti ex art. 288 TFUE e il percorso sul primato, dalle sentenze Costa/Enel e Simmenthal della Corte di giustizia all'evoluzione della Consulta dalla sentenza n. 14/1964 alla n. 170/1984 (Granital), con la teoria dei controlimiti (pp. 84-87).

Il par. 3 fonda l'ordinamento finanziario sugli artt. 41 e 47 Cost. e ne descrive le specificità: uso parco delle fonti primarie, ridotte a testi unici di sistematizzazione, spostamento della disciplina di dettaglio verso le autorità di vigilanza, crescente peso del diritto europeo, passato dall'armonizzazione minima a quella massima e ai regolamenti dopo la crisi del 2007 (pp. 87-89).

I parr. 4-6 trattano la *soft law*, intesa come insieme di precetti privi di forza coercitiva ma percepiti come vincolanti dagli operatori, in rapporto di complementarietà con la *hard law* (pp. 89-90). La sua efficienza presuppone l'adesione alla "cultura delle regole"; essa può integrare, ma non sostituire, le tutele ordinarie e la vigilanza prudenziale (pp. 90-91). Le turbolenze successive al 2001 e al 2007 e la pandemia hanno ridotto gli spazi di adesione spontanea a favore di regole prudenziali vincolanti, pur confermando il ruolo di consessi come G20 e FSB (pp. 91-93). L'autore conclude che la *soft law*, da considerare oggi nella sua valenza complementare, resta necessaria per migliorare il governo del fenomeno economico-finanziario (p. 94).

Capitolo 6. La "costituzione economica" (Sandro Amorosino)

Il contributo di Sandro Amorosino definisce la "costituzione economica" come l'insieme dei principi di livello costituzionale che riguardano la sfera economica, collocandola nel quadro del diritto dell'economia (pp. 95-96). L'autore chiarisce che il termine costituzione va inteso in senso sostanziale, così da includere anche il TFUE e la CEDU, che prevalgono sulle fonti nazionali (pp. 96-97), e sottolinea che ogni costituzione è figlia del suo tempo: evoluzione socio-economica, scelte politiche, determinante europea e prassi producono una "costituzione vivente" sempre più distante dal modello scritto (p. 97).

La costituzionalizzazione dei rapporti economici è ricondotta alle costituzioni novecentesche, a partire da Weimar, e alla stratificazione di una costituzione economica europea dal Trattato di Roma in poi (p. 98). Tra le due sfere l'autore individua due asimmetrie: quella europea ha il suo centro nel mercato unico concorrenziale, quella italiana nella proprietà e nell'impresa come diritti individuali conformabili dalla legge (p. 99). Il principio ordinatore europeo è l'economia sociale di mercato, affiancato dalla politica di coesione, a lungo oscurata dal rigore del Fiscal Compact; le crisi del 2020-2023 hanno però modificato la costituzione economica "vivente" con la sospensione del Patto di stabilità e del divieto di aiuti di Stato e con Next Generation EU (pp. 99-100). Ne discende che gli artt. 41 e 42 Cost. vanno letti alla luce del principio europeo, che esclude la programmazione imperativa e ammette solo limiti proporzionali alla tutela di valori primari (p. 101).

Nell'esame del nucleo degli artt. 41-47, 118 e 119 Cost., l'autore rileva il depotenziamento dell'art. 43 ad opera del diritto europeo, pur con i casi ILVA e Monte dei Paschi (p. 103), e l'inattualità degli artt. 44, 45 e 46 (pp. 103-104). Fa eccezione l'art. 47, divenuto il pilastro di tutti i poteri pubblici di regolazione delle attività finanziarie, bancarie, mobiliari, assicurative e previdenziali (pp. 104-105). Chiudono il capitolo i cenni alla riforma del terzo settore quale attuazione della sussidiarietà orizzontale e all'art. 119 come base della politica di coesione territoriale (pp. 105-106).

Capitolo 7. Il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) e i poteri dello Stato italiano (Nicola Lupo)

Nicola Lupo esamina l'incidenza del PNRR sui poteri dello Stato italiano, muovendo dalla tesi che il Next Generation EU, con l'indebitamento comune e la condizionalità legata a *milestone* e *target*, segni una discontinuità, se non un cambio di paradigma, nel metodo delle politiche europee, destinato a consolidarsi anche tramite REPowerEU e il Transmission Protection Instrument (pp. 107-108). Sul versante interno il PNRR configura un nuovo metodo di governo che chiama tutti e tre i poteri a ridefinire regole e prassi, in coerenza con la Costituzione letta alla luce dei Trattati (p. 108).

Le Camere hanno approvato tempestivamente riforme di ampio respiro; il rigido cronoprogramma ha operato come auto-vincolo più efficace delle *country specific recommendation*, e neppure la crisi del governo Draghi e lo scioglimento del luglio 2022 hanno rallentato l'attuazione (pp. 109-110). I poteri di indirizzo e controllo, espressi nelle risoluzioni dell'aprile 2021, soffrono di un'eccessiva complessità procedurale (pp. 111-112). Il cambiamento più significativo riguarda l'esecutivo: strutture di missione sottratte allo *spoils system*, centralità del MEF e del Servizio centrale PNRR, Cabina di regia ex art. 2 D.L. n. 77/2021, poteri sostitutivi ex artt. 12 e 13 e, con il governo Meloni, il Ministro Fitto (pp. 112-114); permangono criticità nel coinvolgimento di Regioni ed enti locali (p. 115). Per il giudiziario, l'estensione dell'art. 125 c.p.a. e l'art. 12-bis D.L. n. 68/2022 impongono al giudice amministrativo di considerare in sede cautelare i tempi del PNRR: misure drastiche ma necessarie (pp. 117-118).

Il PNRR spinge verso una nozione "forte" dell'indirizzo politico e vincola i governi futuri soprattutto "in negativo", tramite la clausola di non reversibilità dell'art. 24, par. 3, Reg. 2021/241 (pp. 119-120); esalta inoltre il ruolo del Presidente della Repubblica quale garante della Costituzione "composita" (pp. 120-122). In conclusione l'autore respinge le letture in termini di "commissariamento" della democrazia o delle amministrazioni: i principi costituzionali sono rimasti saldi e l'auspicio è che il nuovo metodo di governo, coerente con gli artt. 5 e 11 Cost., si consolidi a regime (pp. 122-123).

Capitolo 8. Federalismo e autonomie locali (Paolo Carrozza e Luisa Azzena)

Il capitolo riunisce il saggio di Paolo Carrozza del 2016 (Sezione I) e l'aggiornamento di Luisa Azzena (Sezione II). Per Carrozza la differenza tra federalismo e regionalismo è solo quantitativa, misurabile nell'autonomia politica effettiva degli enti decentrati (p. 126); le tecniche di enumerazione delle materie, tra cui quella dell'art. 117 Cost. del 2001, non spiegano le dinamiche istituzionali (pp. 127-128). Dal dopoguerra federalismi e regionalismi convergono nel modello "cooperativo", in cui l'autonomia diventa relazionalità, i raccordi tra livelli assumono centralità e gli esecutivi prevalgono sulle assemblee (pp. 129-130). Il governo dell'economia è il punto di osservazione privilegiato della trasformazione della sovranità: globalizzazione, misure europee di stabilità e Troika hanno eroso lo Stato "verso l'alto", mentre il paradosso della globalizzazione lo erode "verso il basso", con la competizione tra territori (pp. 131-136). L'evoluzione dell'autonomia locale è descritta con le metafore dell'ente ordinamento, azienda e sistema, fino alla sovranità reticolare propria della *governance* (pp. 137-138). In nessuna delle materie economiche dell'art. 117 lo Stato è pienamente sovrano, poiché il diritto comunitario opera una vera *preemption* (pp. 140-141); l'autore segnala infine la tendenza neocentralista indotta dalla crisi, i secessionismi e l'"egoismo fiscale", prospettando una risposta costituzionale europea (pp. 141-143).

Azzena verifica tale lezione negli eventi successivi. La concezione reticolare supera la dicotomia federalismo/regionalismo (p. 145), ma il Titolo V del 2001 ha mostrato criticità: competenze concorrenti su energia, grandi reti e tutela della salute, mancata attuazione del

regionalismo differenziato ex art. 116, comma 3, e attribuzione "esclusiva" allo Stato di materie ormai cedute all'Unione (pp. 146-148). La pandemia, gestita dapprima con ordinanze sindacali, poi con DPCM e decreti-legge, e ricondotta dalla Corte costituzionale (sent. n. 37/2021) alla "profilassi internazionale", ha confermato l'impossibilità di steccati rigidi tra livelli (pp. 149-151). Il PNRR, originato a livello europeo e attuato soprattutto dagli enti locali, conferma il paradosso della globalizzazione (pp. 151-152). In conclusione il modello reticolare resta valido paradigma, pur permanendo la crisi dei Parlamenti e l'assenza di una Camera delle autonomie (p. 152).

Capitolo 9. Finanza pubblica: principi ordinatori (Domenico Siclari e Giustino Lo Conte)

Il capitolo di Domenico Siclari e Giustino Lo Conte ricostruisce i principi ordinatori della finanza pubblica, muovendo dall'evoluzione della «contabilità di Stato» in «contabilità pubblica» e dal «doppio vincolo» cui lo Stato soggiace, dall'alto (Unione europea) e dal basso (enti territoriali), sicché il bilancio statale non è più «il contenitore generale delle scelte pubbliche» (pp. 153-154). La fonte primaria della materia è la Costituzione (artt. 81 e 119, oltre ad altre disposizioni generali), affiancata dalla L. n. 196/2009, dalla L. n. 243/2012 e dalle norme sovranazionali (p. 154).

La prima parte ripercorre l'integrazione europea: il Trattato di Maastricht, con il divieto di disavanzi eccessivi e i parametri del 3% e del 60% del PIL (p. 156); il Patto di stabilità e crescita, le modifiche del 2005 e il *six pack* del 2011, con il semestre europeo e la riduzione del debito eccedente di un ventesimo all'anno (pp. 156-158); infine la clausola di salvaguardia attivata durante la pandemia (p. 158). La seconda parte esamina la L. cost. n. 1/2012, che ha modificato gli artt. 81, 97, 117 e 119 Cost. e rinviato a una «legge rinforzata» la disciplina di dettaglio (pp. 158-160). Gli autori sottolineano che il «pareggio» è declinato come «equilibrio tra le entrate e le spese», con deroghe per il ciclo economico e per gli eventi eccezionali, e che la nuova disciplina non impone un mero pareggio contabile ma finanze pubbliche «sane» secondo i parametri europei (pp. 160-161). La L. n. 243/2012, cui la Corte costituzionale (sent. n. 88/2014) ha riconosciuto rango di legge ordinaria, attua tali principi, istituisce l'Ufficio parlamentare di bilancio e amplia i controlli della Corte dei conti (pp. 161-163).

L'ultima parte offre cenni sui documenti di finanza pubblica: DEF e NADEF (pp. 163-164); la legge di bilancio, con la separazione di ruoli tra Governo e Parlamento e la distinzione tra competenza e cassa (pp. 164-167); l'assestamento e il rendiconto generale, sottoposto alla parificazione della Corte dei conti (pp. 167-168).

5. Sezione III. Regole ed amministrazione (capitoli 10-12)

Capitolo 10. Le Autorità amministrative indipendenti (Elisabetta Bani e Giancarlo Montedoro)

Il capitolo di Elisabetta Bani e Giancarlo Montedoro esamina le Autorità amministrative indipendenti come modello «di importazione», affermatosi in Italia dagli anni Novanta senza un disegno preordinato e non riconducibile alla tripartizione dei poteri (p. 169). Bani sostiene che gli interventi legislativi del primo decennio del Duemila segnino l'avvio di una «parabola discendente» che riavvicina le Autorità alle amministrazioni ordinarie, celando dietro i tagli di spesa l'intento di ridimensionarne l'indipendenza (p. 170); la Corte costituzionale, con la sent. n. 13/2019, negando all'AGCM l'accesso al giudizio incidentale, ha operato «una evidente torsione in senso esclusivamente amministrativo» (p. 171). Il processo di espansione è ritenuto concluso e le Autorità devono trovare un nuovo posizionamento rispetto agli organi di indirizzo politico (p. 173).

L'autrice collega la nascita delle Autorità al passaggio dallo Stato interventista allo Stato regolatore (p. 173), ne illustra tratti comuni (collegialità, nomine con alti quorum parlamentari, mandati lunghi e non rinnovabili) e differenze strutturali (pp. 175-177), e passa in rassegna le singole Autorità: la Banca d'Italia, caso a sé per la forma atipica e per un'indipendenza maturata prima del riconoscimento giuridico (pp. 177-179); Consob, Covip e Ivass (pp. 179-181); ARERA, AGCOM e Autorità dei trasporti, nate per regolare monopoli naturali (pp. 181-183); l'AGCM, con competenze aggiunte «quasi a grappolo» (p. 183); la Commissione di garanzia sugli scioperi e il Garante della privacy (pp. 183-185).

Montedoro analizza l'impatto della giurisprudenza di Strasburgo (Menarini, Grande Stevens) sui poteri sanzionatori, invitando a non generalizzare le pronunce di una Corte «della concretezza» e a non confonderne il ruolo con quello della Corte di Lussemburgo; difende l'autotutela esecutiva e auspica una riforma del procedimento che rafforzi le garanzie nel rispetto degli *Engel criteria* (pp. 185-188). Quanto alle piattaforme digitali, rileva l'ambivalenza dell'intervento delle Autorità, che contrastano abusi ma non possono invertire il dominio della tecnica (pp. 188-190). Conclude sul giudice amministrativo, «epistemologo» chiamato a un sindacato incisivo sulla discrezionalità tecnica, e sull'assenza della politica, rimediabile solo nell'orizzonte di una democrazia globale (pp. 190-191).

Capitolo 11. L'impresa pubblica tra interesse privato e interesse generale (Michela Passalacqua)

Il contributo di Michela Passalacqua ricostruisce le forme dell'impresa pubblica, intesa come attività economica ex art. 2082 c.c. svolta da una pubblica amministrazione nel quadro dell'art. 41, comma 3, Cost. e della neutralità dell'art. 345 TFUE (p. 193). L'autrice distingue le gestioni «in economia», prive di separatezza patrimoniale (pp. 193-194); gli enti pubblici economici, autonomi soggetti di diritto costituiti per legge (pp. 194-195); le aziende pubbliche, imprese-organo «ontologicamente incapaci di avere scopo di lucro», divenute aziende speciali con la L. n. 142/1990 e oggi strumento di ripubblicizzazione dopo il referendum del 2011 (pp. 195-197). Il T.U. n. 175/2016 ha ristretto il potere di costituire società, confermando il vincolo di strumentalità e aggiungendo un elenco tipizzato di attività (pp. 198-199). La società partecipata comporta esternalizzazione e ricorso al mercato, mentre la società *in house*, delineata dalla sentenza Teckal e dai requisiti di partecipazione pubblica totalitaria, attività prevalente per i soci e controllo analogo, implica una gestione «puramente amministrativa» e risulta assai simile all'azienda pubblica (pp. 200-201).

La parte centrale riguarda la responsabilità erariale. Ripercorrendo la genesi dell'art. 12 T.U., dalla sentenza Carbone (Cass., SS.UU., n. 26806/2009) alla deroga per l'*in house* della sentenza Rodorf (Cass., SS.UU., n. 26283/2013), l'autrice sostiene, in base all'interpretazione letterale, che la norma configuri una duplice ipotesi di responsabilità erariale: quella di amministratori e dipendenti dell'*in house* per il danno alla società e quella del socio pubblico per il depauperamento della partecipazione (pp. 201-203).

Nell'ultimo paragrafo tale assetto è fondato sui principi europei: il venir meno dell'alterità patrimoniale rende congruo il concorso tra azione civile ed erariale (p. 204); l'*in house* non perde la qualifica di imprenditore commerciale, ma produce per l'amministrazione e non per il mercato (p. 205); per il principio di neutralità, lo Stato che autoproduce agisce come pubblico potere (pp. 206-207). Ne deriva, secondo l'autrice, che la società *in house* non può fallire salvo espressa previsione di legge, quale l'art. 14, comma 6, T.U., mentre le altre partecipate vi sono necessariamente soggette (pp. 207-209).

Capitolo 12. Valore e ruolo del Terzo settore nel welfare in evoluzione (Emanuele Rossi e Alberto Arcuri)

Il capitolo di Emanuele Rossi e Alberto Arcuri illustra anzitutto dimensione e valore del Terzo settore: 363.499 istituzioni non profit censite dall'ISTAT al 2020, oltre 81.000 enti iscritti al RUNTS, di cui il 75% ODV e APS, circa sette milioni di volontari (pp. 211-213). Gli autori richiamano la sent. n. 72/2022 della Corte costituzionale, per cui l'attività di interesse generale senza fini di lucro «realizza anche una forma nuova e indiretta di concorso alla spesa pubblica» (p. 212), ma sottolineano che il valore del Terzo settore è anche politico, in termini di cittadinanza attiva, coesione sociale e democratizzazione (p. 213). Segue la ricostruzione della rimodulazione del welfare dagli anni Ottanta (L. n. 833/1978, leggi del 1991, L. n. 328/2000), letta alla luce della sussidiarietà, con l'avvertenza che l'attivismo del Terzo settore non deve tradursi in un «ritiro» del pubblico (pp. 213-215).

Arcuri chiarisce che Terzo settore e non profit non sono sinonimi e che il volontariato ne è solo una possibile espressione (pp. 216-217). La definizione di ETS dell'art. 4 CTS è scomposta in quattro segmenti (soggettivo, funzionale, metodologico, teleologico), cui si aggiunge l'iscrizione al RUNTS, dotata di valore costitutivo (pp. 217-218); il Registro si accompagna a un regime a «doppio binario» con il codice civile (pp. 218-219).

L'ultima parte riguarda l'amministrazione condivisa (nozione di Arena) del Titolo VII del CTS: l'art. 55 porta a sistema i precedenti della L. n. 328/2000 e la sent. n. 131/2020 ne ha svelato il radicamento negli artt. 2, 3, 4 e 118 Cost., contro la lettura residuale del Consiglio di Stato (pp. 219-221). Sono descritti i procedimenti di co-programmazione e co-progettazione, riservati agli ETS (pp. 221-222), e le convenzioni ex artt. 56 e 57, più ristrette e condizionate al maggior favore rispetto al mercato, in linea con la giurisprudenza Spezzino e Casta (pp. 222-223). Gli autori concludono che la scelta del CTS è politica e culturale e che tali processi vanno governati per evitare disparità territoriali nel godimento dei diritti (pp. 223-224).

6. Sezione IV, Parte I. Stato e mercato (capitoli 13-17)

Capitolo 13. La "trasparenza" nel diritto dell'economia (Alberto Urbani)

Alberto Urbani muove dalla polisemia del termine «trasparenza», impiegato nel diritto dell'economia in due accezioni da non confondere: i doveri informativi delle autorità di regolazione verso i vigilati e il mercato, e i rapporti tra le imprese dei settori regolati e la clientela (p. 225). Sul primo piano, le autorità indipendenti sono in linea di principio soggette alla L. n. 241/1990, nota come legge sulla trasparenza amministrativa; nel comparto finanziario, però, tali finalità devono conciliarsi con il segreto d'ufficio imposto alla Banca d'Italia dall'art. 7 t.u.b., come mostra l'esempio della liquidazione coatta amministrativa e del rischio di corsa agli sportelli (pp. 226-227). Il punto di equilibrio è individuato nell'art. 19 della L. n. 262/2005, che definisce la trasparenza «naturale complemento dell'indipendenza», e nell'art. 4, comma 3, t.u.b., che applica la L. n. 241 solo in quanto «compatibile» con le finalità dell'art. 5 (p. 227).

Il secondo piano è illustrato dal caso paradigmatico del Titolo del t.u.b. sulla trasparenza delle condizioni contrattuali, il cui scopo è duplice: protezione del cliente e promozione della concorrenza mediante comparabilità delle condizioni (p. 228). Il cliente è tutelato lungo l'intero «ciclo di vita» del servizio: pubblicità ex art. 116 (fogli informativi, documento di sintesi); forma scritta ex art. 117, con nullità e sostituzione automatica delle clausole sfavorevoli; nullità operanti solo a vantaggio del cliente; *ius variandi* ex art. 118, subordinato a giustificato motivo e preavviso di due mesi; comunicazioni periodiche ex art. 119 e approvazione tacita dell'estratto conto (pp. 228-230).

L'autore osserva poi che la disciplina bancaria nata con la L. n. 154/1992 ha costituito il modello per t.u.f. e codice delle assicurazioni (p. 230). Nei servizi di investimento, sotto l'influsso delle direttive MiFID, l'art. 21 t.u.f. configura la trasparenza in termini bidirezionali, affiancando agli obblighi dell'intermediario il dovere del cliente di fornire informazioni (*suitability rule*), tendenza accostata all'art. 22 del decreto antiriciclaggio (p. 231). Prescrizioni analoghe si ritrovano nella L. n. 481/1995 per i servizi di pubblica utilità, sicché la trasparenza si profila come una delle linee portanti dei mercati regolati (p. 232).

Capitolo 14. Le privatizzazioni nel diritto dell'economia (Domenico Siclari)

Domenico Siclari definisce la privatizzazione come trasferimento della proprietà di beni o imprese dal settore pubblico ai privati, distinguendo quella «formale» (trasformazione in società di diritto privato) da quella «sostanziale» (cessione della titolarità) e separandola da liberalizzazione e *deregulation* (pp. 233-234). Il programma avviato nel 1992 perseguiva l'adeguamento ai vincoli comunitari su concorrenza e aiuti di Stato, la diffusione dell'azionariato e la riduzione del debito pubblico (p. 235). L'apertura dei mercati ha richiesto l'istituzione dell'AGCM (L. n. 287/1990) e delle Autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità (L. n. 481/1995) e induce a riconsiderare la concessione amministrativa, giustificata ormai solo nei settori coperti da riserva legale; l'esito è il passaggio dallo Stato gestore allo Stato regolatore (pp. 236-237).

L'autore ripercorre poi la normativa: dal D.L. n. 386/1991, rimasto inattuato, al D.L. n. 333/1992, che trasformò direttamente IRI, ENI, ENEL e INA e introdusse la procedura semplificata via delibera CIPE, fino alle deleghe della legge Bassanini e alle trasformazioni disposte per legge; per le dismissioni, il D.L. n. 332/1994 e la riforma della L. n. 350/2003, che impone modalità «trasparenti e non discriminatorie» (pp. 238-240). Sui poteri speciali esamina *golden share* e *poison pill*, i criteri di compatibilità comunitaria della comunicazione 97/C 220/06, l'art. 2449 c.c. e il D.L. n. 21/2012, che estende i poteri a tutte le società strategiche, poi ampliati alla sicurezza cibernetica in coordinamento con il Reg. (UE) 2019/452 (pp. 240-243).

Quanto alle società partecipate, segnala la sovrapposizione di norme speciali al codice civile, la tendenziale assimilazione alle pubbliche amministrazioni, il controllo della Corte dei conti ex art. 100 Cost. e la giurisprudenza delle Sezioni Unite sulla responsabilità contabile per «danno diretto», fino al D.Lgs. n. 175/2016, che conferma la natura privatistica e lucrativa e il criterio dell'operatore di mercato (pp. 243-246). Infine la privatizzazione bancaria per fondazioni: legge Amato, legge Ciampi, riforma del 2001, sentenze costituzionali nn. 300 e 301 del 2003 che ne ribadiscono la natura privata, vigilanza del Ministero dell'economia e Protocollo d'intesa con l'ACRI del 2015 (pp. 246-248).

Capitolo 15. Concorrenza e mercato (Anna Argentati)

Anna Argentati esamina il significato del mercato concorrenziale e l'introduzione della disciplina antitrust in Italia. Secondo la teoria economica prevalente, la concorrenza promuove innovazione ed efficienza allocativa, produttiva e dinamica, quest'ultima ritenuta da molti preminente in continuità con Schumpeter (pp. 249-250); poiché però il mercato lasciato a sé non impedisce involuzioni monopolistiche, si giustifica una legislazione a tutela dell'interesse pubblico alla struttura concorrenziale, distinta dalle norme civilistiche sulla concorrenza sleale (p. 251). L'Italia, ultima tra i Paesi comunitari, adottò la L. n. 287/1990 solo nell'imminenza del mercato unico, dopo decenni di modello dirigista; la legge segnò una svolta culturale, incidendo sul diritto amministrativo (concessioni, autorizzazioni, controllo dei prezzi) e sull'attività legislativa grazie ai poteri consultivi e di segnalazione ex artt. 21 e 22 (pp. 251-253).

L'autrice individua tre caratteri della legge: l'impianto filo-comunitario, con fattispecie modellate sugli artt. 101 e 102 TFUE e la clausola interpretativa dell'art. 1, comma 4 (pp. 254-255); l'istituzione dell'AGCM quale autorità indipendente, svincolata dall'indirizzo politico, priva di ponderazione discrezionale e operante con modulo simil-processuale (p. 255); l'attenzione sia alle restrizioni «private» (intese, abusi, concentrazioni) sia a quelle «pubbliche», contrastate con i poteri di segnalazione, rafforzati dalla legge annuale per la concorrenza (art. 47 L. n. 99/2009), dal potere di impugnativa ex art. 21-bis e dal meccanismo dell'art. 4 D.L. n. 1/2012, che fanno dell'Autorità un guardiano dei processi di liberalizzazione (pp. 255-258).

L'ultimo paragrafo affronta il fondamento costituzionale. Nonostante il richiamo all'art. 41 Cost., dottrina e giurisprudenza costituzionale hanno a lungo letto la norma in chiave soggettivistica, trascurando il criterio dell'utilità sociale e assegnando priorità all'intervento pubblico (pp. 258-259). La svolta è il nuovo art. 117 Cost., che, inserendo la «tutela della concorrenza» tra le materie di competenza esclusiva statale, la rende limite della potestà legislativa e valore da realizzare, orientamento accolto dalla Corte costituzionale dopo iniziali incertezze; ne discende che la L. n. 287/1990 tutela valori costituzionalmente protetti e non potrebbe essere abrogata né limitata nel suo campo di applicazione (pp. 260-261).

Capitolo 16. Il ruolo dello Stato nei settori strategici dell'economia (Mirella Pellegrini e Andrea Sacco Ginevri)

Mirella Pellegrini e Andrea Sacco Ginevri ricostruiscono l'evoluzione del ruolo dello Stato nei settori strategici. La *golden share* del D.L. n. 332/1994 fu censurata dalla Corte di Giustizia per contrasto con libertà di stabilimento e circolazione dei capitali, inducendo il legislatore a ridimensionarla nel 2003 e a sostituirla con il D.L. n. 21/2012 (pp. 263-264). I «golden powers» prescindono da qualsiasi partecipazione pubblica, si applicano a tutti gli attivi strategici individuati con decreti o regolamenti e operano su base normativa anziché statutaria, privilegiando la supervisione esterna per settore (pp. 265-266); la pandemia ne ha accelerato l'ascesa quale congegno difensivo contro acquisti predatori (pp. 266-267).

Gli autori descrivono i poteri nei settori della difesa e sicurezza (art. 1), più incisivi e applicabili a soggetti UE ed extra-UE: condizioni o opposizione agli acquisti e veto alle delibere, con sospensione dei diritti di voto (pp. 267-269); e quelli negli altri settori (art. 2), che richiedono una situazione eccezionale di minaccia e riguardano l'acquisto del controllo da parte di soggetti extra-UE e, dopo il D.L. n. 21/2022, anche UE (pp. 269-270). Seguono il Reg. (UE) 2019/452 con i suoi criteri e il meccanismo di cooperazione, le misure transitorie del decreto liquidità (D.L. n. 23/2020), compreso l'esercizio d'ufficio, e la loro stabilizzazione con il D.L. n. 21/2022 (pp. 270-275).

Gli autori leggono il sistema come transizione a uno Stato «stratega», che interviene su un terreno pubblicistico e non più societario (pp. 275-276), ma rilevano che la prassi applica i poteri anche a operazioni interamente italiane, riproponendo preoccupazioni di eccessiva invasività e il quesito sul diritto di recesso dei soci (pp. 276-277). La compatibilità con le libertà europee, giustificabile per le misure transitorie del 2020 anche nel settore finanziario alla luce della giurisprudenza sulla stabilità sistemica, diviene più complessa una volta venuta meno la temporaneità (pp. 278-280). L'architettura di vigilanza finanziaria europea risponde a una logica analoga, ma allocata in organismi tecnici sovranazionali, mentre il Regolamento non incide sui controlli nazionali, con rallentamento dell'integrazione (pp. 280-281).

Capitolo 17. Il problema del Mezzogiorno negli ultimi settant'anni (Amedeo Lepore)

Amedeo Lepore ricostruisce in chiave storico-economica il divario Nord-Sud. Richiamando la tesi di Saraceno sulla «mancata unificazione economica», nega che il divario

possa essere meccanicamente ricondotto all'Unità: le stime di Eckaus lo collocavano già tra il 15% e il 25% nel 1861, ma in un Paese di antico regime in cui l'industria contava poco; respinge inoltre le letture nostalgiche del regime borbonico citando Pescosolido (pp. 283-285). Il divario si è poi trasformato in «questione meridionale» e dualismo economico, mentre solo con Nitti e il «nuovo meridionalismo» di Saraceno si affermò la priorità dell'industrializzazione (pp. 285-287).

Il nucleo del saggio è la periodizzazione degli ultimi settant'anni. Il 1951-1973 è l'unico ciclo di convergenza: il Sud crebbe del 5,8% annuo contro il 4,3% del Nord e il PIL pro capite salì dal 52,7% al 60,3% del Centro-Nord, grazie all'accumulazione di capitale, all'emigrazione e all'intervento straordinario, riorientato all'industrializzazione dalla L. n. 634/1957 (pp. 288-289). La Cassa per il Mezzogiorno, prototipo per la Banca Mondiale e ispirata al *big push* di Rosenstein-Rodan, praticò un «keynesismo dell'offerta» interventista ma non statalista (pp. 290-292). La svolta regressiva seguì alle rivendicazioni salariali, alla fine della convertibilità del dollaro, alle crisi petrolifere e all'istituzione delle Regioni, che con la L. n. 183/1976 ridusse la Cassa a mera gestione; prevalse il trasferimento di reddito e il divario tornò al 55,3% nel 1992 (pp. 293-297). La L. n. 488/1992 chiuse l'intervento straordinario, mentre la «nuova programmazione» e l'intermediazione impropria alimentarono la «questione settentrionale» (pp. 298-299). Nella crisi 2008-2014 il PIL del Sud cadde dell'11,3% contro il 5,8% del Centro-Nord, producendo una «doppia divergenza» anche rispetto all'Europa; il risveglio del 2015-2018 fu interrotto da scelte assistenziali e dalla pandemia (pp. 300-303).

In conclusione l'autore sostiene che la questione meridionale è divenuta tematica europea e propone un programma fondato su innovazione digitale, economia verde e capitale umano, attuato a partire dal PNRR, con nuove politiche industriali, attrazione di investimenti e una pubblica amministrazione più efficiente, respingendo rivendicazionismo e dispersione a pioggia delle risorse (pp. 304-307).

7. Sezione IV, Parte II. Sostenibilità e innovazione (capitoli 18-22)

Capitolo 18. Mercati finanziari e sviluppo sostenibile (Mirella Pellegrini)

Il capitolo di Mirella Pellegrini esamina il rapporto tra mercati finanziari e sviluppo sostenibile, muovendo dalla constatazione che, dopo la crisi del 2007, la *financialization* ha reso sistemici i rischi finanziari, la cui stabilità e trasparenza condizionano l'economia reale (pp. 309-310). L'autrice segnala la contraddizione tra la funzionalizzazione del mercato al benessere socio-ambientale e l'elevazione della libertà d'impresa a "diritto fondamentale", con la progressiva erosione dei limiti dell'art. 41 Cost., e colloca il dibattito sulla finanza sostenibile nel quadro di una "rinascita etica" che impone di coniugare profitto, inclusione sociale ed equilibrio dell'ecosistema (pp. 311-312).

L'argomentazione ricostruisce quindi l'azione dell'Unione europea, dal Rapporto Brundtland e dall'Accordo di Parigi al Piano d'azione del 2018, al Regolamento Tassonomia e al Regolamento sull'informativa di sostenibilità, individuando due direttrici: l'incanalamento diretto dei capitali verso progetti di valore di lungo periodo e l'integrazione dei fattori ESG nelle dinamiche finanziarie (pp. 312-314). Sul versante della governance, l'autrice descrive il passaggio dallo *shareholders' value* alla considerazione degli *stakeholders*, richiama la Non Financial Reporting Directive, la Shareholder Rights Directive II e la proposta di direttiva sulla *due diligence*, e osserva che in un ordinamento *stakeholders*-centrico la *business judgment rule* finirebbe per legittimare qualsiasi decisione, sicché sarebbe necessario un apposito intervento legislativo (pp. 314-316). Quanto ai *Socially Responsible Investments*, esamina gli strumenti di debito sostenibili e i *sustainability-linked products*, il ruolo dello Stato come emittente di BTP green e come definitore di standard, nonché i fondi EuSEF (pp.

317-319). Il *greenwashing* è ricondotto all'assenza di un quadro definitorio e alla natura di *credence goods* dei prodotti sostenibili, cui SFDR e Tassonomia rispondono riducendo le asimmetrie informative (pp. 320-321).

In conclusione l'autrice rileva una rinnovata dualità del soggetto pubblico, attore e regolatore insieme, che va oltre il passaggio dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore verso un approccio sinergico tra pubblico e privato, e prospetta un coordinamento tra European Supervisory Authorities, Consob e Banca d'Italia (pp. 319-322).

Capitolo 19. Rischi climatici e supervisione finanziaria (Andrea Miglionico)

Il contributo di Andrea Miglionico affronta il nesso tra rischi climatici e supervisione finanziaria, muovendo dagli esiti della Cop27 di Sharm El-Sheikh, giudicati insoddisfacenti da molti paesi ma segnati dall'istituzione del fondo "loss and damage" per i paesi vulnerabili (p. 323). L'autore ricostruisce il percorso dal Glasgow Climate Pact e dall'accordo bilaterale tra Stati Uniti e Cina, rilevando l'ambivalenza tra l'esigenza di uscire dall'inerzia e l'interesse a mantenere lo status quo, e indica nella formula "cooperate or perish" la via da seguire (pp. 324-325).

Sul piano della regolazione finanziaria, l'autore sottolinea che la finanza assume un ruolo primario nella transizione verso un'economia a basse emissioni e che la Banca centrale europea annovera i rischi climatici tra i principali fattori di criticità per il Meccanismo di vigilanza unico, richiedendo agli enti creditizi maggiore trasparenza sui profili climatici e ambientali (pp. 326-327); richiama il piano d'azione e il Discussion Paper dell'ABE sull'integrazione dei fattori ESG nel quadro prudenziale (p. 328). La "transizione verde" è letta come processo di cooperazione multilaterale avviato con l'IPCC nel 1988, ostacolato dalla primazia degli interessi economici nazionali e dall'influenza di "gruppi di potere" legati alle energie inquinanti; l'apertura al *green* dell'Unione europea è presentata come possibile catalizzatore di convergenza tra gli Stati membri (pp. 328-330). Il superamento del "capitalismo fossile" richiede il contrasto al *greenwashing* finanziario, l'abbandono del carbone, il ricorso a fonti transitorie come il gas naturale e lo sviluppo di sistemi di accumulo elettrochimico (pp. 331-333). Sui criteri ESG, l'autore evidenzia il ruolo dei rating e delle agenzie nel promuovere l'integrazione della sostenibilità nella gestione dei rischi bancari, nonché il contributo del Fintech, pur segnalando i rischi della digitalizzazione (pp. 333-335).

Nelle conclusioni l'autore prospetta un "multilateralismo economico" fondato su regole condivise e assegna alla finanza il compito di far convergere salute, ordine sociale ed equilibrio ambientale verso un nuovo paradigma regolamentare, coniugando la strumentalità al profitto con finalità etiche, nel solco dell'Agenda 2030 dell'Onu (pp. 335-336).

Capitolo 20. La digitalizzazione del settore finanziario (Nunzio Casalino)

Il capitolo di Nunzio Casalino descrive la trasformazione digitale del settore finanziario in una prospettiva organizzativa e gestionale: banche e assicurazioni aggiornano i sistemi *legacy* e investono in intelligenza artificiale, blockchain, analisi dei dati, Internet of Things, automazione dei processi e cloud (pp. 337-338). L'autore illustra come la digitalizzazione ampli la catena del valore bancaria secondo il modello dell'*open banking*, articolato in piattaforma di interfaccia con il cliente, fornitore di *marketplace*, sistema bancario centrale titolare della licenza e dei rischi di credito, e infrastruttura digitale (pp. 339-340).

Nella parte centrale sono esaminati rischi e opportunità: la pandemia ha accelerato il ricorso ai canali digitali, mentre fintech e Big Tech mettono in discussione il ruolo delle banche quali "gate keepers" dei dati, favorendo però l'inclusione finanziaria; i rischi da *outsourcing* e cloud non sono nuovi per banche già tenute dalla vigilanza a mitigarli (pp. 340-343). Seguono le principali sfide di mitigazione dei rischi tecnologici: analisi dei dati in

tempo reale, governance dei dati frammentati in silos, gestione delle API, virtualizzazione dei dati, tracciabilità dei modelli di *data science* e adozione della blockchain (pp. 343-345), di cui sono indicati i vantaggi per trasferimenti, sicurezza, *smart contract* e condivisione dei dati KYC (pp. 345-347). Ampio spazio è dedicato alle organizzazioni autonome decentralizzate (DAO), prive di regolamentazione e di definizione univoca, alle piattaforme che ne incarnano decentralizzazione e autonomia e alle Distributed Ledger Technologies, con i punti di forza (velocità, trasparenza, fiducia, automazione, tokenizzazione, innovazione) e le debolezze (incertezze normative e di giurisdizione, chiarezza, sicurezza applicativa, immaturità tecnologica, coordinamento) (pp. 347-352).

In conclusione l'autore qualifica la trasformazione digitale come processo lento e ad alta intensità di risorse, ne elenca obiettivi e vantaggi, segnala le sfide di *policy making*, regolamentazione, riservatezza e interoperabilità, e ritiene che tali cambiamenti, nonostante i rischi, non possano che apportare benefici economici e miglioramenti organizzativi (pp. 352-355).

Capitolo 21. Innovazione tecnologica e disciplina del mercato finanziario (Antonio Davola)

Il capitolo di Antonio Davola esamina l'impatto dell'innovazione tecnologica sulla disciplina del mercato finanziario, individuando due direttrici dell'intervento normativo: una "verticale", costituita dalle norme che disciplinano direttamente i servizi bancari e finanziari, e una "orizzontale", formata da normative generali sulle tecnologie digitali che incidono comunque sul settore e vanno coordinate con la disciplina specifica (pp. 357-358). Rilevata la difficoltà di una nozione univoca di FinTech (pp. 358-359), l'autore analizza l'ingresso delle *TechFin companies*, che sfruttano dati e infrastrutture acquisiti in altri settori; una disciplina concentrata su monitoraggio e *soft law* rischia di non responsabilizzare soggetti che operano fuori dal perimetro regolato, con rischi riconducibili allo *shadow banking*, sicché occorre un approccio funzionalistico incentrato sulla qualità dei dati a prescindere dalla qualificazione del soggetto (pp. 359-361).

Sul piano oggettivo sono distinti algoritmi di ingegneria finanziaria, che incidono sulle fasi presidiate dalla MiFID, predittivi, che pongono problemi di responsabilità e supervisione, e di profilazione, esposti a *bias* e difficili da sottoporre a *reverse engineering* (pp. 361-363). Tra le normative orizzontali sono esaminati il Digital Services Act (responsabilità, trasparenza, *due diligence*, obblighi rafforzati per le piattaforme molto grandi), il Digital Markets Act (divieti e obblighi per i *gatekeeper*) e la proposta di Artificial Intelligence Act, con la tripartizione dei rischi, destinata a incidere anche sul *robo-advisory* (pp. 364-368). Tra le normative verticali, derivanti dal Pacchetto sulla finanza digitale del 2020, sono descritti il Regolamento DORA sulla resilienza operativa digitale, applicabile dal gennaio 2025 alla quasi totalità delle entità finanziarie e ai fornitori ICT (pp. 369-370), il Regolamento MiCA sulle cripto-attività non qualificabili come strumenti finanziari (pp. 370-371) e il Regolamento 2022/858 sul regime pilota DLT, fondato su un approccio "sandbox" con esenzioni differenziate per MTF DLT, SS DLT e TSS DLT, soggette ad autorizzazione nazionale sotto la supervisione dell'ESMA (pp. 372-374). Il contributo non presenta un paragrafo conclusivo autonomo e si chiude con il procedimento autorizzativo del regime pilota (pp. 373-374).

Capitolo 22. Innovazione tecnologica e moneta (Valerio Lemma)

Il capitolo di Valerio Lemma indaga gli effetti dell'innovazione tecnologica sulla moneta, distinguendo le innovazioni relative alle modalità di circolazione della moneta avente corso legale da quelle che prospettano "soluzioni alternative" alla moneta sovrana, quali i *cryptoasset* e le criptovalute (p. 375). Design dell'infrastruttura e contenuti degli accordi tra privati sono gli elementi su cui si innestano innovazioni di processo e di prodotto, da regolare avendo riguardo a stabilità, trasparenza, correttezza e concorrenza (p. 376).

Gli antecedenti novecenteschi mostrano la funzione solutoria della moneta sovrana ai sensi dell'art. 1277 c.c. e il passaggio alla moneta bancaria ed elettronica (p. 377); l'uso di strumenti finanziari e derivati come "buoni sostituti della moneta" genera il paradosso di operatori liquidi in un sistema che non lo è, sicché le alternative fondate sull'autonomia privata comportano rischi di controparte, operativi e sistemici (pp. 378-379). Per le criptovalute, l'autore osserva che valuta e infrastruttura sono due facce della stessa moneta virtuale e che gli accordi che assistono la cessione possono costituire rapporti giuridico-patrimoniali rilevanti per la riconducibilità agli strumenti finanziari, come orienta Cass. n. 44378 del 26 ottobre 2022 (pp. 379-380). Quanto ai *cryptoasset*, esamina la definizione della proposta MiCAR, il suo ambito residuale rispetto a strumenti finanziari, moneta elettronica, depositi e cartolarizzazioni, i profili di intervento e il collegamento con il regime pilota DLT e con DORA (pp. 380-382). Quanto alla CBDC e all'euro digitale, illustra i benefici in termini di costi transattivi, i rischi segnalati dalla BCE per la trasmissione della politica monetaria e la stabilità finanziaria e la necessità di verificarne la base legale negli artt. 127 e 128 TFUE (pp. 382-383).

In conclusione l'autore rileva l'opzione europea per un approccio graduale che non giunge al controllo pubblico diretto di programmatori e algoritmi, ma osserva che il metaverso, dove un *cryptoasset* può avere effetti solutori, amplifica le esigenze di protezione degli utenti e richiede un tempestivo intervento pubblico a tutela del benessere sociale e dei diritti individuali (pp. 383-384).

8. Sezione V. I mercati (capitoli 23-28)

Capitolo 23. Gli operatori del mercato finanziario: regolazione e supervisione (Mirella Pellegrini e Angela Troisi)

Il capitolo di Mirella Pellegrini e Angela Troisi ricostruisce l'evoluzione della regolazione e della supervisione degli operatori del mercato finanziario italiano, dalla centralità originaria della banca, vigilata in quanto raccoglie risparmio tra il pubblico (art. 47 Cost.), alla progressiva estensione dei controlli agli intermediari non bancari, a lungo trascurati dall'ordinamento (pp. 385-387). La svolta è individuata nella L. n. 216/1974 istitutiva della CONSOB, nella L. n. 77/1983 sui fondi comuni e soprattutto nella L. n. 1/1991 sulle SIM, che parifica la regolamentazione di SIM e banche nell'intermediazione in titoli e avvia due tendenze durature: la disciplina esaustiva con riserva di attività e il crescente rilievo della normativa secondaria (pp. 387-388). Seguono la L. n. 197/1991 antiriciclaggio e il TUB, il cui Titolo V reca una disciplina di «chiusura» degli intermediari finanziari (pp. 388-389); il decreto Eurosim e il TUF introducono poi armonizzazione minimale, mutuo riconoscimento, *home country control* e intermediario polifunzionale, nell'intento di assicurare parità concorrenziale tra banche e altri intermediari (pp. 390-392).

La seconda parte esamina le singole categorie: le banche, con la riserva dell'art. 10 TUB coincidente con la nozione europea di ente creditizio, la vigilanza della Banca d'Italia e le competenze della BCE nel Meccanismo di vigilanza unico (pp. 393-396); gli intermediari del Titolo V TUB riformato dal D.Lgs. n. 141/2010, compresi microcredito e confidi, sottoposti a un regime graduato ma molto simile a quello bancario (pp. 397-400); le SIM e le regole di condotta dell'art. 21 TUF (pp. 400-402); la gestione collettiva del risparmio, con la separazione fra OICVM e FIA (pp. 402-406); le imprese assicurative, il CAP, l'IVASS e l'EIOPA (pp. 406-409).

Nelle conclusioni le autrici rilevano che le crisi succedutesi dal 2007 hanno mutato la fisionomia del sistema bancario, non più riguardabile come «porto sicuro», e che uno sviluppo economico stabile richiede regole uniformi e vigilanza integrata decise a livello europeo,

eliminando gli spazi di attuazione discrezionale degli Stati e l'arbitraggio regolamentare, ritenuto dannoso; la strada è individuata, ma il cammino appare ancora lungo (pp. 409-410).

Capitolo 24. Il modello bancocentrico tra disintermediazione e finanza alternativa (Illa Sabbatelli)

Il contributo di Illa Sabbatelli si interroga sulla tenuta del modello bancocentrico italiano a fronte della disintermediazione e della finanza alternativa. L'autrice muove dalla distinzione tra sistemi *bank based* e *market based*, rilevando che la dipendenza delle imprese italiane, specie minori, dal credito bancario si è rivelata penalizzante nelle crisi dal 2007 in poi, con strette creditizie aggravate da regole patrimoniali troppo stringenti (pp. 411-412). Ricostruisce quindi la spinta europea verso la diversificazione delle fonti di finanziamento (Libro verde del 2013, Piano Juncker e Capital Markets Union, Piani d'azione del 2015 e del 2020), affiancata sul piano interno dalla riforma dei minibond del D.L. n. 83/2012 (pp. 412-414). La tesi centrale è che il bancocentrismo non sia tramontato ma soltanto «ridimensionato»: alla riduzione del ricorso al credito bancario non ha corrisposto un consolidamento del modello *market based*, bensì un bilanciamento tra intermediari tradizionali e mercati, di cui le cartolarizzazioni sono esempio (pp. 414-415).

La seconda parte esamina lo *shadow banking*, giudicato utile al superamento della recessione, e l'apertura della concessione diretta del credito operata dal decreto competitività (D.L. n. 91/2014) a favore di imprese di assicurazione (art. 38 CAP e Reg. IVASS n. 24/2016), fondi di credito diretto (art. 1, lett. k, TUF) e società di cartolarizzazione (art. 1-ter, L. n. 130/1999), sempre con individuazione dei prenditori da parte di una banca o di un intermediario ex art. 106 TUB, a conferma del legame con il settore bancario (pp. 415-418).

L'ultima parte collega disintermediazione e digitalizzazione, accelerata dalla pandemia e dai decreti emergenziali, con attenzione alle PMI e al ruolo delle BCC (pp. 419-420). *Open banking*, valuta digitale di banca centrale e *crowdfunding* con *credit scoring* algoritmico compongono un ecosistema diversificato (pp. 421-422). L'autrice conclude che tra Fintech e industria finanziaria tradizionale si delinea un'integrazione in logica di complementarietà, non una sostituzione, e che la contaminazione digitale, se ben sfruttata, può costituire per gli operatori tradizionali un'occasione di rinnovamento e, paradossalmente, di rallentamento della stessa disintermediazione (pp. 422-423).

Capitolo 25. Mercati finanziari e regolazione degli scambi (Marco Sepe)

Il capitolo di Marco Sepe, il più ampio del volume, offre una trattazione sistematica della disciplina dei mercati finanziari e delle sedi di negoziazione nel TUF, come riscritto dal D.Lgs. n. 129/2017 di recepimento di MIFID II e MIFIR. Chiarite la nozione di borsa o mercato e le funzioni delle borse valori (pp. 425-427), l'autore ripercorre la storia della disciplina italiana, dalla L. n. 272/1913 alla L. n. 1/1991, che avvia le tendenze alla regolamentazione esaustiva e alla delegificazione (pp. 427-430). Il passaggio decisivo è il decreto Eurosim, confermato dal TUF, che supera la concezione pubblicistica e monopolistica dei mercati a favore del modello dell'«impresa privata, operante in regime di concorrenza ed autoregolantesi», con le autorità chiamate alla sola vigilanza esterna (pp. 430-431). Le novelle successive, e in particolare il recepimento di MIFID I, hanno però recuperato un più pregnante ruolo delle autorità; MIFID II ha poi espunto gli internalizzatori sistematici dalle sedi di negoziazione, tipizzato gli OTF, disciplinato negoziazione algoritmica e accesso elettronico diretto, ed esteso la trasparenza pre e post negoziazione a tutte le sedi e agli strumenti non azionari (pp. 432-435).

La parte centrale analizza la ripartizione della vigilanza tra CONSOB, Banca d'Italia, MEF e Autorità per l'energia e il sistema «*self regulated and audited*» a doppio livello di

controllo, privatistico del gestore e pubblicistico delle autorità (pp. 436-439). Per i mercati regolamentati sono esaminati i requisiti della società di gestione e l'autorizzazione della CONSOB, non negabile per esigenze economiche del mercato (pp. 439-445). Il regolamento del mercato è qualificato come atto di natura contrattuale, riconducibile alle condizioni generali di contratto, con conseguente ricorso ai rimedi privatistici e inapplicabilità delle clausole abusive del codice del consumo (pp. 445-447); seguono contenuto minimo del regolamento, compiti del gestore, regime di trasparenza ex MIFIR e poteri delle autorità, tra cui il potere sostitutivo definito molto forte e penetrante perché non tipizzato (pp. 447-464).

Le sezioni conclusive sostengono la sostanziale coincidenza tra mercati regolamentati e MTF, le cui differenze definitorie hanno valore pressoché nominalistico, residuando come rilevante solo lo status degli strumenti quotati (pp. 465-468); descrivono gli OTF, connotati dalla discrezionalità nell'abbinamento degli ordini e dal perimetro non azionario, verso i quali la disciplina europea mostra un certo sfavore (pp. 470-472); ricostruiscono la nozione di internalizzatore sistematico, ritenendo sostanzialmente irrilevante il connotato negativo della definizione e riconoscendo alla CONSOB la possibilità di valutare nel merito la sussistenza dei requisiti (pp. 472-477); chiudono con i servizi di comunicazione dati (APA, ARM, CTP), essenziali al consolidamento dei dati in un sistema di sedi concorrenti (pp. 477-479).

Capitolo 26. L'assetto istituzionale dell'ordinamento finanziario europeo (Vincenzo Troiano)

Il capitolo di Vincenzo Troiano ricostruisce l'assetto istituzionale di vertice dell'ordinamento finanziario europeo quale risulta dalla riforma del 2010. L'autore muove dall'impianto precedente, nel quale armonizzazione legislativa e mutuo riconoscimento lasciavano agli Stati membri la conduzione della vigilanza, con una perdurante frammentazione di regimi e prassi (pp. 482-483); la procedura Lamfalussy e i comitati di terzo livello, privi di personalità giuridica e di poteri vincolanti, non avevano modificato tale situazione (pp. 483-484). La crisi del 2007 ha accelerato la revisione: la relazione de Larosière ha segnalato la scarsa attenzione ai profili macroprudenziali, l'assenza di regole uniformi e le insufficienze dei comitati, proponendo la distinzione tra vigilanza macroprudenziale e microprudenziale (pp. 485-486), poi formalizzata nel 2010 con i regolamenti istitutivi di EBA, ESMA, EIOPA e CERS (pp. 486-487).

Il SEVIF è presentato come struttura a rete fondata sulla leale cooperazione, nella quale la stabilità del sistema assume preminenza sostanziale tra le finalità (pp. 487-488). L'autore esamina la governance delle ESA, intesa come punto di equilibrio tra traslazione di compiti e mantenimento del ruolo delle autorità nazionali (pp. 489-490), e i compiti individuali dell'EBA in materia antiriciclaggio e dell'ESMA su rating, repositories e controparti centrali (pp. 491-492). Quanto agli strumenti, le norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, collocate nel quadro degli artt. 290 e 291 TFUE e adottate dalla Commissione, hanno natura vincolante e superano la principale debolezza dei comitati, pur riducendo il contributo creativo dei supervisori nazionali (pp. 492-494); orientamenti e raccomandazioni, soggetti al *comply or explain*, lasciano invece aperta la possibilità di applicazioni non uniformi (pp. 494-495). Seguono i poteri di intervento per violazione del diritto dell'Unione e nelle situazioni di emergenza, articolati in più fasi e rivolti ai singoli intermediari solo in ultima istanza (pp. 495-496), i poteri di mediazione (p. 497) e i compiti di protezione dei consumatori, inclusa la *product intervention* prevista dalla MiFIR (pp. 497-498).

Il capitolo si chiude con il CERS, privo di personalità giuridica e strettamente collegato alla BCE, il cui potere principale consiste nell'emanare segnalazioni e raccomandazioni non vincolanti, assistite da presidi di riservatezza e da obblighi di rendicontazione al Parlamento europeo (pp. 498-499).

Capitolo 27. Unione monetaria, Unione bancaria, ruolo della BCE (Francesco Capriglione)

Il contributo di Francesco Capriglione analizza l'Unione monetaria, l'evoluzione del ruolo della BCE e l'Unione bancaria, sostenendo che la costruzione europea poggia su una neutralità tecnica destinata a prevalere sulla politica. L'UME, realizzata con il Trattato di Maastricht, ha comportato una restrizione della sovranità nazionale, sottraendo la moneta alla decisione politica degli Stati (pp. 501-502). L'autore ne individua i limiti intrinseci nella separazione tra politica monetaria, affidata alla BCE, e politiche economiche e di bilancio, rimaste agli Stati, fonte di crescenti asimmetrie e del malessere dell'eurosistema, aggravato dalla mancanza di un parallelo rafforzamento dell'unione politica (pp. 503-504).

La BCE, dotata di personalità giuridica e piena indipendenza (artt. 107-110 Tr. CE) e riconosciuta dalla Corte di giustizia come parte del quadro comunitario (causa C-11/00), ha visto evolvere la propria azione dal mantenimento della stabilità dei prezzi verso interventi discrezionali tipici del *central banking*, resi possibili dalla mancata definizione puntuale di tale obiettivo e culminati nel *Quantitative easing* del 2015 (pp. 505-509); l'autore auspica una riforma che le riconosca il ruolo di prestatrice di ultima istanza (pp. 509-510). Di fronte all'emergenza Covid, dopo una fase iniziale giudicata insufficiente, la BCE ha avviato il PEPP e allentato i requisiti di vigilanza, ma solo una revisione dei Trattati in chiave solidaristica potrebbe, secondo l'autore, preservare l'integrazione (pp. 510-512). Quanto all'innovazione tecnologica, le cripto attività, non qualificabili come moneta secondo la definizione della direttiva 2015/849, vanno distinte dall'euro digitale allo studio della BCE (pp. 512-513).

L'Unione bancaria, fondata sull'art. 127 TFUE e valutata positivamente per la coerenza con l'unitarietà del fenomeno moneta-credito, accentua tuttavia la discrasia tra l'avanzata delle riforme tecnocratiche e l'evanescenza dell'obiettivo politico, con il rischio che il disegno dei padri fondatori si risolva in *wishful thinking* (pp. 514-515). Il Meccanismo unico di vigilanza (Reg. 1024/2013) attribuisce alla BCE la funzione decisionale sulle banche significative, lasciando alle autorità nazionali l'istruttoria e i compiti non attribuiti, con l'esigenza di una gradualità rispettosa del loro ruolo storico (pp. 515-518). Il Meccanismo unico di risoluzione (BRRD e Reg. 806/2014), volto a impedire il *moral hazard* e a superare la socializzazione delle perdite, assegna alla BCE una posizione formalmente di osservatore ma sostanzialmente rilevante nel giudizio di *failing or likely to fail* (pp. 518-520).

Capitolo 28. Aiuti di Stato alle imprese e garanzie pubbliche (Diego Rossano e Patrizio Messina)

Il capitolo di Diego Rossano e Patrizio Messina esamina gli strumenti di sostegno finanziario pubblico alle imprese nel quadro della disciplina degli aiuti di Stato, collocandoli nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali. Gli autori richiamano l'Action Plan del 2015, l'aggiornamento del 2017, il nuovo piano del 2020 e lo Small Business Act, accomunati dall'obiettivo di ridurre la dipendenza delle PMI dal credito bancario favorendo cartolarizzazioni e finanziatori alternativi (pp. 521-524). Le misure nazionali di supporto devono rispettare gli artt. 107 ss. TFUE; durante la crisi finanziaria la Commissione ha mostrato maggiore flessibilità, fondando le proprie comunicazioni sull'art. 107, par. 3, lett. b), e introducendo progressivamente condizioni di condivisione degli oneri per contenere il *moral hazard* (pp. 524-525).

Con riferimento alla pandemia, il Decreto Liquidità (D.L. 23/2020) ha previsto garanzie del Fondo centrale PMI e di SACE, con vincolo di destinazione delle somme (p. 526). Gli autori segnalano la ritrosia iniziale delle banche e le questioni irrisolte circa i finanziamenti concessi sulla base di verifiche soltanto formali, interrogandosi sulla responsabilità dell'istituto e sull'operatività della garanzia; richiamano la tesi della natura privilegiata del credito di SACE ex art. 9 D.Lgs. 123/1998 e auspicano la cedibilità dei crediti a società

veicolo, pur rilevando l'assenza di una disciplina ad hoc per la gestione dei crediti garantiti da parte di soggetti non bancari (pp. 527-528).

La seconda parte è dedicata alle GACS, introdotte dal D.L. 18/2016, garanzia incondizionata e a prima richiesta del MEF sulle tranche senior delle cartolarizzazioni di sofferenze, per effetto della quale il rischio di insolvenza si trasferisce anche alle casse dell'erario (pp. 528-530); gli autori ne prospettano l'estensione agli *Unlikely-to-Pay*, non ravvisando vincoli normativi ostativi e suggerendo uno schema ad hoc (p. 531). Sono infine illustrati i minibond, introdotti dalla riforma 2012-2014 e garantibili dal Fondo di Garanzia PMI ai sensi del D.M. 5 giugno 2014, con la notazione che il legislatore ha privilegiato le istanze dei risparmiatori rispetto a un quadro normativo completo (pp. 531-533), e i *basket bond*, aggregazioni di minibond spesso cartolarizzate ex L. 130/1999, estese dalla Legge di Bilancio 2019 ai titoli di debito delle S.r.l., caratterizzate dal principio mutualistico e assistite dalla garanzia del Fondo paneuropeo della BEI (pp. 533-535).

9. Le Conclusioni della curatrice

Nelle Conclusioni (pp. 537-538), Mirella Pellegrini riconduce a unità i ventotto contributi. L'indagine ha inteso "dare una chiave di lettura di alcune significative tematiche di diritto dell'economia, con l'obiettivo di fornire al lettore una sistematica visione degli impianti disciplinari che caratterizzano la regolazione UE", così da valutare l'impatto delle soluzioni applicative adottate nel tempo e identificare, in prospettiva, "futuri percorsi normativi volti alla realizzazione di nuovi equilibri nello svolgimento dei processi economici", in un momento storico segnato da turbolenze che mettono a dura prova il "sogno europeo" (p. 537). I contributi sono presentati come una costruzione unitaria, legata da un *fil rouge* che attraversa le problematiche al centro del dibattito dottrinale e sociopolitico; da essi emergono le linee del cambiamento normativo prodotto dalla globalizzazione prima e dalla crisi pandemica ed energetica poi, non solo in Italia ma nell'intera area occidentale. Sul piano generale la curatrice individua "i fattori degenerativi di un capitalismo avanzato, che denota limiti e carenze", e la conseguente difficoltà di rinnovarne il modello "per recepire soluzioni conciliative tra sviluppo ed equità" (p. 537).

Il secondo punto riguarda il metodo. L'approccio interdisciplinare è dichiarato coerente con la specialità della materia, che mette a confronto tecnicismo giuridico ed economico e trova nell'osmosi tra le due discipline il naturale punto di approdo; esso consente di inquadrare "l'essenza di un ordine giuridico preordinato allo sviluppo del processo economico", evitando che quest'ultimo si determini secondo modalità orientate al solo profitto, senza riguardo ai canoni dell'etica comportamentale e dell'equità (p. 537). L'opera si rivolge in primo luogo agli studenti, ma la curatrice chiude con una considerazione di più ampio respiro: il debito accumulato nei decenni passati, aggravato dalla pandemia e dalla crisi energetica, dovrà essere ripagato principalmente dai giovani di oggi, e "privare un giovane del futuro è una delle forme più gravi di diseguaglianza" (p. 538).

10. Quadro riassuntivo degli esiti dell'indagine

Letti nel loro insieme, i contributi del volume consegnano alla ricerca alcuni risultati che possono essere così ordinati, seguendo le linee tematiche del PRIN cui l'opera si collega.

Sul piano della frammentazione regolatoria e del sistema delle fonti, il volume documenta lo spostamento del potere normativo in materia economica e finanziaria dallo Stato verso una pluralità di centri (autorità indipendenti nazionali, ESA, BCE, consessi globali come G20 e FSB) e verso tecniche di produzione normativa non autoritative (consultazione, AIR, codici di autodisciplina, *soft law*). Al tempo stesso ne registra il riflusso: i capitoli 2 e 5 concordano nel

rilevare che la crisi del 2007, la pandemia e la guerra hanno ridotto gli spazi di adesione spontanea e riportato in primo piano regole prudenziali vincolanti, sicché la *soft law* va oggi intesa in funzione complementare e non sostitutiva. Il capitolo 26 mostra come, nell'architettura europea del 2010, le norme tecniche vincolanti abbiano superato la principale debolezza della comitologia, mentre orientamenti e raccomandazioni soggetti al *comply or explain* lasciano residui di applicazione non uniforme; il capitolo 23 conclude che uno sviluppo stabile richiede regole uniformi e vigilanza integrata decise a livello europeo, eliminando gli spazi di attuazione discrezionale degli Stati e l'arbitraggio regolamentare. Il capitolo 25 segnala, nella disciplina delle sedi di negoziazione, la sostanziale coincidenza tra mercati regolamentati e MTF e il valore ormai nominalistico di talune distinzioni definitorie.

Sul rapporto tra Stato e mercato, la tesi anticipata nella Presentazione trova riscontro trasversale: la statualità del diritto è ridimensionata ma non superata. I capitoli 14 e 16 descrivono il passaggio dallo Stato gestore allo Stato regolatore e quindi allo Stato "stratega" dei *golden powers*, con l'avvertenza, formulata dagli stessi autori, che l'estensione della prassi a operazioni interamente italiane e la perdita del carattere temporaneo delle misure del 2020 rendono più complessa la compatibilità con le libertà europee. Il capitolo 11 ricostruisce il regime delle società pubbliche e dell'*in house*, il capitolo 15 fonda la tutela della concorrenza sul nuovo art. 117 Cost., il capitolo 10 segnala una "parabola discendente" delle autorità indipendenti e la necessità di un loro nuovo posizionamento rispetto agli organi di indirizzo politico. I capitoli 3, 6, 7, 8 e 9 convergono nel leggere la Costituzione economica italiana come "composita", integrata dal diritto dell'Unione: la sostenibilità delle finanze pubbliche è divenuta principio costituzionale, il PNRR configura un nuovo metodo di governo coerente con gli artt. 5 e 11 Cost., e il modello reticolare dei rapporti centro-periferia resta il paradigma di riferimento pur con le criticità del Titolo V.

Sul tema della sostenibilità, i capitoli 18 e 19 individuano nelle due direttrici dell'azione europea (incanalamento dei capitali verso progetti di lungo periodo e integrazione dei fattori ESG) il quadro entro cui si colloca la finanza sostenibile; rilevano il problema del *greenwashing*, cui Tassonomia e SFDR rispondono riducendo le asimmetrie informative; segnalano che in un ordinamento *stakeholders*-centrico la *business judgment rule* richiederebbe un intervento legislativo ad hoc; e descrivono una rinnovata dualità del soggetto pubblico, attore e regolatore insieme, con la prospettiva di un coordinamento tra ESA, Consob e Banca d'Italia. Il capitolo 17 colloca il divario Nord-Sud nella dimensione europea e indica nel PNRR il punto di partenza di un programma fondato su innovazione digitale, economia verde e capitale umano.

Sull'innovazione tecnologica, i capitoli 20, 21, 22 e 24 forniscono una mappa delle normative "orizzontali" (DSA, DMA, AI Act) e "verticali" (DORA, MiCA, regime pilota DLT) e ne evidenziano i nodi aperti: la responsabilizzazione delle *TechFin companies* operanti fuori dal perimetro regolato, che suggerisce un approccio funzionalistico incentrato sulla qualità dei dati; i problemi di responsabilità e supervisione posti dagli algoritmi predittivi e di profilazione; la base legale dell'euro digitale negli artt. 127 e 128 TFUE; l'esigenza di un tempestivo intervento pubblico di fronte agli effetti solutori dei *cryptoasset* nel metaverso. Il capitolo 24 conclude che il modello bancocentrico italiano è ridimensionato ma non tramontato e che tra Fintech e industria tradizionale si delinea un'integrazione in logica di complementarietà.

Infine, sul versante direttamente connesso al piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, il capitolo 28 verifica gli strumenti nazionali di sostegno alle imprese (garanzie del Fondo PMI e di SACE, GACS, minibond, *basket bond*) rispetto agli obiettivi dell'Action Plan di ridurre la dipendenza delle PMI dal credito bancario, segnalando questioni irrisolte quali la responsabilità per finanziamenti concessi su verifiche solo formali, l'assenza di una disciplina

per la gestione dei crediti garantiti da parte di soggetti non bancari e la possibile estensione delle GACS agli *Unlikely-to-Pay*. Il capitolo 27, chiudendo il cerchio con il capitolo 1, individua nel disallineamento tra l'avanzata delle riforme tecnocratiche (Unione bancaria, Meccanismi unici) e l'evanescenza dell'obiettivo politico il limite di fondo della costruzione europea, superabile, secondo l'autore, solo con una revisione dei Trattati in chiave solidaristica.

Nel complesso il volume restituisce un quadro in cui la regolazione economica italiana risulta inscindibile da quella europea, attraversata da una tensione permanente tra uniformità e residui di frammentazione, e in cui la sostenibilità, ambientale, finanziaria e intergenerazionale, è assunta come criterio ordinatore emergente; esso offre così una base sistematica per gli ulteriori sviluppi della ricerca sul quadro giuridico finanziario italiano a confronto con l'Unione dei mercati dei capitali.