2026 | 1

ELFR

EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW

Rivista Semestrale
(Gennaio/Giugno 2026)

ISSN: 2975-0911

COMITATO DI DIREZIONE
Antonella Brozzetti
Jose Ramon De Verda Beamonte
Morten Kinander
Patrizio Messina
Diego Rossano
Andrea Sacco Ginevri
Illa Sabbatelli
Alberto Urbani

COMITATO SCIENTIFICO
Giuseppe Desiderio
Nina Dietz Legind
Andri Fannar Bergþórsson
Marco Fasan
Carmen Gallucci
Catherine Ginestet
Fabrizio Granà
Maria Federica Izzo
Matthias Lehmann
Paola Lucantoni
Giovanni Luchena
Rachele Marseglia
Roberto Mazzei
Andrea Minto
Francesco Moliterni
Raimondo Motroni
Alessio Pacces
Anna Maria Pancallo
Laurent Posocco
Christoph U. Schmid
Stefania Supino
Rezarta Tahiraj

COMITATO EDITORIALE
Stefania Cavaliere
Emanuela Fusco
Mercedes Guarini
Claudia Marasco
Gianluigi Passarelli
Alessandra Poliseno

DIRETTORE RESPONSABILE

Diego Rossano

La sede della Redazione è presso l'Università San Raffaele di Roma,
Via di Val Cannuta n. 247, Roma, 00166

www.europeanlawandfinancereview.com

REGOLE PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche.

Per ulteriori informazioni relative alla procedura di valutazione, si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito della Rivista.

EMAIL
info@europeanlawandfinancereview.com

INDICE

ARTICOLI E SAGGI

RAINER MASERA
THE GREAT GREEN WALL (GGW) INITIATIVE IN AFRICA: A PATH BREAKING LIVING INFRASTRUCTURE IN THE PLANET, WITH GROWING POLITICAL CHALLENGES
(La Grande Muraglia Verde (GMW) in Africa: un'infrastruttura pionieristica per il Pianeta, tra crescenti sfide politiche).....**5**

ALESSANDRA POLISENO
LA FAMIGLIA NELLA C.D. COSTITUZIONE ECONOMICA: FORMAZIONE DEL RISPARMIO, REGIMI PATRIMONIALI E VIOLENZA ECONOMICA SULLE DONNE
(Family and economic constitution: household saving, property structures and economic power imbalances upon women).....**14**

GENNARO ROTONDO – CARMEN FIORE
DIRETTRICI REGOLAMENTARI PER L'INTEGRAZIONE DEI SOGGETTI FINTECH NEL SETTORE BANCARIO TRA EUROPA E USA: IL CASO DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ (OVVERO SPUNTI PER UNO STUDIO SULLA DIVERSITÀ BANCARIA)
(Regulatory pathways for the integration of Fintech entities into the banking sector between Europe and the USA: the case of crypto-assets (or insights for a study on banking diversity)).....**28**

FILIPPO ANNUNZIATA
"VADO, MA DOVE...?": LA SEMPLIFICAZIONE E IL PROBLEMA DEL METODO. SPUNTI ALLA LUCE DELLA RIFORMA DEL REGOLAMENTO SUGLI ABUSI DI MERCATO
("Vado, ma dove...?": simplification and the problem of methodology. Insights in light of the reform of the market abuse regulation).....**55**

MADDALENA SEMERARO
DI ALCUNE QUESTIONI INTERPRETATIVE IN MATERIA DI CONTRATTI BANCARI
(Some interpretative issues in the field of banking contracts).....**81**

CLAUDIO D'ALONZO
SOSTENIBILITÀ INGANNEVOLE: IL GREENWASHING NELL'ERA ESG
(Deceptive sustainability: greenwashing in the ESG era).....**96**

PAOLO GAGGERO
TRUST, FREEDOM OF CONTRACT AND MACHINE INTELLIGENCE IN THE CAPITAL MARKETS
(Fiducia, libertà contrattuale e machine intelligence nel mercato dei capitali).....**115**

VINCENZO ORSINI – EDOARDO DE CHIARA
LA "RIFORMA" DEI POTERI SPECIALI NEL SETTORE BANCARIO: BREVI RIFLESSIONI A MARGINE DELLE VICENDE UNICREDIT - BANCO BPM E CEDACRI
(The "Reform" of Special Powers in the Banking Sector: Brief Reflections on the UniCredit–Banco BPM and Cedacri Cases).....**128**

THE GREAT GREEN WALL (GGW) INITIATIVE IN AFRICA: A PATH BREAKING LIVING INFRASTRUCTURE IN THE PLANET, WITH GROWING POLITICAL CHALLENGES.

Rainer Masera

The Great Green Wall (GGW) Initiative in Africa: a path breaking living infrastructure in the Planet, with growing political challenges*

(*La Grande Muraglia Verde (GMW) in Africa: un'infrastruttura pionieristica per il Pianeta, tra crescenti sfide politiche)*

Rainer Masera**

Professore Straordinario di Politica Economica presso l'Università Guglielmo Marconi

ABSTRACT [En]:

The Great Green Wall is an important reforestation and cooperation project stretching from Senegal to Ethiopia, designed to restore ecosystems and strengthen resilience across the Sahel. This territory is, however, contaminated by landmines and explosive remnants of war, which compromise the effective sustainability of the Great Green Wall.
The analysis is set within the Africa–EU partnership and identifies the new global challenges concerning the present and future role of Africa and international cooperation.

Keywords: Great Green Wall, geopolitic, Africa- EU cooperation.

ABSTRACT [It]:

La Grande Muraglia Verde è un importante progetto di riforestazione e cooperazione che si estende dal Senegal all'Etiopia ed è stato ideato per ripristinare gli ecosistemi e rafforzare la resilienza dell'area del Sahel. Tale territorio è, però, contaminato da mine e residuati bellici e ciò compromette l'effettiva sostenibilità della GMV.
L'analisi si inserisce nell'ambito del partenariato Africa–UE ed individua le nuove sfide globali che riguardano il ruolo attuale e futuro dell'Africa e della cooperazione internazionale.

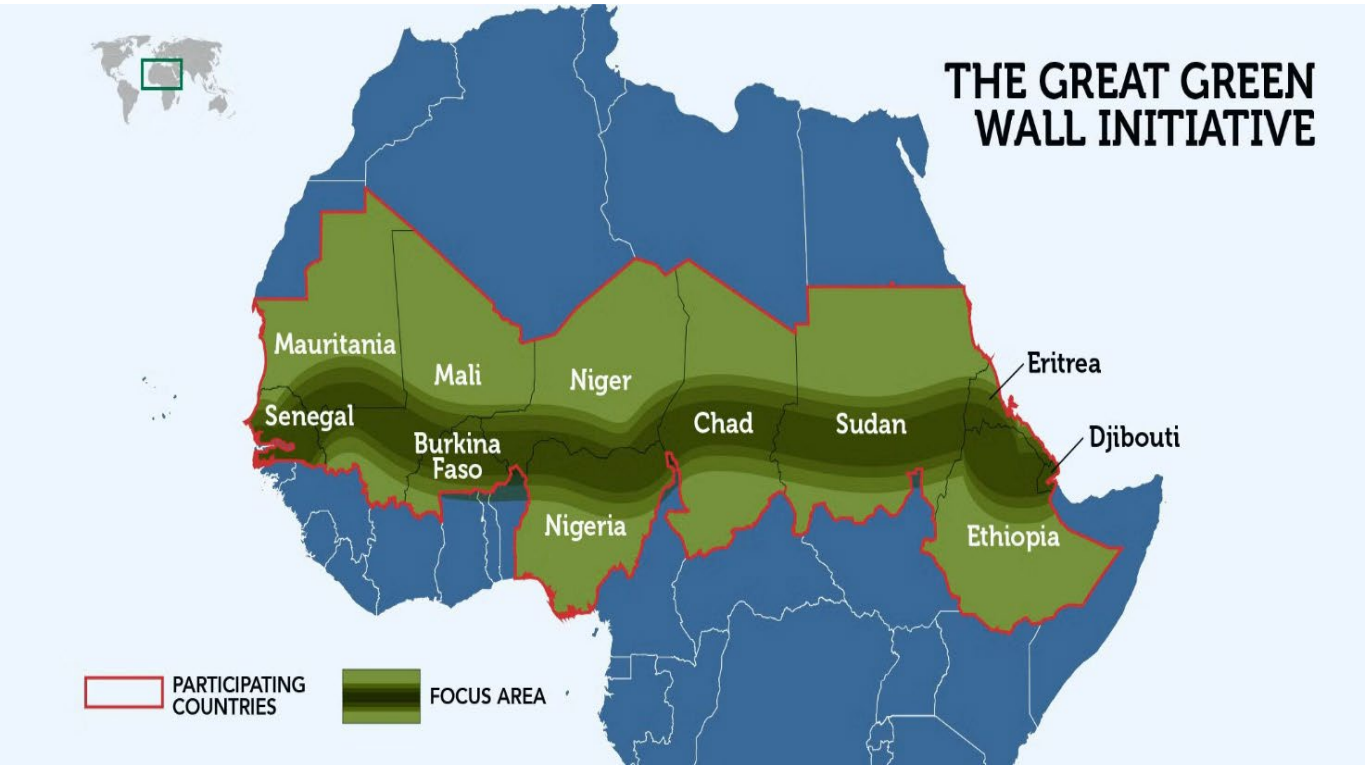
Parole chiave: Grande Muraglia Verde, geopolitica, cooperazione Africa-EU.

SOMMARIO: 1. The Great Green Wall in Africa – 2. Africa's role – 3.The second, little-known, daunting Wall in Africa – 4. Key transformations in Africa - 5. Some tentative concluding remarks

1. THE GREAT GREEN WALL IN AFRICA

The GGW was launched in 2007 to restore/create a diversity of ecosystems in Africa. It represents a very important official project for reforestation and cooperation, which runs from Senegal to Ethiopia and covers some 8,000 km (Chart 1).

Chart 1 - The Great Green Wall



Source: GEF, 2025

It extends economically and financially to Algeria and Morocco and to Southern Europe; only 14 km separate the two continents (Chart 2).

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

** I wish to express my thanks to two anonymous referees for their very helpful comments.

Chart 2 - The shortest distance between Europe and Africa: 14 km

Source: Caplio

The lessons of geography and history are often forgotten or downplayed: Carthago, the Roman Empire, Granada and the Alhambra, the Arab domination during the Nasrid Emirate … are all reminders of the proximity of the two continents.

More recently, Spain's North African exclaves of Ceuta and Melilla and the strait of Gibraltar, which is an overseas territory of Great Britain, come to mind.

2. AFRICA'S ROLE

Africa's role in international affairs has become crucial in the new global (dis)order[1]. Large young population, vast natural resources (energy, raw materials), critical geographical position have made the continent a focal point for world powers (US, China, EU, Russia, India) for key adjoining countries (Iran, Turkey, Israel) and also for important African countries.

The Kingdom of Morocco has taken an initiative to bring together landlocked Sahel countries and provide strategic access to the Atlantic Ocean through major investments in infrastructures, in cooperation with other states. This might however conflict with Algeria's initiatives in the region[2].

The unsettled state of affairs is underlined notably by the Trump Administration declaration that the US would undertake in 2025/26 massive bombing of ISIS terrorists in Nigeria[3] and by Israel's recognition of Somaliland as an independent sovereign state in December 2025 (BBC, https://www.bbc.com/). Somaliland's territory is claimed, but not controlled, by Somalia, which does not recognise Israel as an independent state.

3. THE SECOND, LITTLE-KNOWN, DAUNTING WALL IN AFRICA

Across the African continent there is an even longer – some 10,000 km – «wall» consisting essentially of physical landmine contamination, spanning from Morocco (and the Mediterranean bordering Africa[4]) and Mauritania to the Sahel region and to Ethiopia (Chart 3).

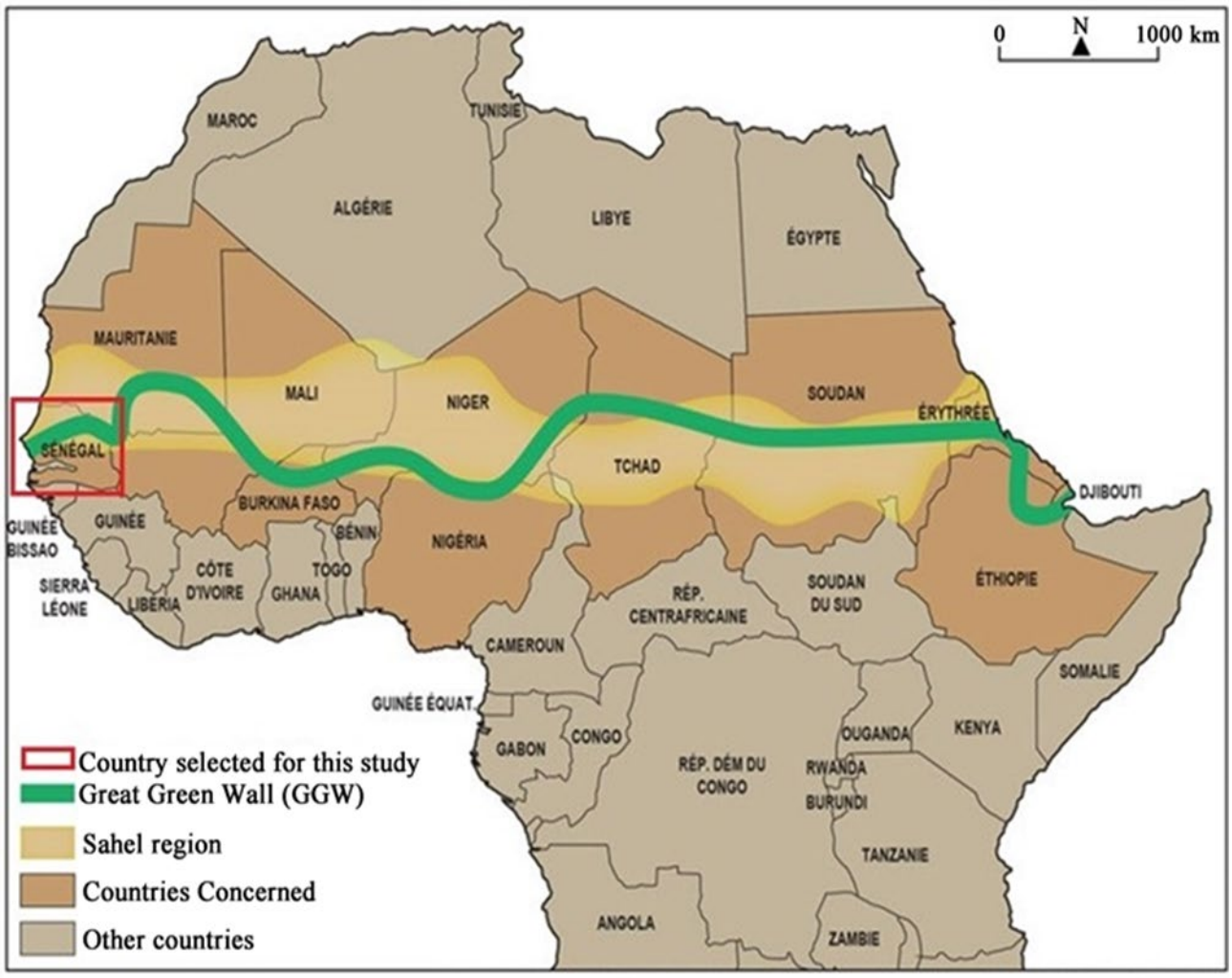
[1] The complex new links are explored, with ample references, in R. MASERA, *Global Megatrends*, Fondazione Cesifin, Firenze, 2024.

[2] See, for instance, Carnegie Endowment for International Peace, *Morocco's Atlantic Initiative,* https://carnegieendowment.org.

[3] A clear sign of the unraveling of the pax americana, as had happened to the *pax romana* and the *pax britannica*.

[4] Landmines and explosive ordnance are a significant growing threat, notably in the Central Africa Republic, South Sudan, Ethiopia and Eritrea.

Chart 3 - The GGW and the Sahel region



Source: Scirp.org

It comprises: antipersonal landmines (APL), explosive remnants of war (ERW), improvised explosive devices (IED), explosive weapons in populated areas (EWIPA). Paradoxically the two walls are partially overlapping.

The United Nations and organizations such as the Landmine and Cluster Munition Monitor[5] document the contamination: the landmine wall is destructured and indeed slowly "moving" (i.e. shifting location). This makes for a higly insidious and dangerous situation which entails very heavy tolls of human lives and wounded persons, notably children.[6] The Vatican is also at the forefront for the implementation of an international treaty banning anti-personnel mines, for the active support of corageous witnesses of justice and peace and for a world day of peace in 2026.

[5] See Ideas Indaba, 2025.

[6] See M. FAVRETTI, 2025.

An ongoing drama is around us, little known and publicised for complex geopolitical reasons - which would deserve close attention - to safeguard the GGW and the very Pan African Union (PAU).

Italy and the Meloni Government are actively fostering a peaceful solution – consistently with the EU «Global Gateway» approach which was discussed and endorsed by the G20 in Johannesburg, South Africa, in November 2025 (https://www.b20southafrica.org/about-g20)[7].

4. KEY TRANSFORMATIONS IN AFRICA

As explained notably by United Nations and by the International Monetary Fund (IMF, F&D Magazine, December 2025, https://www.imf.org/en/home), the demographic trasformation which is taking place in Africa representes a game changer destined to affect globally scholarship and policy in law and finance.

Africa's population is estimated at around 140 million in the year 1900, 10% of the world then. It is now 1.4 billion, by 2050 it is projected to reach 2.5 billion. The African continent would represent one quarter of the world's population. At the end of the century the share would climb to 40% with a broadly corresponding rise in its geopolitical importance.

The GGW project is a pillar stone of these anticipated events. It seeks to re-green Africa from Senegal to Somalia and to multiply available resources. It requires peace and collaboration, as originally envisaged. Landmine contamination and heated political divisions are threatening the project, which would represent the largest living structure on the planet, stretching 8.000 km., a world feat and wonder to rival the Great Wall of China.

[7] The crucial rôle of the EU has been clearly identified by D. ROSSANO, *Solidarietà e stabilità economica nella ridefinizione del patto di stabilità e crescita*, in *Riv. trim. di Diritto dell' Economia*, Supplemento n.1, 2023, 133 et seq., at p. 140. The perspective taken by Rossano is represented by the ongoing war waged by Russia on Ukraine, which upset macroeconomic and political balances. See also D. ROSSANO (a cura di), *La supervisione finanziaria dopo due crisi*, Wolters Kluwer, Milano, 2023.

5. SOME TENTATIVE CONCLUDING REMARKS

It was clearly indicated that Africa is emerging as a leading area of the world. Its crucial rôle entails great responsibilities: it should summon up the political, societal and ethical resources to overcome the fractures, to share prosperity in a peaceful, collaborative framework.

The GGW must make the wall of landmine contamination recede and disappear. The spirit and the charter of the Organization of African Unity (OAU), founded in 1963, should be fully carried over to the African Union (AU) enacted in 2002, with its goal of profound integration for the African continent, in cooperation with international partners.

The Africa–EU parternship was established 25 years ago at the first Africa–EU Summit held in Cairo. The EU has recently restated the importance of the partnership, and underlined the crucial role of the collaboration between the European Parliament and the Pan-African Parliament (PAP) (EC, https://commission.europa.eu). The Africa EU-Civil Society-Forum represents an integral part of the Joint Africa-EU Strategy (JAES).

The clear focus of this note should not be blurred, but the temptation to open new vistas on Africa by adopting a holistic approach is strong. I will try to meet the challenge by relying on concurrent, complementary research and analysis of many authors and my own[8].

It is an important occasion to examine previously unseen opportunities and perspectives, and to identify new challenges with a global dimension, but also a clear focus on the current and future rôle of Africa and of international cooperation.

Elon Musk (born in South Africa in 1971) is a visionary tech, automotive, space and work expert. He is perhaps best known for being the world's richest person, at the same time he has given fundamental contributions to AI and robotics. He has argued that robotics is destined to replace all human jobs, even so working will no longer be necessary.

The key to this apparent paradox lies in the fact that multiplying humanoid robots will unleash productive capacity, while demographic transition and population prospects point to a gradual slow down (UN World Population Prospect 2025). Thus, even if humans will not be required for most tasks, and will not earn income and salaries, robotics will create such abundance that working becomes optional.

[8] For a critical assessment of these topics and a survey of literature see R. MASERA, *At the crossroads for the world,* LEYR, forthcoming.

The issues are complex and intertwined, but cannot be easily escaped. The world is entering a knowledge paradigm. Technological advancement, digital innovation, interweaving of human and physical capital (the new productive systems) can transform societies capturing the benefits of creating innovation. Yet, also unprecedented risks loom in robotics, with scenarios of tipping points and destabilising cascades ushering into radical uncertainty.

The road takes us back to Africa and to its central role for possible solutions in the new set ups. Bill Gates, who has also argued that humans won't be needed for compulsory jobs, has publicly pledged in mid-2025 to direct the majority of his $200 billion personal wealth over the next twenty years towards philantropic commitments in Africa, through the Gates Foundation, with the view of empowering African governments to cope with major challenges in the continent (Bill Gates to Direct Majority of $200 billion Pledge Toward Africa's Future, https://www.gatesfoundation.org/).

Evidently, international aid is of fundamental importance, but cannot help cure political mistakes, bad governance and bureaucratic excess, domestically and abroad.

LA FAMIGLIA NELLA C.D. COSTITUZIONE ECONOMICA: FORMAZIONE DEL RISPARMIO, REGIMI PATRIMONIALI E VIOLENZA ECONOMICA SULLE DONNE

Alessandra Poliseno

La famiglia nella c.d. Costituzione economica: formazione del risparmio, regimi patrimoniali e violenza economica sulle donne*

(Family and economic constitution: household saving, property structures and economic power imbalances upon women)

Alessandra Poliseno**
Assegnista di ricerca in diritto dell'economia presso l'Università degli studi di Bari Aldo moro, Dipartimento di giurisprudenza

ABSTRACT [En]: The paper examines the family as a structural locus for the formation and management of savings within the framework of the economic constitution, treating Article 47 of the Italian Constitution as the key normative reference for this analysis. It analyses how economic crises have reshaped household saving behaviour, highlighting processes of concentration, territorial imbalance and unequal access to accumulation. The topic then turns to the evolution of family property regimes, from the 1975 reform of Family Law to the recent regulation of non-marital cohabitation, read through their effects on the internal distribution of economic powers and decision-making capacity. Within this framework, economic violence against women is addressed as a structural phenomenon that interferes with the effective enjoyment of financial autonomy and, more broadly, weakens the constitutional function of savings as an instrument of participation in national wealth.

Keywords: Economic constitution, household property arrangements, gender-based economic violence

ABSTRACT [It]: Il saggio analizza la famiglia quale sede primaria di formazione e gestione del risparmio nel quadro della c.d. Costituzione economica, alla luce dell'art. 47 Cost. L'indagine esamina l'impatto delle crisi economiche e della pandemia sulle dinamiche di accumulazione familiare e sulle diseguaglianze patrimoniali, con attenzione ai profili territoriali e distributivi. Particolare rilievo assume l'evoluzione dei regimi patrimoniali, dalla riforma del 1975 alla disciplina delle convivenze, considerati nei loro effetti sulla distribuzione del potere economico all'interno del nucleo. In tale prospettiva, la violenza economica di genere emerge come fattore strutturale idoneo a incidere sull'effettività della tutela costituzionale del risparmio e sulla partecipazione alla ricchezza nazionale.

Parole chiave: Costituzione economica, regimi patrimoniali familiari, violenza di genere.

SOMMARIO: 1. Costituzione economica, art. 47 Cost. e famiglia come luogo di formazione e accumulazione del risparmio. - 2. Crisi economica, pandemia e propensione al risparmio. - 3. Riforma del diritto di famiglia del 1975: abolizione del modello patriarcale e ricostruzione della parità coniugale. - 4. Discriminazioni e violenza di genere.

1. COSTITUZIONE ECONOMICA, ART. 47 COST. E FAMIGLIA COME LUOGO DI FORMAZIONE E ACCUMULAZIONE DEL RISPARMIO

Nel quadro della Costituzione economica materiale[1], intesa quale complesso di norme (di attuazione della c.d. costituzione economica), pratiche e indirizzi che regolano l'attività economica della collettività, il risparmio[2] assume la funzione di equilibrio economico e sociale della Repubblica. Esso rappresenta un fattore strutturale del sistema finanziario e della coesione sociale, in quanto punto di mediazione tra l'autonomia del soggetto economico e la funzione di indirizzo di governo dell'economia, traducendo la libertà individuale in un comportamento conforme all'utilità collettiva e giuridicamente regolato[3].

La formula «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito» individua un perimetro normativo che non si esaurisce nella protezione della sfera individuale, ma la nozione costituzionale di risparmio si estende anche oltre la dimensione bancaria e creditizia, investendo il settore assicurativo, previdenziale e quello dell'intermediazione finanziaria.

Il risparmio, in tal senso, si manifesta come categoria relazionale, nella quale l'interesse individuale alla conservazione si intreccia con l'interesse collettivo. Difatti l'art. 47 Cost.[4], "letto", per così dire, nella trama della Costituzione economica materiale[5], fornisce una nozione di risparmio inteso come grandezza giuridica primaria

---

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

** Ringrazio la professoressa Sara Landini dei preziosi suggerimenti che hanno consentito lo sviluppo del presente lavoro.

[1] G. DI PLINO, *Sulla Costituzione economica. Contributo per una teoria degli effetti costituzionali dell'economia* in *Il risparmio, Riv. trim. ACRI*, n. 1,2008, p. 25-50; S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2012, pp. 15 ss.

[2] «Il risparmio trova, com'è noto, una sua specifica disciplina costituzionale all'interno della c.d. Costituzione economica»: così, F. SCUTO, *La tutela costituzionale del risparmio negli anni della crisi economica. Spunti per un rilancio della dimensione oggettiva e sociale dell'art. 47 Cost.*, *Federalismi.it*, n. 52019, p. 169.

[3] La dimensione pubblica del risparmio emerge anche dalla sua connessione con la stabilità del debito pubblico, in quanto la sottoscrizione di titoli di Stato rappresenta una forma diretta di cooperazione civica alla solidità dell'ordinamento economico-finanziario.

[4] Sull'art. 47 Cost. in chiave di promozione del risparmio popolare e di stabilità/coesione, si veda altresì: F. MERUSI, *Art. 47*, in A. NIGRO, G. GHEZZI, F. MERUSI, *Commentario della Costituzione. Rapporti economici (artt. 45–47)*, Bologna–Roma, 1980, *passim*.

[5] F. SCUTO, *La dimensione sociale della Costituzione economica nel nuovo contesto europeo*, Torino, 2022, p. 142; S. AMOROSINO, *La "Costituzione economica"*, in M. PELLEGRINI (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Roma, 2^ed., 2023, p. 104 ss.

dell'ordinamento[6], per cui questa "trasposizione nel tempo dell'uso di una liquidità" non è solo un' "esigenza degli individui che «praticano» la virtuosa attività di accantonare risorse finanziarie"[7], cioè, non coincide con la semplice astensione dal consumo, ma diventa un comportamento economicamente produttivo e un bene giuridico[8] "qualificato e funzionalizzato"[9].

Ne deriva un dovere positivo per il legislatore e per gli apparati di governo economico di conformare strumenti, assetti istituzionali e regole dei mercati in modo coerente con l'utilità collettiva del risparmio[10], secondo l'impostazione che una parte della dottrina ha ricostruito in chiave di partecipazione diffusa alla ricchezza nazionale[11].

La partecipazione alla ricchezza nazionale non si realizza unicamente attraverso il reddito da lavoro, ma anche mediante l'accumulo e l'allocazione di utilità finanziarie e previdenziali.

L'art. 47 Cost. riconosce il pluralismo degli strumenti di accumulazione e la necessità di una cornice neutrale e accessibile, nella quale la tutela del risparmio funge da meccanismo di equilibrio tra le dinamiche del mercato[12] e i principi contenuti nella Costituzione[13].

---

[6] C. MORTATI, *La Costituzione in senso materiale*, Roma, 1940 (rist. varie). La nozione di "Costituzione materiale" consente di inquadrare il risparmio come grandezza ordinante quando una prassi normativa e istituzionale stabile gli attribuisce funzione pubblica e strumenti di attuazione. In tale ottica, il risparmio non è trattato come mero fatto economico, ma come categoria giuridica dotata di uno statuto normativo proprio, collocata al livello costituzionale e investita di funzione ordinante. Cfr. S. AMOROSINO, *La "Costituzione economica": note esplicative di una nozione controversa*, in *Riv. trim. dir. ec.*, n. 4,2014, p. 217 ss.

[7] C. BUZZACCHI, *Il risparmio a fondamento del sistema economico e sociale: la tutela della Costituzione e gli scenari di evoluzione*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, n.1,maggio 2025, p. 285 ss.

[8] A.G. LANZAFAME, *Credito e Costituzione: dal risparmio come «bene comune» al principio di accessibilità. Temi e problemi di democrazia economica*, in *Costituzionalismo.it*, n. 1,2019, pp. 1-36.

[9] Giuridicamente qualificato in quanto sottoposto a disciplina e a vigilanza, divenendo oggetto di tutela pubblica, il diritto le attribuisce uno *status* normativo: la riconosce come oggetto di disciplina, le dà una definizione, ne determina i limiti, le forme, le tutele e i soggetti coinvolti. Non è quindi un comportamento lasciato alla sola libertà individuale, ma un fenomeno che riceve qualificazione da parte della legge. L'ordinamento non si limita a riconoscere la libertà di risparmiare, ma indirizza il risparmio verso finalità collettive, attraverso regole, controlli e strumenti (come la disciplina del credito, la vigilanza bancaria, gli incentivi fiscali, ecc.).

[9] L. D'ANDREA, *I principi costituzionali in materia economica*, in *Consulta online,* p. 1-25.

[10] Il tema, come è stato efficacemente sintetizzato nella formula secondo cui il risparmio «conduce la riflessione giuridica a interrogarsi, a sua volta, circa le utilità pubbliche e private che esso garantisce; circa i benefici a singoli o al sistema che da esso arrivano; circa le diverse provenienze che lo generano, e gli scopi che tramite esso sono raggiungibili»: cfr. C. BUZZACCHI, *Il risparmio a fondamento del sistema economico e sociale: la tutela della Costituzione e gli scenari di evoluzione*, cit., p. 289.

[11] C. BUZZACCHI, *Risparmio, credito e moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca Centrale Europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in *Costituzionalismo.it*, n. 2, 2016 – l'A. osserva che «non può andare disgiunta la valorizzazione dell'art. 47 Cost. … da una riflessione sui beni del risparmio, del credito e della moneta» e richiama la necessità di un intervento istituzionale coordinato per garantire la promozione e la tutela del risparmio.

[12] A. ANTONUCCI, *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, in *IANUS*, 19, 2019, pp. 27-40.

[13] Il disegno costituzionale collega la funzione del risparmio ad altri principi e diritti che strutturano, di fatto la Costituzione economica. L'art. 1 Cost. fonda la capacità di risparmiare nella piena occupazione; l'art. 36, nella garanzia di una retribuzione proporzionata e sufficiente; l'art. 38, nella costruzione del sistema previdenziale fondato sulla solidarietà

Nella formula «in tutte le sue forme», la disposizione costituzionale delinea, quindi, un sistema organico di relazioni economiche e giuridiche che ricomprende depositi, strumenti finanziari negoziati, prodotti assicurativi[14] a contenuto finanziario e forme pensionistiche complementari, tutte espressioni di un concetto ampio e inclusivo di risparmio popolare[15].

La nozione stessa di «risparmio popolare»[16] rinvia, infatti, a un'estensione orizzontale della protezione costituzionale, che include la dimensione collettiva dell'accantonamento come forma di cooperazione economica e di integrazione sociale.

L'aggettivo «popolare» rimanda alla proiezione collettiva di un comportamento, che, di fatto, è individuale ma che, attraverso la sua generalizzazione, assume la funzione di interesse pubblico[17]. In tale contesto, quando l'accantonamento individuale viene diffuso strutturalmente e canalizzato nei circuiti dell'intermediazione finanziaria[18], contribuisce infatti alla formazione di masse di capitale che alimentano il credito, sostengono l'investimento produttivo e rafforzano la stabilità del sistema[19].

Per cui la protezione costituzionale si estende, dunque, in senso orizzontale perché non è limitata alla tutela del singolo risparmiatore, ma riguarda la salvaguardia delle condizioni di fiducia, accessibilità e sicurezza che consentono a una pluralità di soggetti di partecipare, in modo paritario, ai processi di accumulazione e di impiego delle risorse.

La dimensione collettiva del risparmio popolare emerge, pertanto, come espressione di integrazione sociale, nella misura in cui l'ordinamento riconosce e promuove l'accantonamento non solo come scelta privata, ma come pratica che contribuisce alla coesione economica e alla partecipazione diffusa alla ricchezza nazionale.

---

intergenerazionale; l'art. 41, nel riconoscimento della libertà d'impresa, che trova nel risparmio popolare la base finanziaria per gli investimenti produttivi; l'art. 42, nella funzione sociale della proprietà, che impone limiti e vincoli all'uso delle ricchezze; e infine gli artt. 53 e 81, che assicurano coerenza tra fiscalità, risparmio e stabilità della finanza pubblica, v. P. BILANCIA, *L'effettività della Costituzione economica nel contesto dell'integrazione sovranazionale e della globalizzazione*, in *Federalismi.it*, 2019, p. 5 ss.

[14] Sulla funzione dei contratti di assicurazione quali strumenti di gestione e pianificazione del patrimonio familiare, idonei a integrare le tradizionali forme di risparmio e a governare il rischio nel ciclo di vita, v. C. BARBA, S. LANDINI (a cura di),*I contratti di assicurazione come strumento di pianificazione del passaggio generazionale e di gestione del patrimonio familiare*, Napoli, 2020, passim.

[15] E.L.G. ASSANTI, *Tutela del risparmio popolare, precetti costituzionali e legislazione attuativa. È necessario un ripensamento?* in *Istituzioni del Federalismo*, n. 3, 2016, pp. 835–838.

[16] G. SALERNO, Art. 47, in V. CRISAFULLI, L. PALADIN, *Commentario breve alla Costituzione,* Padova, 1990, p. 321.

[17] G. AMATO, *L'informazione finanziaria price-sensitive*, Firenze, 2013, spec. cap. I, parr. 2 e 4, pp. 14 ss. e 22 ss., ove l'A. qualifica l'art. 47 Cost. come perno della Costituzione economica in materia di risparmio, sottolineando come la tutela costituzionale assuma una dimensione sistemica, funzionale all'equilibrio dei mercati e alla partecipazione diffusa alla ricchezza.

[18] R. CALDERAZZI, *L'organizzazione del capitale nell'impresa bancaria*, in *Persona e Amministrazione. Ricerche giuridiche sull'amministrazione e l'economia*, n. 1, 2020, pp. 143–160, ove l'impresa bancaria è ricostruita quale centro di organizzazione del capitale raccolto e di trasformazione del risparmio in credito, con rilevanti riflessi pubblicistici.

[19] O.M. PALLOTTA, *La tutela del risparmio quale controlimite all'applicazione delle norme europee in materia di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Italian Papers on Federalism*, n. 2, 2021, spec. par. 3-4.

In questa chiave, l'art. 47 Cost. non si limita a garantire la conservazione del valore delle risorse individuali, ma predispone un quadro di regole volto a evitare che l'accesso agli strumenti di risparmio e investimento resti appannaggio di segmenti ristretti della popolazione, traducendo così la tutela del risparmio in un fattore di inclusione economica[20].

È noto che il risparmio delle famiglie costituisce una quota determinante della ricchezza finanziaria nazionale italiana[21] e alimenta i canali del credito, incidendo sull'equilibrio del sistema e sulla trasmissione della politica monetaria. La famiglia rappresenta, quindi, l'attore istituzionale attraverso cui le scelte di allocazione e di rischio trovano una coerente e compiuta concretizzazione componendo decisioni di consumo, accumulazione e trasmissione intergenerazionale della ricchezza, con effetti diretti sulla circolazione dei capitali e sui canali dell'intermediazione finanziaria. Siffatta funzione trova coerente corrispondenza nell'art. 31 Cost., che affida alla Repubblica il compito di proteggere la famiglia e di sostenerne le funzioni, anche nella loro dimensione economico-patrimoniale, in un'ottica di equilibrio tra libertà individuale e solidarietà sociale[22].

La prospettiva del diritto dell'economia consente di cogliere unitariamente la famiglia quale principale centro decisionale dell'economia domestica, nel quale redditi da lavoro, rendite e trasferimenti si trasformano in spesa, risparmio e investimento. In quanto soggetto giuridico titolare di un determinato regime patrimoniale, essa rappresenta il "luogo" privilegiato di formazione e gestione del risparmio.

2. CRISI ECONOMICA, PANDEMIA E PROPENSIONE AL RISPARMIO

Gli effetti cumulativi delle crisi economiche che hanno attraversato l'ultimo ventennio hanno inciso profondamente sulla capacità di accumulazione delle famiglie italiane e sulla loro fiducia nei mercati finanziari.

In questo vortice è entrato inevitabilmente anche il risparmio, che si è progressivamente contratto, risentendo delle turbolenze macroeconomiche e della riduzione dei margini di stabilità patrimoniale. A partire dalla grande recessione del 2008 fino alla pandemia da Covid-19, le oscillazioni del ciclo economico hanno ridefinito la struttura e le finalità del risparmio, trasformandolo da strumento di investimento e mobilità sociale a presidio di sicurezza e di protezione contro l'incertezza.

A dieci anni allo scoppio della grande crisi, nel novembre 2018, Banca d'Italia aveva pubblicato uno

---

[20] L. DELLA LUNA MAGGIO, *Il risparmio tra tutele costituzionali e interventi legislativi*, in *Rivista AIC*, n. 4, 2015, spec. pp. 1-3.

[21] Alla luce del rapporto della Banca d'Italia, come citato nel testo, il risparmio delle famiglie costituisce circa i due terzi della ricchezza finanziaria nazionale, confermandosi pilastro dell'economia italiana.

[22] Sul nesso tra autonomia finanziaria e riequilibrio dei rapporti patrimoniali tra coniugi, anche in chiave di diritto dell'economia, v. R. CARATOZZOLO, *L'accesso ai servizi bancari e finanziari quale strumento di riequilibrio nei rapporti tra coniugi*, AA. VV. *Cinquant'anni dalla riforma del diritto di famiglia: una svolta epocale delle relazioni familiari? I "precedenti", lo "stato dell'arte", le prospettive*, in *Rivistaoindu.net*, suppl. n. 4, 2025, pp. 168 ss., il quale ricostruisce l'accesso individuale ai servizi bancari come esito normativo della riforma del diritto di famiglia del 1975 e come presupposto giuridico della parità economica sostanziale tra i coniugi.

studio da cui emergeva che, rispetto agli anni Novanta, gli italiani detenevano in titoli di risparmio il 23% in meno[23]. A sua volta, un rapporto della Consob del 2018[24] sulle scelte finanziarie degli Italiani evidenziava che il tasso di risparmio lordo (rispetto al reddito disponibile) continuava a calare e si era persino attestato al di sotto della media dell'area euro con il suo 9,7 % (nel 2004 aveva raggiunto il 15%).

I dati riportati dimostrano come la crisi economica del periodo sopra richiamato abbia prodotto effetti negativi anche sulla tradizionale propensione al risparmio delle famiglie italiane sia perché detengono meno ricchezza da destinare al risparmio sia perché è calata la fiducia nei confronti del sistema finanziario e dei mercati finanziari nel loro complesso. Al tempo stesso, però, va ricordato che, sempre nel 2018, gli italiani hanno destinato al risparmio 4406 miliardi di euro, cifra raddoppiata rispetto al 1998, con una detenzione del medesimo tra le più alte del mondo (circa il doppio del debito pubblico italiano)[25]. Circa la metà di questo risparmio si trovava in conti correnti e depositi e questo dato dovrebbe far riflettere anche in relazione alle priorità da individuare nelle forme di tutela del risparmio. Sul versante empirico, prima della crisi pandemica la propensione media al risparmio delle famiglie italiane si attestava intorno al 10% del reddito disponibile, con prevalenza di strumenti a basso rischio e ad alta liquidità[26], il modello di riferimento rimaneva quello del risparmio precauzionale, ancorato alla tradizione familiare e alla tutela intergenerazionale del patrimonio.

Va rilevato, peraltro, che la pandemia ha prodotto un effetto distorsivo e cumulativo; i risparmi delle famiglie nei Paesi con economie avanzate, infatti, sono aumentati e in Italia il tasso di risparmio è salito sui livelli più alti degli ultimi vent'anni.

Tra i fattori che hanno determinato un così consistente incremento del risparmio popolare rientrano indubbiamente il rafforzamento dell'atteggiamento precauzionale e la riduzione dei consumi dovuta ai vincoli di mobilità e la percezione generalizzata di incertezza economica.

Con la pandemia, dopo più di un decennio di crisi economica, quasi inevitabilmente la tradizionale propensione al risparmio degli italiani è andata incrementandosi, pertanto, la mole del risparmio degli italiani rimane ancora significativa.

Nel biennio 2020–2021 la propensione al risparmio ha superato in alcuni trimestri il 20%, e le famiglie italiane hanno accumulato, tra il primo trimestre 2020 e il primo trimestre 2023, oltre 130 miliardi di euro di risorse aggiuntive[27].

Nell'*Indagine sulle famiglie italiane*, condotta dalla Banca d'Italia, il 39% delle famiglie intervistate tra la fine

---

[23] D. CAPRARA, R. DE BONIS, L. INFANTE, *La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 470, Banca d'Italia, Roma, novembre 2018, p. 12.

[24] N. LINCIANO, M. GENTILE, P. SOCCORSO, *Le scelte di investimento delle famiglie italiane. Rapporto 2018*, Consob, Roma 2018.

[25] CENSIS, *I soldi degli italiani. Non si ferma la corsa alla liquidità* (22 ottobre 2019): rileva che alla fine del 2018 la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane era di 4.218 miliardi di euro.

[26] ISTAT, *Conti nazionali per settore istituzionale – anni 1995-2018*, 2019, Roma, p. 12.

[27] BANCA D'ITALIA, *La distribuzione e l'utilizzo del risparmio delle famiglie italiane*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 797, 2023, Roma, pp. 1-3.

di febbraio e l'inizio di marzo 2021 ha dichiarato di aver accumulato risparmi nel 2020, una percentuale di quasi 10 punti superiore rispetto a prima della pandemia.[28]

Tale accumulo si è rivelato disomogeneo: più del 60% del *surplus* si è concentrato nelle mani del 20% più ricco della popolazione[29], la polarizzazione del risparmio si è dunque accentuata, mentre le famiglie a reddito medio e basso hanno continuato a operare in condizioni di risparmio nullo o negativo[30].

Ciò significa che la funzione redistributiva e inclusiva del risparmio popolare, cui mira l'art. 47 Cost., non si è realizzata pienamente, poiché l'accumulazione patrimoniale si è concentrata in una fascia minoritaria ma già benestante della popolazione, accentuando la disuguaglianza nella distribuzione della ricchezza e riducendo l'efficacia del risparmio come strumento di coesione economica e sociale[31].

Nel periodo post-pandemico(2022–2024) [32] la normalizzazione dei consumi, l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse hanno progressivamente ridotto il margine di risparmio reale[33]; la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane[34] ha continuato a crescere in termini nominali, raggiungendo nel 2024 i 6.030 miliardi di euro[35] (+29% rispetto al 2019), senza tradursi in incremento proporzionale della sicurezza patrimoniale per effetto dell'erosione del potere d'acquisto.

A livello nazionale, la propensione al risparmio delle famiglie scende all'8,2 % nel 2023 e risale al 9,0% nel 2024[36]: le evidenze statistiche mostrano un divario strutturale tra Centro-Nord e Mezzogiorno nella capacità

---

[28] Per un approfondimento sull'indagine si rinvia a V. ERCOLANI, E. GUGLIELMETTI, C. RONDINELLI, *Dietro il risparmio degli italiani c'è la paura del futuro*, in *Lavoce.info*.

[29] Banca d'Italia, *La distribuzione e l'utilizzo del risparmio delle famiglie italiane*, cit., pp. 1-3.

[30] Oltre il 50% delle famiglie registra risparmio nullo, mentre il 10% più abbiente detiene il 52% della ricchezza complessiva; il Centro Einaudi rileva che il 59,4% degli italiani riesce a risparmiare, con quota media dell'11% del reddito; il risparmio resta concentrato nelle fasce medio-alte e nei territori settentrionali, con propensione media superiore al 12% contro il 6,9% del Mezzogiorno: v. CENTRO DI RICERCA E DOCUMENTAZIONE LUIGI EINAUDI, *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2024*, Milano-Roma, dicembre 2024, p. 10.

[31] ISTAT, *Benessere equo e sostenibile (BES)* – Edizione 2023, Roma, 2023, indicatore "Capacità di risparmio delle famiglie", p. 82.

[32] MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Nota tematica n. 1/2023. Reddito, consumi e risparmio delle famiglie italiane dopo la pandemia*, Roma, 2023.

[33] ISTITUTO DELL'ENCICLOPEDIA ITALIANA TRECCANI, *Risparmio*, Enciclopedia delle scienze sociali, 2024, Roma.

[34] Le stime sulla ricchezza familiare sono soggette a distorsioni dovute alla reticenza e alle difficoltà di valutazione degli intervistati; ne deriva che i dati campionari possono discostarsi dagli aggregati della contabilità nazionale. Sul punto, v. G. D'ALESSIO, A. NERI, *Stime campionarie del reddito e della ricchezza familiare coerenti con le stime aggregate: alcuni esperimenti*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 272, 2015. Dal 2024 sono inoltre disponibili, in via sperimentale, i conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie, volti a documentare in modo integrato l'andamento della distribuzione patrimoniale; v. A. NERI, M. SPURI, F. VERCELLI, *I conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie: metodi e prime evidenze*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 836, 2024.Banca d'Italia, *Conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie. Aggiornamento 2024*, Roma, 2024.

[35] FEDERAZIONE AUTONOMA BANCARI ITALIANI, *Nei salvadanai delle famiglie italiane 6.030 miliardi*, Roma, 14 giugno 2025.

[36] I valori di Istat non sonno strutturati per ripartizione territoriale, sicché il profilo geografico della propensione si desume indirettamente dalle dinamiche territoriali di reddito e consumi; Istat, *Conti nazionali per settore istituzionale – Anni 1995–2024*, Comunicato stampa, 3 aprile 2025.

di formazione della ricchezza e, per riflesso, nei margini di risparmio accentuatosi dopo la pandemia[37]. In termini di ricchezza netta pro capite, nel 2022 le famiglie del Nord presentano un valore intorno a 227,5 mila euro, contro circa 144,0 mila euro nel Sud e Isole, con uno scarto dell'ordine del 58 per cento; il rapporto ricchezza/reddito è pari a 9,1 nel Nord e a 6,7 nel Sud e Isole[38].

Nel 2023, inoltre, il reddito disponibile per abitante nel Mezzogiorno risulta inferiore di oltre il 30 per cento rispetto al Centro-Nord[39].

L'ISTAT rileva, inoltre, che, nel biennio 2020–2022, la quota di famiglie in grado di accumulare risparmio è rimasta stabile o in crescita nel Nord, mentre è diminuita di circa quattro punti percentuali nel Mezzogiorno[40]; tale scarto si intreccia con la composizione familiare, poiché la maggiore incidenza di convivenze informali e di nuclei monoreddito amplifica la fragilità patrimoniale e riduce la capacità di investimento[41]. Ne risulta una "geografia" del risparmio familiare che riflette una duplice diseguaglianza territoriale e patrimoniale, nella quale la struttura giuridica dei nuclei (matrimonio, convivenza, separazione patrimoniale) interagisce con differenziali economici regionali producendo effetti cumulativi sulla distribuzione della ricchezza e sulla stabilità del sistema finanziario nazionale[42].

La comunione legale, la separazione dei beni e le diverse forme di convivenza definiscono la titolarità formale delle risorse patrimoniali, la catena dei poteri dispositivi e la struttura degli incentivi interni al nucleo; tali elementi, a loro volta, condizionano l'ingresso del risparmio nei canali di intermediazione, l'orizzonte degli impieghi, la diversificazione del portafoglio e l'assorbimento del rischio.

I dati ISTAT sulle forme familiari indicano che, nel 2023, le convivenze di fatto rappresentano circa il 12% dei nuclei complessivi e oltre il 25% tra i giovani tra 25 e 39 anni[43].

Quindi la mappa dei regimi familiari non costituisce una mera tecnica di distribuzione di diritti e doveri, ma alla luce della Costituzione economica, essa rappresenta una diversa capacità dei nuclei di attivare strumenti di gestione del patrimonio: i coniugi in comunione legale dei beni tendono a una gestione patrimoniale integrata

---

[37] Anche la composizione del portafoglio diverge: nelle regioni settentrionali prevalgono investimenti in strumenti gestiti e assicurativi; nel Sud permane maggiore concentrazione di depositi liquidi e risparmio immobiliare. Banca d'Italia, *Economie regionali. L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, n. 22, novembre 2024, in part. «La ricchezza delle famiglie» (pp. 27–31) e tav. a, 3.1 «Componenti della ricchezza delle famiglie» (p. 78), che documentano la più elevata incidenza di attività reali nel Mezzogiorno rispetto al Centro-Nord.

[38] BANCA D'ITALIA, *L'economia delle regioni italiane. Dinamiche recenti e aspetti strutturali*, Roma, 2024, tav. a3.1 "Componenti della ricchezza delle famiglie", p. 78.

[39] ISTAT, *Conti economici territoriali – Anni 2021–2023*, Comunicato stampa, 28 gennaio 2025, paragrafo su "Reddito disponibile delle famiglie per abitante" disponibile online Conti economici territoriali – Anni 2021-2023; ISTAT, *Reddito e condizioni di vita delle famiglie. Rapporto territoriale 2023*, Roma, 2023, pp. 15-19.

[40] ISTAT, *Indagine sulla fiducia dei consumatori* – Dati accessibili su IstatData, sezione "Condizioni economiche delle famiglie e disuguaglianze / Fiducia dei consumatori". Si veda anche la scheda metodologica ufficiale: ISTAT, *Indagine sulla fiducia dei consumatori* (Qualità/Metadati), 7 novembre 2024.

[41] BANCA D'ITALIA, *La ricchezza delle famiglie italiane: un'analisi territoriale*, in Questioni di Economia e Finanza, n. 818, Roma, 2024, p. 12

[42] CENTRO DI RICERCA E DOCUMENTAZIONE LUIGI EINAUDI, *Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani*, cit., pp. 5-18

[43] ISTAT, *Famiglie e convivenze in Italia. Censimento permanente della popolazione e delle abitazioni*, Roma, 2023

che favorisce decisioni di investimento congiunto, inclusa la diversificazione del portafoglio; le coppie in separazione dei beni o in convivenza di fatto mostrano maggiore frammentazione delle strategie di accumulazione, con prevalenza di depositi e forme di risparmio liquido individuale; l'assenza di vincolo patrimoniale comune, e dunque di mutualità giuridica *ex lege*, riduce la propensione all'investimento condiviso e rafforza l'avversione al rischio[44].

Perciò le strutture patrimoniali meno integrate – come le convivenze non formalizzate – presentano minore capacità di accumulazione e di diversificazione del risparmio, anche per l'assenza di un regime legale di comunione o contratti specifici. La l. 20 maggio 2016, n. 76, nel disciplinare le convivenze di fatto, ha riconosciuto la possibilità di stipulare contratti di convivenza e di regolare i rapporti patrimoniali; la diffusione concreta di tali strumenti rimane, però, limitata e non ancora idonea a incidere in modo sistemico sulla statistica del risparmio familiare.

Può rilevarsi, dunque, che l'evoluzione del risparmio familiare in Italia mostra che le forme giuridiche dell'unione personale non sono elementi neutri, ma fattori strutturali del patrimonio privato e, in ultima analisi, di equilibrio del sistema finanziario.

3. RIFORMA DEL DIRITTO DI FAMIGLIA DEL 1975: ABOLIZIONE DEL MODELLO PATRIARCALE E RICOSTRUZIONE DELLA PARITÀ CONIUGALE

Prima della riforma del 1975 l'ordinamento conosceva un assetto unitario, imperniato sulla potestà maritale e sulla commistione patrimoniale tra coniugi, nel quale la titolarità dei beni e i poteri dispositivi risultavano concentrati e gerarchicamente orientati. Con la l. 19 maggio 1975, n. 151, normativa di attuazione dell'eguaglianza sostanziale tra i coniugi di cui all'art. 29 Cost. e in coerenza con il principio di protezione e sostegno della famiglia sancito dall'art. 31 Cost.[45], è stato introdotto il regime della comunione legale dei beni, con facoltà di opzione per la separazione, soppressa la figura del «capo della famiglia» e ridefinito l'insieme dei doveri e delle responsabilità patrimoniali.

La dottrina ha evidenziato come anzidetta riforma abbia segnato il superamento del modello di famiglia-istituzione[46] delineato dal Codice civile del 1942, inaugurando una concezione di famiglia caratterizzata, oltre che dalla pari dignità dei componenti, anche da una piena tutela dei diritti individuali all'interno della comunità

[44] La distinzione tra nuclei a patrimonio condiviso e nuclei a patrimonio individualizzato si traduce in comportamenti differenziati rispetto al rischio, alla durata degli investimenti e alla liquidità detenuta; la crescente diffusione delle convivenze non formalizzate comporta una "rilettura" della normativa sulla tutela del risparmio familiare, anche attraverso incentivi alla contrattualizzazione patrimoniale, strumenti di garanzia e maggiore accesso a prodotti di risparmio previdenziale e mutualistico.

[45] L. PRINCIPATO, *Famiglia e misure di sostegno: la legislazione nazionale*, in Atti del Convegno "La famiglia davanti ai suoi giudici", Gruppo di Pisa, Catania, 7-8 giugno 2013, spec. pp. 3 ss. e 12 ss.

[46] A. RUGGERI, *Un ossimoro costituzionale: la "famiglia monoparentale" (implicazioni di ordine istituzionale ed al piano della teoria della Costituzione)*, in *Federalismi.it*, Editoriale, n. 10, 2025.

familiare[47].

La famiglia è di fatto riconosciuta come ambito privilegiato in cui si riflette la struttura della società e si esprimono i suoi valori fondamentali, in primo luogo il principio di eguaglianza morale e giuridica dei coniugi[48].

La comunione legale stabilizza i meccanismi di condivisione dei frutti e riduce la frammentazione delle posizioni giuridiche con riflessi sulla valutazione di adeguatezza e sulla coerenza rischio-rendimento degli impieghi; la separazione dei beni[49], come opzione diffusa nel secondo Novecento, valorizza l'autonomia individuale e differenzia i portafogli, rendendo più esplicite le preferenze e i profili di rischio dei singoli componenti.

In entrambi i casi, la nuova impostazione redistribuisce poteri decisionali e responsabilità, rafforza la tracciabilità degli obiettivi economici del nucleo e rende più lineare il raccordo con gli obblighi degli intermediari, così che la promozione e la tutela del risparmio «in tutte le sue forme» possano operare non solo sull'accumulazione, ma anche sulla qualità dell'allocazione.

La riforma del 1975, dunque, trasferisce al piano dell'economia familiare le premesse ai fini di rendere effettivo dell'art. 47 Cost.: essa chiarisce chi decide e per quali scopi, rende verificabili le catene di responsabilità, abilita una protezione sostanziale del risparmio che dipende, insieme, dalla tenuta dei rapporti interni e dall'integrità dei mercati in cui le utilità vengono impiegate[50].

Con la citata l. 20 maggio 2016, n. 76, il legislatore ha riconosciuto e disciplinato, accanto alla famiglia fondata sul matrimonio, le unioni civili tra persone dello stesso sesso e le convivenze di fatto, riferibili anche a persone di sesso differente. La legge prevede che, con la costituzione dell'unione civile, le parti acquistino gli stessi diritti e assumano i medesimi doveri, tra cui l'obbligo reciproco di assistenza morale e materiale, la coabitazione e il dovere di contribuire ai bisogni comuni in proporzione alle rispettive possibilità economiche e capacità di lavoro, sia professionale sia domestico.

Ai commi 36 ss. la legge in parola precisa che per "conviventi di fatto" si intendono due persone maggiorenni unite stabilmente da legami affettivi di coppia e da reciproca assistenza morale e materiale, non vincolate da parentela, affinità, adozione, matrimonio o unione civile. I conviventi possono disciplinare i rapporti patrimoniali relativi alla vita in comune con contratto di convivenza; il contratto può indicare la residenza e le modalità di contribuzione alle necessità della vita in comune, in relazione, anche ai mezzi economici di ciascuno

---

[47] F. ZATTI, *Il* favor *all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del paese tra disattese prospettive di democrazia economica ed esigenze di sviluppo del mercato finanziario nazionale,* in F.M. D'ETTORE, A. BUCELLI, F. ZATTI (a cura di), *La dualità istituzionale del risparmio popolare*, Torino, p. 293-296.

[48] L. CONTI, *La famiglia. Istituti e istituzione nella prospettiva costituzionale,* Napoli, 2020, p. 59.

[49] Dopo il 1975 la separazione dei beni è divenuta forma prevalente, scelta oggi in oltre la metà dei matrimoni secondo dati ISTAT e Banca d'Italia; Parallelamente si è affermato il fenomeno delle convivenze di fatto, abbiamo già detto che questo si è sviluppato in particolare tra i più giovani e nelle aree del Centro-Nord, che ha introdotto una forma relazionale priva di regime patrimoniale legale: ciascun convivente mantiene titolarità esclusiva dei propri beni e conti correnti.

[50] F. CIRAOLO, *Introduzione*, in AA. VV. *Cinquant'anni dalla riforma del diritto di famiglia: una svolta epocale delle relazioni familiari? I "precedenti", lo "stato dell'arte", le prospettive,* cit., pp. 142 ss.

e alle capacità di lavoro professionale o casalingo.

4. DISCRIMINAZIONI E VIOLENZA DI GENERE

Accanto alla protezione del risparmio tradizionale, emergono fenomeni nuovi — come la finanza sostenibile, gli investimenti ESG e il *crowdfunding* — che riflettono una rinnovata funzione sociale dell'accumulazione privata; inoltre, nella contemporaneità, la tutela stessa del risparmio si è arricchita di nuovi contenuti, tra cui l'educazione finanziaria[51] che costituisce un nuovo strumento di attuazione della funzione promozionale dell'art. 47 Cost.

Spesso le economie domestiche si organizzano in modo duale, con conto «dominante» riconducibile al partner economicamente più forte e conto «remissivo» riferibile al partner a reddito inferiore o discontinuo. Tale assetto, coerente con la libertà personale e contrattuale, produce effetti economici e sociali rilevanti; l'assenza di vincolo patrimoniale comune può accrescere la vulnerabilità del *partner* più debole e accentuare la violenza economica, intesa – come chiarito dalla dottrina[52] – quale privazione dell'autonomia finanziaria e controllo delle risorse.

La "debolezza patrimoniale" si manifesta, tra le altre cose, in minori disponibilità liquide, in portafogli meno diversificati e in una più ridotta partecipazione a strumenti di lungo periodo, inclusa la previdenza complementare. La minore titolarità diretta di rapporti finanziari e la frequente intestazione "dominante" in capo al *partner* con reddito prevalente riducono la possibilità di beneficiare dei rendimenti o di decisioni condivise.

La logica sottesa alla separazione patrimoniale può generare asimmetrie di potere economico, traducendosi in un potenziale fattore di dipendenza finanziaria. La riflessione sociologica e giuridica ha evidenziato come il controllo delle risorse economiche – mediante la privazione di mezzi, la gestione unilaterale del reddito o l'esclusione dall'accesso a conti e strumenti finanziari comuni – costituisca una forma di violenza economica di genere, riconosciuta dall'art. 3 della Convenzione del Consiglio d'Europa sulla prevenzione e la lotta contro la violenza nei confronti delle donne e la violenza domestica (Convenzione di Istanbul), ratificata in Italia con la l. 27 giugno 2013, n. 77[53]. La Convenzione di Istanbul, nel ricomprendere tra le manifestazioni della violenza di genere anche i danni di natura economica, offre un parametro definitorio di rilievo non soltanto nel diritto penale e civile, ma anche nell'ordinamento economico, in quanto incide sulla piena capacità di

---

[51] BANCA D'ITALIA – CONSOB, *Rapporto sull'educazione finanziaria in Italia*, Roma, 2023.

[52] I. PELLIZZONE, *La violenza economica contro le donne. Riflessioni di diritto costituzionale*, in *Diritto di difesa*, 28 dicembre 2021; R. CARATOZZOLO, *L'accesso ai servizi bancari e finanziari quale strumento di riequilibrio nei rapporti tra coniugi*, cit., p. 174.

[53] COMMISSIONE EUROPEA, *Convenzione del Consiglio d'Europa sulla prevenzione e la lotta contro la violenza nei confronti delle donne e la violenza domestica(Convenzione di Istanbul), Istanbul, 11 maggio 2011, L 143/7-26*, Legge 27 giugno 2013, n. 77, *Ratifica ed esecuzione della Convenzione del Consiglio d'Europa sulla prevenzione e la lotta contro la violenza nei confronti delle donne e la violenza domestica, fatta a Istanbul l'11 maggio 2011*, in Gazzetta Ufficiale, 1° luglio 2013, n. 152; in dottrina v. C. MORINI, *La questione dell'adesione dell'Unione europea alla Convenzione di Istanbul alla luce del parere 1/19 della Corte di giustizia dell'Unione europea*, in *Freedom, Security & Justice: European Legal Studies*, n. 3, 2021, pp. 136-162.

autodeterminazione patrimoniale e sulla partecipazione paritaria ai processi di formazione della ricchezza.

La violenza economica costituisce una forma di abuso[54] che si esprime nel controllo materiale e decisionale sulle risorse, nell'imposizione di vincoli ai poteri dispositivi e nella limitazione dell'autonomia di spesa, di risparmio e di investimento. Essa si presenta, pertanto, come questione strutturale di giustizia economica, incidendo sulla partecipazione femminile al mercato del lavoro, sulla stabilità patrimoniale della famiglia e sulla solidità di un sistema finanziario realmente inclusivo[55].

Dai dati campionari dell'ISTAT[56] emerge che circa un terzo delle conviventi vittime di violenza segnala limitazioni economiche o l'impossibilità di disporre liberamente del proprio reddito; tale percentuale scende a circa un quinto nei matrimoni formalizzati, a conferma dell'incidenza della firma dell'unione sulla vulnerabilità economica.[57]

Tali dati rinforzano l'ipotesi secondo cui la mancanza di cornice patrimoniale vincolante nella convivenza amplifica il rischio di disparità economica endofamiliare, con effetti sulla distribuzione del risparmio e sulla capacità di autodeterminazione economica del partner più debole.

La ripartizione disarmonica dei redditi e dei patrimoni, la differente stabilità dei percorsi occupazionali e la minore continuità contributiva femminile si traducono in una minore capacità di accumulazione e in una più accentuata preferenza per la liquidità, con effetti sulla composizione dei portafogli domestici.

La promozione del risparmio in tutte le sue forme e il controllo dell'esercizio del credito non si traducono pienamente in partecipazione alla ricchezza nazionale se ampie quote di popolazione femminile permangono in condizioni di debolezza patrimoniale o di dipendenza economica.

In tale prospettiva, la violenza economica non si esaurisce in una patologia dei rapporti interni, ma produce un duplice effetto: da un lato, restringe la base dei risparmiatori effettivi e concentra l'accumulazione; dall'altro, riduce la capacità del sistema di convogliare risorse verso impieghi di medio-lungo periodo coerenti con stabilità e crescita.

Le politiche pubbliche[58], quali gli incentivi all'imprenditorialità femminile, i canali agevolati di credito e le misure di sostegno al reddito, agiscono in modo complementare nel ridurre le barriere finanziarie, stabilizzare

---

[54] R. SANTORO, *Le pari opportunità e il valore delle differenze*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, n. 2, 2025, spec. pp. 306–309.

[55] R. MARCONI, *La Convenzione di Istanbul quale strumento di avanzamento degli standard internazionali e nazionali di tutela per le donne vittime di violenza*, in A. CALIGIURI, M. CARLETTI, M. CIOTTI (a cura di), *Diritti negati e violenza contro le donne nell'area mediterranea*, Napoli, 2024, pp. 155 ss., spec. pp. 156–158.

[56] Istat, *Violenza contro le donne dentro e fuori la famiglia*, Roma, ult.ed.

[57] Il *Rapporto INAPP 2024: Lavoro e formazione. Necessario un cambio di paradigma*, sulla vulnerabilità economica delle famiglie evidenzia che le donne in unioni non formalizzate presentano probabilità doppia di non disporre di un conto corrente personale rispetto alle coniugate.

[58] Rispettivamente, d.l. 17 marzo 2020, n. 18, *Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, convertito con modificazioni dalla legge 24 aprile 2020, n. 27, e d.l. 19 maggio 2020, n. 34, *Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19*, convertito con modificazioni dalla legge 17 luglio 2020, n. 77.

i flussi economici e accrescere la capacità di trasformare il risparmio in capitale produttivo. I percorsi di reinserimento lavorativo e di formazione finanziaria favoriscono l'accesso informato a strumenti di investimento e previdenza, mentre gli interventi specifici per le vittime di violenza, tra cui il "reddito di libertà"[59], mirano a ripristinare l'autonomia di spesa e di scelta, presupposto essenziale per la tutela del risparmio.

L'attuazione sostanziale dell'art. 47 Cost. incontra un limite concreto quando l'autonomia patrimoniale risulta compressa. L'interazione tra i regimi patrimoniali e le condizioni economiche dei nuclei familiari può infatti produrre una vulnerabilità cumulativa, idonea a incidere tanto sulla trasmissione intergenerazionale della ricchezza quanto sulla resilienza del nucleo rispetto agli *shock* economici[60]. Una simile vulnerabilità riduce la capacità del risparmio popolare di operare quale strumento di stabilità e di diffusione della ricchezza, poiché restringe la base effettiva dei risparmiatori-investitori e concentra l'accumulazione in segmenti già forti del corpo sociale, con effetti regressivi sulla funzione redistributiva implicitamente connessa all'art. 47 Cost.

In conclusione la funzione pubblica del risparmio popolare[61], che non si limiti alla promozione dell'accumulazione, ma si estenda al controllo dell'esercizio del credito e alla tutela dell'integrità dei mercati richiede, pertanto, un allineamento tra regimi familiari e politiche di parità che renda effettiva la titolarità, certa la destinazione e pienamente protetta l'allocazione del risparmio, affinché la fiducia delle famiglie nei canali di impiego del risparmio costituisca condizione essenziale di funzionamento del circuito finanziario e di realizzazione concreta della stabilità nell'ordinamento economico complessivo.

[59] D.l. 19 maggio 2020, n. 34, art. 105-bis, convertito con modificazioni in l. 17 luglio 2020, n. 77, istitutivo del "Reddito di libertà" per le donne vittime di violenza, attuato con D. del Dipartimento per le pari opportunità 2 dicembre 2024, in G.U. 4 marzo 2025, n. 52. La misura, destinata alle donne seguite dai centri antiviolenza riconosciuti, prevede un contributo massimo di euro 500 mensili per dodici mensilità, volto a sostenere l'autonomia abitativa, personale e lavorativa (cfr. Presidenza del Consiglio dei Ministri – Dipartimento per le pari opportunità, *Reddito di libertà per le donne vittime di violenza*, Roma, 2025).

[60] Il riferimento è agli eventi esogeni o endogeni che interrompono la continuità delle condizioni economiche familiari, incidendo sulla capacità di risparmiare (come anche sulle capacità di mantenere il valore del patrimonio o di trasmetterlo intergenerazionalmente). Si tratta, quindi, delle crisi macroeconomiche (recessioni, inflazione, crisi del credito o del lavoro), e degli eventi sistemici (pandemie, conflitti, disastri naturali).

[61] M. ATRIPALDI, *Quale tutela, quale favor per il risparmio popolare*, in *Nomos*, 2017, n. 2, p. 1-18.

DIRETTRICI REGOLAMENTARI PER L'INTEGRAZIONE DEI SOGGETTI *FINTECH* NEL SETTORE BANCARIO TRA EUROPA E USA: IL CASO DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ (OVVERO SPUNTI PER UNO STUDIO SULLA DIVERSITÀ BANCARIA)

Gennaro Rotondo

Carmen Fiore

Direttrici regolamentari per l'integrazione dei soggetti *FinTech* nel settore bancario tra Europa e USA: il caso delle cripto-attività (ovvero spunti per uno studio sulla diversità bancaria)*

(*Regulatory pathways for the integration of Fintech entities into the banking sector between Europe and the USA: the case of crypto-assets (or insights for a study on banking diversity)*

Gennaro Rotondo**

Professore ordinario di Diritto dell'economia, presso il Dipartimento di Scienze Politiche dell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli"

Carmen Fiore**

Dottoranda di ricerca in Scienze giuridiche e sociali per l'innovazione, presso il Dipartimento di Scienze Politiche dell'Università della Campania "Luigi Vanvitelli"

ABSTRACT [En]:

Technological innovation is deeply changing the architecture and functional connotations of the banking sector, both in terms of subjective taxonomies and activities expansion. Starting from this observation, this paper examines the actions taken by European and US regulators to manage the challenges posed by technological innovation in the financial sector (FinTech). The study, starting from an analysis of crypto-assets regulation, aims to verify whether regulatory responses to technological innovation can contribute to maintaining a necessary degree of subjective diversity in the banking sector.

Keywords: technological innovation; Fintech: banking diversity; crypto-assets; banking regulation.

ABSTRACT [IT]:

L'innovazione tecnologica sta modificando profondamente architettura e connotazioni funzionali del settore bancario, sia in termini di ampliamento delle tassonomie soggettive, sia di espansione delle attività. Partendo da questa constatazione, il presente scritto esamina l'azione dei regolatori europeo e statunitense per gestire le sfide poste dai processi di innovazione tecnologica in ambito finanziario (FinTech). L'indagine, partendo dall'analisi della disciplina delle cripto-attività, si propone di verificare se le risposte normative ai processi di innovazione tecnologica possano contribuire al mantenimento di un necessario grado di diversità soggettiva nel comparto bancario.

Parole chiave: innovazione tecnologica; *Fintech*; diversità bancaria; cripto-attività; regolazione bancaria.

SOMMARIO: 1. Premessa. La trasformazione evolutiva del settore bancario alla luce dei processi di innovazione tecnologica. – 2. Il progressivo ampliamento dei soggetti operanti nel comparto bancario: l'affermazione di nuove tassonomie di operatori nell'ordinamento europeo. – 2.1. La regolamentazione dei soggetti *FinTech* negli Stati Uniti: la licenza di *Special Purpose National Bank*. – 2.2. Gli enti creditizi *FinTech* in Europa: la Guida della Banca Centrale Europea relativa alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria. – 3. Innovazione tecnologica e attività esercitabili nel settore bancario: il caso delle cripto-attività. – 3.1. La disciplina europea: gli obblighi posti in capo ai prestatori di servizi di cripto-attività. – 3.2. Il quadro normativo in materia di cripto-attività negli Stati Uniti: tra frammentazione e "incentivazione". – 4. Alcune considerazioni conclusive. Il grado di implementazione del *FinTech* nei settori bancari europeo e statunitense e la sua incidenza in termini di diversità soggettiva e funzionale.

1. PREMESSA. LA TRASFORMAZIONE EVOLUTIVA DEL SETTORE BANCARIO ALLA LUCE DEI PROCESSI DI INNOVAZIONE TECNOLOGICA.

Le principali e usuali caratteristiche operative del sistema bancario hanno subito una progressiva erosione a seguito all'affermarsi di diffusi processi di innovazione tecnologica e alla conseguente ridefinizione del comparto in termini di creazione di nuovi prodotti, servizi e modelli di *business*. Questo fenomeno – riconducibile, in linea di massima, all'ambito del *FinTech*[1] – ha favorito, al contempo,

*Il Contributo è stato approvato dai revisori.

** Il presente lavoro è frutto di lavoro e riflessioni comuni, tuttavia i paragrafi da 1, 2 e 4 sono da attribuire a Gennaro Rotondo i paragrafi da 2.1 a 3.2 a Carmen Fiore.

[1] A partire dalle vicende della crisi finanziaria del 2007-2008 si è diffuso un clima di crescente sfiducia verso l'operatività del sistema bancario tradizionale che, per alcuni versi, ha accelerato la diffusione di soggetti e attività *FinTech*. In generale, su questo fenomeno v. C. BASDEKIS, A. CHRISTOPOLOUS, I. KATSAMPOXAKIS, A. VLACHOU, *FinTech's rapid growth and its effect on the banking sector*, in *Journal of banking and financial technology*, 2022, 6, p. 161; F. GIGLIO, *FinTech: a literature review*, in *International business research*, 2022, 1, p. 80 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica, regolazione e supervisione dei mercati*, in V. FALCE (a cura di), Financial innovation *tra disintermediazione e mercato*, Giappichelli editore, Torino, 2021, p. 1 s.; CAMERA DEI DEPUTATI, *FinTech*, in *www.camera.it*, 2024, p. 1; A. PERRONE, I. GIRARDI, *Innovazione tecnologica e stabilità finanziaria*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del* FinTech, Cedam, Padova, 2024, p. 3 ss.; F. LIU, A. LYONS, *Use cases in FinTech*, in H. KENT BAKER, G. FILBECH, K. BLACK, *The emerald handbook of FinTech: reshaping finance*, Emerald Publishing Limited, Bingley, 2024, p. 1 ss.; R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, D.A. ZETZSCHE, *FinTech: finance, technology and regulation – introduction*, in *UNSW law & justice research series*, 2023, p. 23 ss.; S. ANYFATAKI, *The evolution of financial technology (fintech)*, in *Bank of greece economic bullettin*, 2016, p. 47 ss.; D. LESTARI, B.T. RAHMANTO, *FinTech and its challenge for banking sector*, in *The management journal of BINANIAGA*, 2021, p. 55 ss.; H. KNEWSTON, Z. ROSENBAUM, *Toward understanding FinTech and its industry*, in *Managerial finance*, 2020, p. 1 ss.; J.E. CHAPMAN, *FinTech: is the water fine?*, in *Journal of international and comparative law*, 2021, p. 438 s.; L. MISCHITELLI, *IA e settore-bancario assicurativo*, in M.

l'inclusione finanziaria[2], la riduzione dei costi di erogazione di alcuni servizi, la concorrenza, il miglioramento della qualità delle operazioni, la trasparenza e la capacità di risposta alle crisi di settore[3].

Si tratta, per vero, di un percorso anticipato da dinamiche di progressiva digitalizzazione delle operazioni bancarie e finanziarie tradizionali[4] che hanno riguardato le modalità precipuamente tecniche di svolgimento delle attività preesistenti senza produrre un impatto significativo sull'architettura soggettiva e funzionale del settore[5]. In sostanza, le banche hanno modificato la propria operatività ordinaria mediante interventi volti ad adeguarsi ai progressi della tecnologia, ricorrendo a strumenti quali la creazione di divisioni informatiche interne o l'esternalizzazione a soggetti specializzati in tali campi[6].

Non potendo soffermarsi in dettaglio, per esigenze di sintesi, su questa fase iniziale di trasformazione digitale del settore bancario, ci si limita a evidenziare come, in tempi più recenti, l'incessante accelerazione impressa ai processi di innovazione tecnologica (in ogni ambito economico e sociale), abbia investito gli

---

IASELLI (a cura di), Ai Act. *Principi, regole ed applicazioni pratiche del Reg. UE 1689/2024*, Maggioli editore, Rimini, 2024, p. 225.

[2] La riduzione dei costi dei servizi finanziari e la loro prestazione in base alle esigenze della clientela, generati dal *FinTech*, hanno facilitato l'accesso ai servizi per individui e imprese. A titolo esemplificativo, si pensi alla capacità del *crowdfunding* di favorire l'inclusione finanziaria sia per i promotori delle iniziative (quali portatori di progetti innovativi), sia per gli investitori non professionali capaci di accedere a settori dai quali erano precedentemente esclusi (cfr. *considerando* 10 del regolamento UE del 7 ottobre 2020 n. 1503). In argomento, v. A. PERRAZZELLI, *L'innovazione e la banca del futuro*, in *www.bancaditalia.it*, 2022, p. 4; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Sound practices. Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, in *www.bis.org*, 2018, p. 22 s.; A. PERRONE, I. GIRARDI, *Innovazione*, cit. p. 5 s.; R. CARATOZZOLO, *La finanza innovativa per le imprese: sviluppi digitali ed evoluzioni regolatorie*, Cedam, Padova, 2020, p. 38. Specificamente, sull'inclusione finanziaria e il *crowdfunding*, M. LA TORRE, *Banche e* welfare*: microcredito,* crowdfunding *e* social impact investment, in *Lettera marketing*, 2013, p. 28 ss.; FINANCIAL ACTION TASK FORCE, *Rapporto Gafi. Il* crowdfunding *ai fini del finanziamento del terrorismo*, in *www.faft.gafi.org*, 2023, p. 20.

[3] E. MACCHIAVELLO, FinTech. *Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, in *Mercato concorrenza regole*, 2019, 3, p. 438 s.; G.B. NAVARETTI, G. CALZOLARI, A.F. POZZOLO, *Banche e* FinTech. *Amici o nemici?*, in F. FIMMANÒ, G. FALCONE (a cura di), *FinTech*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019, p. 25.

[4] La digitalizzazione ha generato, indirettamente, il fenomeno della "desertificazione" delle banche, sostituite progressivamente dai canali virtuali. Sul punto, C. CASADEI, *Banche, chiusi altri 508 sportelli nel 2024. Ecco dove*, in *Il sole 24 ore*, 2024. Per un'analisi della questione in Italia v. FEDERAZIONE ITALIANA RETI DEI SERVIZI DEL TERZIARIO, *Analisi della Fondazione Fiba di* First *Cisl. IX report. Desertificazione bancaria, chiusi altri 508 sportelli nel 2024. L'ultimo trimestre è il peggiore dal 2022*, in *www.cisl.it*, 2025, p. 1 ss.

[5] Si può ricordare, ad esempio, che negli USA l'avvio del processo di evoluzione informatica del settore bancario si è avviato concretamente già nel 1981, allorché soggetti quali *Citibank*, *Chase Manhattan*, *Chemical* and *Manufacturers Hanover* iniziarono a fornire sistemi di *videotext* per la prestazione di servizi finanziari a distanza. Così come la *Bank of Scotland*, con il servizio *Homelink*, basato sempre sulla stessa tecnologia, consentiva l'accesso ai conti correnti. In argomento v., tra gli altri, R. FERRARI, *L'era del* FinTech. *La rivoluzione digitale nei servizi finanziari*, Franco Angeli, Milano, 2016, p. 23.

[6] Per finanziare l'impiego della tecnologia quale strumento di gestione dei rapporti con la clientela, le banche hanno avviato processi di investimento relativamente: al *digital onboarding*; ai servizi di *mobile banking*; all'automazione dei processi; alla gestione e mitigazione dei rischi *cyber*; alla modernizzazione dei *corebanking system* e all'adeguamento delle infrastrutture; all'evoluzione del *cloud computing*; al rinnovamento degli sportelli; alla trasformazione delle architetture tecnologiche. Sul tema v. ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Le priorità degli investimenti tra digitalizzazione e sicurezza informatica*, in *www.abi.it*, 2021.

operatori bancari amplificando esponenzialmente le esigenze di adeguamento al nuovo contesto[7], per non rendersi recessivi rispetto alla pressione esterna di soggetti geneticamente attrezzati per lo svolgimento delle nuove attività finanziarie.

Alla rimodulazione dei rapporti con la clientela, difatti, si è aggiunta una trasformazione dei servizi e prodotti offerti sul mercato bancario che risultano sempre più caratterizzati da margini di sofisticazione digitale. Emblematico è il caso – che si è scelto di considerare ai fini delle presenti riflessioni – delle cripto-attività, ritenute, ovviamente insieme alla *blockchain*, quale uno dei fattori cardine per lo sviluppo tecnologico dei mercati finanziari e delle relative infrastrutture operative[8].

Tanto considerato, è evidente come le manifeste potenzialità di sviluppo e miglioramento qualitativo dell'intermediazione finanziaria, insite nei processi di innovazione, impongano prioritariamente la definizione di adeguati assetti regolatori, soprattutto con riguardo all'incidenza sul settore bancario, idonei a garantire la necessaria tutela delle posizioni soggettive più "deboli", ma altresì stabilità della cornice normativa e certezza del diritto per gli operatori.

Per altro verso, la diffusione di soggetti caratterizzati da modelli di *business* innovativi che prestano servizi finanziari ad elevato standard tecnologico ha innescato un inedito effetto pro-competitivo anche nel comparto bancario, alimentando le dinamiche concorrenziali tra soggetti tradizionali (arroccati su recessive posizioni di rendita) e banche che invece hanno avviato sinergie operative con imprese *FinTech* le quali hanno così la possibilità di operare indirettamente (senza richiedere apposite licenze) in ambiti riservati, offrendo in cambio *know how* tecnologicamente evoluti di cui gli operatori già presenti nel mercato potrebbero risultare ancora sprovvisti[9].

Queste dinamiche di complessivo riassetto digitale delle strutture socio-economiche – amplificate e radicalmente accelerate anche dal periodo pandemico[10] e dai contesti di stress economico globale (si pensi

---

[7] Come affermato dall'EBA, i fattori che inducono le banche a collaborare con le imprese *FinTech* sono: l'ampliamento della clientela e la conservazione di quella esistente; l'aumento dei ricavi; la riduzione dei costi e della concorrenza; un maggiore controllo dell'andamento del mercato. Sul punto v. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Eba report on the impact of fintech on incumbent credit institutions' business models*, in *www.eba.europa.eu*, 2018, p. 8; M. TANG, Y. HU, S. COBERT, Y. HOU, L. OXLEY, *FinTech, bank diversification and liquidity: evidence from China*, in *Research in international business and finance*, 2024, 67, p. 5 s.

[8] Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, in *eur-lex.europa.eu*, 2018, p. 1; C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del* FinTech. *Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *www.consob.it*, 2018.

[9] S. CARBO-VALVERDE, *The impact on digitalization on banking and financial stability*, in *Journal of financial mangement, markets and institutions*, 2017, 1, p. 139; J. HARASIM, *FinTechs, BigTechs and banks – when cooperation and when competition?*, in *Journal of risk and financial management*, 2021, p. 2; L. ENRIQUES, W.G. RINGE, *Bank-fintech partnerships, outsourcing arrangements and the case for a mentorship regime*, in *European corporate governance institute*, 2020, p. 2.

[10] L'adozione delle misure emergenziali a seguito della pandemia da Covid-19 ha avuto ripercussioni sull'innovazione del settore bancario. In tal senso v., tra gli altri, L. CORTE, *L'avvento del* Fin-tech. *Come la digitalizzazione cambia le banche*, in *Cammino diritto*, 2023, 2, p. 4; R. MAGLIANO, S. MASTANTUONO, *Nuove tecnologie nel settore finanziario e assicurativo: tutela e rischio per il consumatore al tempo della pandemia*, in *Diritto bancario*, 2020, p. 1 ss.

ai diversi conflitti armati in corso) – hanno avviato quindi una profonda e ineludibile trasformazione del settore bancario.

Un mutamento di tale portata, come si è detto, produce sfide regolamentari e di vigilanza di notevole cifra qualitativa che inducono a focalizzare l'attenzione sull'erosione del peso di mercato delle banche e sulla conseguente diversificazione di prodotti e servizi, anche al fine di valutare l'efficacia delle strategie normative nel frattempo delineate dai singoli legislatori nazionali[11].

In quest'ottica, il presente contributo si propone di indagare misure e modalità impiegate negli ordinamenti dell'Unione Europea e degli Stati Uniti per avviare e stabilizzare l'inevitabile integrazione di soggetti innovativi nel settore bancario, anche al fine di verificarne l'adeguatezza rispetto alle prospettate esigenze di regolazione del fenomeno economico oggetto di analisi. A tali fini, la costante immissione nel sistema creditizio di strumenti operativi sempre più sofisticati richiede di analizzare il livello di concreto coinvolgimento di soggetti bancari e "non bancari" nella prestazione di servizi ad alto tasso di innovazione, per determinare il grado di complessità regolamentare necessario in punto di accesso allo svolgimento di tali attività. Indagine che viene condotta, in questa sede, facendo riferimento applicativo al caso specifico del settore delle cripto-attività nell'ambito degli ordinamenti considerati, anche con l'obiettivo di verificare l'incidenza della frammentazione delle singole discipline nazionali sullo sviluppo del corrispondente mercato.

Infine, ma non da ultimo, la ricerca si sofferma sul nesso tra i richiamati profili di complessità regolamentare e la diversità bancaria (o anche "biodiversità"), intesa quale coesistenza di una pluralità di forme soggettive e modelli operativi all'interno di un dato sistema bancario[12]. Si tratta di un concetto che presenta un'estensione teorica particolarmente ampia, in quanto ricomprende una pluralità di ambiti attinenti alla configurazione e al funzionamento degli operatori bancari, riconducibili alla distribuzione territoriale e al grado di prossimità rispetto alla clientela, alle dimensioni e ai modelli aziendali, nonché alla struttura proprietaria e societaria delle imprese bancarie e alle attività che gli operatori possono erogare[13]. Pertanto, non potendo affrontare, in dettaglio una tematica sì vasta, si intende qui utilizzare il filtro ermeneutico della diversità bancaria per approfondire le

---

[11] F. PALISI, FinTech *e impatto sul sistema bancario: possibili scenari nella vision del Comitato di Basilea*, in M.-T. PARACAMPO (a cura di), FinTech. *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli editore, Torino, 2019, 2, p. 64.

[12] Su cui v. O. BUTZBACH, *Systemic risk, macro-prudential regulation and organizational diversity in banking*, in *Policy and society*, 2016, p. 6; P. MOTTURA, U. FILOTTO, *Le ragioni della biodiversità nell'industria bancaria*, in G. BRACCHI, D. MASCIANDARO (a cura di), *Le banche italiane sono speciali? Nuovi equilibri in finanza, imprese e Stato*, Bancaria editrice, Roma, 2010, p. 8 ss.; L. ERRICO, S. RONDINELLA, F. TRIVIERI, *Diversity in banking and new firm formation. Insights from the italian local credit markets*, in *International review of economics & finance*, 2024, p. 1095 ss.; B. PISICOLI, *Banking diversity, financial complexity and resilience financial shocks: evidence from Italian provinces*, in *International review of applied economics*, 2022, p. 338 ss.

[13] G. FERRI, D. NEUBERGER, *How does banking diversity fit in the general vision inspiring the joint process of Banking Unione and Capital Markets Union*, in *Quarterly journal of economic research*, 2018, p. 26; G. BIRINDELLI, P. FERRETTI, G. FERRI, M. SAVIOLI, *Regulatory reform and banking diversity: reassessing Basel 3*, in *Annals of finance*, 2022, p. 430; O. BUTZBACH, *Systemic risk*, cit., p. 6.

caratteristiche e l'impatto dei processi di innovazione finanziaria in punto di incidenza sia a livello soggettivo che operativo nel comparto bancario.

In tale prospettiva, assume peculiare rilievo la delimitazione dell'ambito dell'autorizzazione federale negli Stati Uniti, quale parametro sintomatico del grado di integrazione dei soggetti *FinTech* nel settore bancario. L'iniziativa dell'*Office of the Comptroller of the Currency* (di seguito anche "OCC"), mediante l'accesso allo statuto di *Special Purpose National Bank* (SPNB), consente alle *financial technology companies* che svolgano attività riconducibili alla funzione bancaria di conseguire una licenza nazionale anche in difetto dell'esercizio della tradizionale raccolta del risparmio tra il pubblico. Ne discende un'estensione in senso funzionale della nozione di banca, nonché l'assoggettamento di tali operatori agli standard prudenziali e ai poteri di vigilanza tipici degli enti creditizi, con conseguente tendenziale equiparazione tra imprese innovative e intermediari bancari tradizionali. Tale impostazione si pone in linea, seppure con differenze normative, con l'orientamento espresso dalla Banca Centrale Europea nella Guida sugli enti creditizi FinTech, ove i modelli imprenditoriali innovativi vengono ricondotti entro il perimetro autorizzativo e prudenziale proprio delle banche, a conferma di una comune tendenza sistemica a sussumere l'innovazione tecnologica nell'alveo della disciplina bancaria vigente. Analoga divergenza metodologica si riscontra nella regolazione delle cripto-attività. Nell'Unione europea, il regolamento *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCAR) introduce infatti un quadro normativo unitario, fondato su un sistema autorizzativo armonizzato e applicabile ai prestatori di servizi su cripto-attività; negli Stati Uniti, per converso, permane un assetto frammentato, caratterizzato da interventi settoriali e dalla compresenza di fonti federali e statali, prive di un coordinamento organico. Ne consegue che, a fronte della maggiore certezza e prevedibilità del quadro unionale, l'ordinamento statunitense privilegia un approccio non unitario, suscettibile di incidere in modo differenziato tanto sulle dinamiche concorrenziali quanto sul grado di integrazione tra innovazione tecnologica e settore bancario.

Alla luce di tali premesse, quest'analisi si propone, dunque di accertare se la pervasiva affermazione del *FinTech* abbia favorito o meno la diversificazione bancaria, il cui processo di erosione ha subito una costante accelerazione (quanto meno in Europa) in seguito alle vicende della crisi finanziaria del 2007-2008 e alla conseguente propensione sistemica, in termini di regolazione e controllo, verso gli intermediari di grandi dimensioni[14].

[14] Sulla crisi economico-finanziaria del 2007-2008 si v., *ex multis*, M. RISPOLI FARINA, G. ROTONDO, *Introduzione. La crisi dei mercati finanziari tra effetti della globalizzazione e fallimento della regolamentazione*, in M. RISPOLI FARINA, G. ROTONDO (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari*, Giuffré editore, Milano, 2009, p. 4 ss.; P.A. MCCOY, *Il contagio dei* subprime, in M. RISPOLI FARINA, G. ROTONDO (a cura di), *La crisi*, cit., p. 22 ss.; L. FIORE, *I mutui* subprime*: dal prestito predatorio ai fasti, ed ai disastri, della finanza cartolare*, in M. RISPOLI FARINA, G. ROTONDO (a cura di), *La crisi*, cit., p. 68 ss.; O. BUTZBACH, *Systemic risk*, cit., p. 6.

2. IL PROGRESSIVO AMPLIAMENTO DEI SOGGETTI OPERANTI NEL COMPARTO BANCARIO: L'AFFERMAZIONE DI NUOVE TASSONOMIE DI OPERATORI NELL'ORDINAMENTO EUROPEO.

Come si accennava, l'ingresso nel settore bancario (diretto o indiretto) di soggetti digitalmente evoluti accanto agli operatori tradizionali ha avviato un'evidente mutazione della struttura competitiva del relativo mercato[15]. Tali nuove categorie soggettive possono suddividersi essenzialmente in due tipologie principali: enti che prestano servizi digitali e risultano dotate di un'ampia rete di clienti (*Big Tech*)[16]; e quelle che erogano servizi finanziari digitali ai consumatori direttamente o per conto di terzi (*FinTech*)[17].

La presenza di questa nuova componente soggettiva ha innescato tentativi di rimodulazione delle tassonomie preesistenti, con l'obiettivo – talora colpevolmente ritardatario – di definire ipotesi regolamentari circa il futuro assetto operativo del settore bancario.

Ebbene, avviando l'indagine dall'ordinamento europeo, va detto che l'EBA nel *Report on the impact of fintech on incumbent credit institutions' business models* del 2018 ha classificato le differenti categorie di soggetti innovativi operanti nel settore bancario come segue: gli *incumbent institutions* che, tradizionalmente presenti nel comparto, erogano i propri servizi tramite filiali e canali *online*; le *new digital-based institution* che, una volta autorizzate, offrono

---

[15] S. CARBO-VALVERDE, *The impact*, cit., p. 139; F. PALISI, FinTech, cit., p. 64; CONSOB, FinTech*: Profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale*, in www.consob.it, 2021, p. 2; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione*, cit., p. 4; S. LATINI, FinTech*,* BigTech *e criptovalute: una nuova sfida per il sistema bancario*, in www.ipsoa.it, 2021.

[16] La *European Banking Authority* (EBA), la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) e la *European Securities And Markets Authority* (ESMA) hanno chiarito che per *Big Tech* si intendono quelle imprese che operano principalmente nei settori dei *social media*, della ricerca su Internet, dei software, della vendita al dettaglio online e delle telecomunicazioni (tali sono, ad esempio, *Amazon*, *Apple*, *Google*, *Mercado Libre*, *Meta Platforms*, *Microsoft*, *Rakuten*, *Samsung*, *Uber*, *Vodafone*, e così via). In tal senso v. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Report on 2023 stocktaking of BigTech direct financial services provision in the EU*, in www.eiopa.europa.eu, 2024, p. 1; A. CANEPA, Big tech *e mercati finanziari: "sbarco pacifico" o "invasione"? Analisi di un "approdo" con offerta "*à la carte*"*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2021, 3, p. 465 ss.; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Digitalisation of finance*, in www.bis.org, 2024, p. 14.

[17] Le *FinTech* possono essere classificate in tre differenti tipologie, ossia: le *startup* costituite per competere con le banche; i *competitors*, che limitano la loro operatività alla prestazione di servizi alternativi rispetto a quelli erogati dagli enti tradizionali; le *enablers*, che offrono servizi alle banche. Secondo l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) le imprese *FinTech* operano generalmente nei seguenti ambiti, ovvero: pagamenti; assicurazioni; pianificazione finanziaria; *crowdinvesting*; investimenti e *trading*; *blockchain*; ricerca e analisi delle informazioni; sicurezza. Si v. CAMERA DEI DEPUTATI, *FinTech*, cit., p. 1 s.; E. FEYEN, L. GAMBACORTA, H. NATARAJAN, M. SAAL, *Bis papers no 117. FinTech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy*, in www.bis.org, 2021, p. 20 ss.; U. PIATTELLI, *La regolamentazione del* FinTech. *Dai nuovi sistemi di pagamento all'intelligenza artificiale*, Giappichelli editore, Torino, 2023, p. 5; AMBROSETTI CLUB, THE EUROPEAN HOUSE AMBROSETTI, OPNEJOBMETIS, *La banca del futuro*, in www.openjobmetis, 2019, p. 6; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Digitalisation*, cit., p. 13; ITALIA FINTECH, POLITECNICO DI MILANO, UNION CAMERE, INNEXTA, *Il* fintech *dalla A alla Z*, in www.workinvoice.it, 2021, p. 10; A. PETRAZZELLI, *Financial technology, financial inclusion and competition policy: legal and economic approaches*, in www.bancaditalia.it, 2022, p. 1; S. LATINI, FinTech, cit.; M.-T. PARACAMPO, FinTech*, evoluzioni tecnologiche e sfide per il settore bancario tra prospettive di cambiamento ed interventi regolamentari. Fenomenologia di un processo in fieri*, in M.-T. PARACAMPO (a cura di), FinTech, cit., p. 23.

servizi avvalendosi di modalità innovative, pur essendo prive di filiali fisiche; gli *other FinTech firms* che forniscono servizi innovativi, ma risultano privi di qualsivoglia autorizzazione per l'esercizio dell'attività bancaria o di servizi di pagamento, anche elettronici; infine, i *technology providers* e gli *ITC Companies* che forniscono supporto tecnologico con riferimento a *software* e/o *hardware* e risultano specializzati nello sviluppo e nella produzione delle tecnologie[18].

Sul tema è intervenuto altresì il Comitato di Basilea per la Vigilanza Finanziaria che, nel delineare i possibili scenari derivanti dall'ampliamento della diversità soggettiva nei mercati bancari, ha individuato – con il *Sound practices – Implications of FinTech developments for banks and bank supervisors* del 2018 – una serie di ipotesi di innovazione funzionale/operativa, tra le quali si annoverano le seguenti fattispecie: *better bank*, contesto operativo nel quale l'impiego delle nuove tecnologie consente agli *incumbents* di fornire servizi più efficienti; *new bank*, ambito connotato dalla sostituzione delle entità tradizionali con nuovi operatori, dotati di apposita licenza bancaria oppure dall'affermazione dei soggetti non bancari che operano con partner tradizionali; *distributed bank*, schema basato sulla collaborazione tra operatori tradizionali e innovativi, seppure questi ultimi restino privi di licenza bancaria; *disintermediated bank*, ipotesi caratterizzata dalla possibile interazione diretta dei clienti con le imprese *FinTech*, prescindendo dall'intervento delle banche[19].

Allo stato attuale, nessuna delle ipotesi prospettate dal CBVB sembra essersi compiutamente realizzata, prevalendo piuttosto una sorta di commistione tra i differenti scenari, in cui le banche tradizionali, avvalendosi della tecnologia, migliorano i servizi erogati, i nuovi operatori agiscono sulla base di apposite licenze e si realizzano, infine, svariate forme di collaborazione tra le diverse categorie di soggetti.

In definitiva, il settore bancario tradizionale appare chiaramente "frastornato" da questa specifica conseguenza dei processi di innovazione tecnologica rendendo necessario soffermarsi con la dovuta attenzione sull'approccio regolamentare di risposta dei legislatori nazionali per comprendere a fondo se esso risulti orientato a incentivare, circoscrivere o rimuovere del tutto le ipotesi di diversità soggettiva nei mercati bancari.

A tale riguardo sia nell'Unione europea, sia negli Stati Uniti è in atto un tentativo di "adattamento" evolutivo del sistema bancario ai nuovi operatori. L'obiettivo è quello di evitare che la mancanza di regole ovvero una inadeguata taratura delle stesse rispetto al fenomeno dell'innovazione possano ingessare l'operatività dei nuovi soggetti e, più in generale, rallentare gli ormai inevitabili processi di evoluzione tecnologica, pregiudicando anche la posizione competitiva dell'Unione europea nel contesto globale.

Quanto precede, consente una prima constatazione di fatto: l'ingresso di nuove entità soggettive nel mercato bancario ha sensibilmente ampliato la tipologia dei modelli di *business* da considerare ai fini della diversità bancaria, contribuendo altresì a incrementare il grado di effettività delle dinamiche concorrenziali. Tali modelli possono essere classificati sulla base di diversi elementi, tra cui: le dimensioni, le attività, la

---

[18] A. CANEPA, Big tech, cit., p. 467 s.; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Eba report*, cit., p. 13 s.; M.-T. PARACAMPO, FinTech, cit., p. 23.

[19] F. PALISI, FinTech, cit., p. 65 s.; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Sound practices*, cit., p. 16 ss.; ID., *Digitalisation*, cit., p. 3; L. CORTE, *L'avvento*, cit., p. 8.

struttura del capitale e del finanziamento, la proprietà e la *governance*, la struttura societaria e giuridica, l'ambito geografico[20]. Dal momento che tali categorie contribuiscono tradizionalmente a identificare sistemi, meccanismi e metodi attraverso i quali una banca genera profitti e realizza gli interessi di proprietari, clienti e altri *stakeholder*, la loro evoluzione in senso tecnologico rende necessario rimodulare sia il quadro normativo esistente sia i meccanismi di supervisione, cercando di mediare tra la necessità di introdurre norme conformi alle caratteristiche dei nuovi operatori e quella di implementare gli assetti esistenti in termini di concorrenza, protezione dei dati e stabilità finanziaria[21].

In questo contesto, il compito dei legislatori si rivela, evidentemente, arduo e complesso stante l'esigenza, a nostro avviso, di preservare la diversità bancaria, in quanto presupposto essenziale per garantire sistemi bancari solidi, efficienti e inclusivi[22]. Da tanto deriva la necessità di promuovere un assetto di regolazione finalizzato a ridurre il rischio sistemico nel settore bancario, specie evitando che l'insolvenza di un singolo intermediario possa contagiare l'intero mercato e generare ricadute negative per l'economia reale[23].

2.1. LA REGOLAMENTAZIONE DEI SOGGETTI FINTECH NEGLI STATI UNITI: LA LICENZA DI *SPECIAL PURPOSE NATIONAL BANK.*

Venendo all'ordinamento statunitense, va detto anzitutto che la moltiplicazione dei soggetti potenzialmente ammissibili al comparto bancario ha prodotto una specifica risposta normativa da parte dell'OCC. L'organismo ha parificato le *Financial technology companies* alle banche ordinarie in relazione al rilascio di una licenza bancaria

[20] In argomento v. E. LIIKANEN, H. BÄNZIGER, J.M. CAMPA, L. GALLOIS, M. GOYENS, J.P. KRAHNEN, M. MAZZUCCHELLI, C. SERGEANT, Z. TUMA, J. VANHEVEL, H. WIJFFELS, *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector. Final report*, in www.finance.ec.europa.eu, 2012, p. 32; A. AMENDOLA, C. BARRA, M. BOCCIA, A. PAPACCIO, *Diversity in banking: How does competition in the Italian banking market affect bank performance*, in *Structural change and economy dynamics*, 2025, p. 308; E. FERNANDEZ-BOLLO, *Preserving the diversity of european banking business models*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 2022; EUROFI, *Taking advantage of the diversity of bank business models and governance in Europe*, in www.eurofi.net, 2022; M. DELGADO, *Taking advantage of bank diversity of Europe*, in *Banca de España. Communication Department*, 2022, p. 1.

[21] O. BUTZBACH, *Systemic risk*, cit., p. 11; D. QUINTEN, *Diversity in the EU banking system: contribution to financing needs, future challenges and way forward*, in www.eurofi.net, 2024, p. 97.

[22] P. COCCORESE, G. FERRI, *Are mergers among cooperative banks worth a dime? Evidence on efficiency effects of M&As in Italy*, in *Economic modelling*, 2020, p. 147; A. AMENDOLA, C. BARRA, M. BOCCIA, A. PAPACCIO, *Diversity in banking*, cit., p. 310.

[23] O. BUTZBACH, *Systemic risk*, cit., p. 11; A.E. WILMARTH, *Controlling systemic risk in an era of financial consolidation*, in *IMF eLibrary*, 2005, p. 563; L. LAEVEN, L. RATNOVSKI, H. TONG, *Bank size and systemic risk*, in www.imf.org, 2014, p. 14; STAFF OF THE INTERNATIONAL MONETARY FUND AND THE BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, THE SECRETARIAT OF THE FINANCIAL STABILITY BOARD, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, in www.imf.org, 2009, p. 2; O. BUTZBACH, *Systemic risk*, cit., p. 3 s.

nazionale[24], procedendo (sin dal 2018)[25] all'esame delle richieste di autorizzazione presentate dalle società *FinTech* che svolgono attività bancaria, ma che non raccolgono depositi[26], al fine di farle rientrare nello statuto delle SPNB[27]. Si tratta, in sintesi, di una licenza concessa a istituti che si limitano a svolgere attività fiduciarie o ulteriori operazioni rientranti nell'operatività bancaria, ma che sono obbligate a prestare almeno una delle attività bancarie "principali" tra raccolta di depositi, incasso di assegni bancari e finanziamenti[28].

È evidente, comunque, come l'accesso a uno statuto federale garantisca rilevanti opportunità ai nuovi soggetti circa la possibilità di operare sull'intero territorio statunitense prescindendo dalla presenza di sedi nei singoli Stati, circostanza necessariamente richiesta, invece, per alcune banche statali[29].

Se ne deduce, pertanto, che l'iniziativa dell'OCC si configura come un tentativo di sottoporre le società *FinTech* ai medesimi standard normativi e di controllo delle banche nazionali, nonché di assoggettarle agli

---

[24] L'OCC ha qualificato una carta bancaria nazionale come licenza commerciale richiesta agli istituti di deposito e ad alcune istituzioni finanziarie che forniscono altri servizi simili alle banche. Cfr. OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Policy statement on financial technology companies' eligibility to apply for national bank charters*, in *www.occ.org*, 2018, p. 1; CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE, *An analysis of bank charters and selected policy issues*, in *www.congress.gov*, 2022, p. 1.

[25] Nel 2016 l'OCC aveva avviato la citata iniziativa mediante la pubblicazione dell'*Exploring special purpose national bank charters for FinTech companies*.

[26] L'OCC legittima la sua pretesa di istituire banche nazionali non depositarie avvalendosi della Sezione 36 del NBA, relativa alla possibilità delle banche di aprire filiali, qualificabili come un luogo «in cui si ricevono depositi, o si pagano assegni, o si presta denaro». A questo scopo, basandosi sulla congiunzione "o" ritiene di poter concedere *charter* a banche nazionali che svolgono attività di prestito o di pagamento, ma non accettano depositi. In realtà, la disposizione riguarda esclusivamente le filiali di banche nazionali in cui si svolgono alcune delle attività bancarie, per cui non ha alcuna rilevanza in merito al potere di autorizzare legittimamente una banca che non accetta depositi. Sul punto, A.E. WILMARTH JR., *The OCC's and FDIC's Attempts to Confer Banking Privileges on Nonbanks and Commercial Firms Violate Federal Laws and Are Contrary to Public Policy*, in *GW Law Faculty Pubblications & other works*, 2020, p. 3.

[27] Cfr. OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Policy*, cit., p. 1 ss.; ID., *Evaluating charter applications from financial technology companies*, in *www.occ.org*, 2017, p. 1; S. CHARTRAND, *The OCC's step towards innovation: the fintech charter*, in *Devolpments in banking law*, 2018, p. 511 ss.; J. BERMAN, C. KOOELEVELD, P. ANGELOFF, *The pros and cons of the OCC's new fintech charter*, in *Corporate counsel business journal*, 2018, p. 1 ss.; M. BRUCKNER, *Who's down with OCC ('s definition of "banks")?*, in *U. Penn. J. L. Bus.*, 2022, p. 6 ss.; A.E. WILMARTH JR., *The OCC's*, cit., p. 1 ss.; D. ZARING, *Modernizing the Bank Charter*, in *William & Mary law review*, 2020, p. 1400 ss.; CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE, *An analysis*, cit., p. 19 s.; L. MENAND, M. RICKS, *Federal corporate law and the business of banking*, in *The University of Chicago Law Review*, 2021, p. 1364; L. ENRIQUES, W.G. RINGE, *Bank-fintech*, cit., p. 19 s.; H.E. KACKSON, M.E. TAHYAR, C. RODRIGUES, *FinTech Charters*, in *Harvard law school*, 2020, p. 1 ss.; J.E. CHAPMAN, *FinTech*, cit., p. 442.

[28] L'OCC, ai sensi del *National Bank Act* (NBA), concede lo statuto per l'esercizio dell'attività bancaria alle banche nazionali. Su questi aspetti, E.J. UPTON, *Chartering FinTech: the OCC's neweste nonbank proposal*, in *The George Washington law review*, 2018, 5, p. 1402; OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Policy*, cit., p. 2; S. CHARTRAND, *The OCC's*, cit., p. 511 ss.; J. BERMAN, C. KOOELEVELD, P. ANGELOFF, *The pros*, cit., p. 1 ss.; M. BRUCKNER, *Who's down*, cit., p. 6 ss.; A.E. WILMARTH JR., *The OCC's*, cit., p. 1 ss.; D. ZARING, *Modernizing*, cit., p. 1400 ss.; CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE, *An analysis*, cit., p. 19 s.; L. MENAND, M. RICKS, *Federal*, cit., p. 1364; L. ENRIQUES, W.G. RINGE, *Bank-fintech*, cit., p. 19 s.; H.E. KACKSON, M.E. TAHYAR, C. RODRIGUES, *FinTech*, cit., p. 1 ss.

[29] M. BRUCKNER, *Who's down*, cit., p. 12.

adempimenti relativi a sicurezza, solidità e correttezza valevoli per tutti gli operatori di livello federale, attribuendosi il compito di adeguarli alle dimensioni, alla complessità e al profilo di rischio dell'intermediario. Naturalmente, questa iniziativa non obbliga le società *FinTech* a ottenere tale statuto, che quindi si configura soltanto come una delle differenti licenze, federali o statali, per cui tali enti possono optare. L'approccio regolatorio, pertanto, si presenta come non coercitivo poiché l'ingresso nel settore risulta una mera facoltà indirizzata a una categoria circoscritta di fornitori di servizi finanziari[30].

Nonostante i tratti facoltativi e di ampia flessibilità, l'iniziativa ha generato comunque perplessità, soprattutto in punto di legittimazione dell'OCC a concedere lo statuto di SPNB alle *financial technology companies*. Si è espressa, difatti, in senso contrario all'estensione dello statuto la *Conference of State Bank Supervisors* (CSBS) che, con un reclamo presentato all'*U.S. District Court for the District of Columbia*, ha affermato l'incompetenza dell'OCC a concedere licenze a enti non bancari[31]. Tesi sostenuta anche dal *New York State Department of Financial Services* (NYDFS), nel luglio del 2018, il quale ha chiarito che l'autorizzazione nazionale consentirebbe alle società *FinTech* di aggirare il sistema di licenze predisposto nei singoli Stati e di operare senza la supervisione degli enti nazionali di regolamentazione, *in primis* il *Department of Financial Services* (DFS)[32].

È evidente, dunque, come l'opposizione alla decisione dell'OCC esprima, sul piano concettuale, una sorta di ostilità verso la visione che tende ad assimilare le società *FinTech* alle banche, ascrivibile non tanto ai caratteri di innovatività delle prime, quanto all'assenza del servizio di raccolta di depositi, ritenuto nucleo essenziale dell'attività delle banche commerciali[33]. Tra l'altro, bisogna considerare che l'ottenimento di un'autorizzazione nazionale consentirebbe alle società *FinTech* di ottenere diversi "vantaggi" normativi, tra cui *in primis* l'assicurazione dei depositi da parte della *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), fino a un tetto di duecentocinquantamila dollari per ogni tipologia di conto in essere in capo a un cliente presso lo stesso intermediario[34].

---

30 OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Policy*, cit., p. 1; H.E. KACKSON, M.E. TAHYAR, C. RODRIGUES, *FinTech*, cit., p. 1.

31 La CSBS, fondata nel 1902 come *National Association of Supervisors of State Banks*, supporta gli enti di regolazione statali relativamente al sistema di vigilanza finanziaria. In argomento, v. CONFERENCE OF STATE BANK SUPERVISORS, *About CSBS*, in *www.csbs.org*; A.E. WILMARTH JR., *The OCC's*, cit., p. 3; CONFERENCE OF STATE BANK SUPERVISORS, *CSBS complaint concerning fintech charter*, in *www.csbs.org*, 2018.

32 Nell'ottobre 2019, il tribunale distrettuale federale ha affermato che l'OCC non aveva l'autorità di concedere licenze bancarie tradizionali alle istituzioni finanziarie che non accettano depositi. In risposta, l'autorità ha presentato ricorso all'*U.S. Court of Appeals for the second Circuit*. Si v. altresì, A.E. WILMARTH JR., *The OCC's*, cit., p. 1; H.E. KACKSON, M.E. TAHYAR, C. RODRIGUES, *FinTech*, cit., p. 2; ORRICK, *CSBS sues OCC over fintech national bank charter*, in *www.orrick.com*, 2017; J.E. CHAPMAN, *FinTech*, cit., p. 451 ss.

33 Al contrario, la *National Association of Federally-Insured Credit Unions* (NAFCU) ha appoggiato l'iniziativa dell'OCC ribadendo che le aziende *FinTech* dovrebbero competere con le istituzioni finanziarie in condizioni di parità, garantendo gli stessi standard di regolamentazione, sicurezza dei dati e tutela dei consumatori. Su questi aspetti, v. NATIONAL ASSOCIATION OF FEDERALLY-INSURED CREDIT UNIONS, *Thaler stresses need for fintech, FI level playing*, in *www.nafcu.org*, 2018.

34 CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE, *An analysis*, cit., p. 1; G. MAJNONI D'INTIGNANO, A. DAL SANTO, M. MALTESE, *La gestione delle crisi bancarie da parte della FDIC: esperienza e lezioni per la* Banking Union, *Note di stabilità finanziaria e Vigilanza*, 2020, 5, p. 4 (in *www.bancaditalia.it*).

A prescindere dalla richiamata antinomia istituzionale, tuttavia, l'intervento dell'OCC consentirebbe ai soggetti *FinTech* di operare nell'ambito di una cornice normativa definita, sottoponendoli a un rodato sistema di vigilanza e favorendo un impatto positivo specie in termini di ampliamento della concorrenza e di crescita del settore, quali elementi fondamentali per il rafforzamento del sistema bancario e il supporto all'economia reale[35].

In sostanza, l'iniziativa dell'OCC potrebbe inquadrarsi come un tentativo di relativa "modernizzazione" del sistema bancario, diretto ad adeguare l'innovazione tecnologica alle esigenze dei consumatori, delle imprese e della società[36]. Si tratta, per vero, di un approccio regolatorio chiaramente "circoscritto", in quanto volto a orientare indirettamente le entità innovative verso uno specifico statuto federale, pur potendo godere di un ampio margine di discrezionalità che consente loro di optare per altre soluzioni operative di mercato. In sostanza, l'OCC non ha provveduto alla definizione di una tipologia di statuto *ad hoc* per gli enti tecnologici, a differenza di quanto avviene nell'Unione europea (come si dirà nel prossimo paragrafo), ma si è limitato a "consigliarne" uno tra quelli già esistenti nell'ordinamento.

2.2. GLI ENTI CREDITIZI *FINTECH* IN EUROPA: LA GUIDA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA RELATIVA ALLA VALUTAZIONE DELLE DOMANDE DI AUTORIZZAZIONE ALL'ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ BANCARIA.

Conformandosi, per alcuni versi, alla tendenza statunitense ad allargare le maglie del settore bancario per consentire l'ingresso a soggetti innovativi, anche la BCE ha intrapreso un percorso di ridefinizione delle categorie di riferimento le cui caratteristiche sono contenute nella *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi* FinTech (del 2018)[37]. Questo documento

---

[35] OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Evaluating*, cit., p. 1; ID., *Policy*, cit., p. 2.

[36] OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Policy*, cit., p. 2.

[37] La *Guida* contiene specificazioni sull'idoneità dell'organo di amministrazione e degli azionisti, sulla struttura organizzativa, sul programma di attività, sul capitale, sulla liquidità e sulla solvibilità. Come chiarito dalla BCE, tale tentativo è stato avviato in seguito alle numerose richieste presentate dalle imprese *FinTech* per l'ottenimento dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria. Sul punto, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Come sono sottoposte a vigilanza le banche che utilizzano la* fintech, in *www.bankingsupervision.europa.eu*, 2019; ID., *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi* fintech, in *www.bankingsupervision.europa.eu*, 2018, p. 2. In aggiunta, va considerato che l'emanazione della *Guida* rientra nell'ambito dell'iniziativa intrapresa dall'EBA con la *FinTech Roadmap* per il 2018/2019 che ha definito le priorità strategiche del settore. Tra tali obiettivi principali figurano la necessità di: monitorare gli approcci in materia di autorizzazioni e licenze per le imprese *FinTech*; analizzare le *sandbox* regolamentari e gli *hub* di innovazione al fine di sviluppare una serie di migliori pratiche per favorire la coerenza e facilitare il coordinamento della vigilanza; verificare le tendenze emergenti e l'impatto sui modelli di *business* tradizionali, nonché i rischi e le opportunità prudenziali derivanti dall'uso delle *FinTech* per migliorare la condivisione delle conoscenze; promuovere le migliori prassi di vigilanza relativamente alla sicurezza informatica e a un quadro comune di verifica delle minacce informatiche; affrontare le questioni relative ai consumatori derivanti dalle *FinTech*; identificare e valutare i rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo associati alle imprese *FinTech* regolamentate. In tal senso,

costituisce uno strumento di supporto pratico sia per le autorità di vigilanza sia per gli operatori richiedenti, al fine di assicurare l'efficienza della procedura e la congrua valutazione delle domande di accesso al settore. Tuttavia, esso non esaurisce le direttive da applicare nell'ambito del procedimento autorizzativo in quanto va letto congiuntamente con le Guide *sulla valutazione delle domande di autorizzazione* e *sulla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità*, per assicurare il rispetto di prassi di vigilanza coerenti in tutta l'Unione europea[38].

Con riguardo all'ambito soggettivo di applicazione, la *Guida* si rivolge ai soli enti creditizi la cui attività consista nella raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico e nella concessione di crediti per proprio conto[39]. Inoltre, presupposti i caratteri di innovatività, occorre che le banche operino ricorrendo a un modello imprenditoriale in cui la produzione e l'offerta di attività si basi sull'innovazione tecnologica. Ne consegue l'esclusiva applicazione della *Guida* per gli enti *FinTech* di nuova costituzione e per le nuove controllate di banche già esistenti (significative e non) autorizzate all'esercizio dell'attività bancaria[40].

Tanto premesso, si può notare come la principale differenza rispetto all'intervento dell'OCC risiede nella circostanza che la BCE si rivolge esclusivamente agli enti creditizi, sebbene riconducibili alla categoria dei soggetti innovativi. Mentre negli USA, l'opposizione alle misure dell'OCC è attribuibile probabilmente alla qualificazione delle società *FinTech* come enti non (tipicamente) bancari, in Europa, invece, prevale ancora una nozione di banca quale fulcro "esclusivo" del settore creditizio, motivo per cui nel corso delle consultazioni per l'adozione della *Guida* v'è stata ampia convergenza su questo orientamento, anche al fine di

---

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *The Eba's fintech roadmap. Conclusions from the consultation on the Eba's approach to financial technology (FinTech)*, in *www.eba.it*, 2018, p. 4 s.

[38] BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria*, in *www.bankingsupervision.europa.eu*, 2019, p. 1 ss.; ID., *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità*, in *www.bankingsupervision.europa.eu*, 2018, p. 1 ss.; ID., *Come sono sottoposte a vigilanza*; cit.; ID., *Comunicato stampa. La BCE pubblica le guide alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria per le banche e gli enti creditizi* fintech, in *www.bancaditalia.it*, 2018, p. 1. Nel corso delle consultazioni, avviate preliminarmente all'adozione della *Guida* relativa agli enti creditizi *FinTech*, è stato richiesto, date le limitate considerazioni applicabili a quel tipo di operatori, di unirla a quella *sulla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria* e a quella relativa alla *verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità*. Tuttavia, l'istanza è stata respinta dalla BCE la quale ha chiarito che la stessa include considerazioni specifiche per la valutazione prudenziale delle banche con modelli di *business fintech*: v. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Feedback statement. Response to the public consultation on the Guide to assessments of licence applications and the Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*, in *www.bankingsupervision.europa.eu*, 2018, p. 7. In dottrina, M. CONDEMI, *Nuove tecnologie ed attività finanziarie: spunti per un rinnovato approccio regolamentare*, in *Diritto bancario*, 2021, p. 9; A. BROZZETTI, *La nuova tipologia di banca* FinTech *nelle "guide" della BCE in tema di rilascio dell'autorizzazione*, in M.-T. PARACAMPO (a cura di), FinTech, cit., p. 79 ss.; L. BARROSO, *FinTechs: concept, level playing field and the supervisory approach*, in D. MOURA VICENTE, D. PEREIRA DUARTE, C. GRANADEIRO (a cura di), *FinTech regulation and the licensing principle*, in *www.ebi-europa.eu*, 2023, p. 28 ss.

[39] In conformità dell'art. 4, par. 1, punto 1, del regolamento UE del 26 giugno 2013, n. 575.

[40] BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi*, cit., p. 2 s.; D. DI MAIO, A. RETUCCI, *Le linee guida in materia di autorizzazione per i soggetti* FinTech*: lo sguardo della BCE su un fenomeno in costante crescita*, in *Diritto bancario*, 2017, p. 2 s.; M. CONDEMI, *Nuove tecnologie*, cit., p. 8 s.; A. BROZZETTI, *La nuova tipologia*, cit., p. 79 s.; V. LEMMA, *The regulation of fintech banks: questions and perspectives*, in *Open review of management, banking and finance*, 2019, p. 5

assicurare standard di vigilanza uniformi per tutte le banche e di garantire un approccio neutrale, dal punto di vista tecnologico, nella valutazione delle domande di autorizzazione[41].

In Europa si palesa, pertanto, una strategia regolatoria consistente nel creare una "nuova" tipologia di banca sottoposta, oltre che ai requisiti richiesti dal carattere innovativo dell'attività, anche alla disciplina prevista per gli intermediari tradizionali[42]. Ad esempio, al possesso da parte dei componenti dell'organo di amministrazione di conoscenze tecniche ed esperienza pratica adeguati al modello imprenditoriale prescelto[43], la *Guida* aggiunge la possibilità di nominare un responsabile dell'informatica (*Chief Information Technology Officer*) all'interno dell'organo esecutivo[44], creando così un rapporto di diretta incidenza funzionale tra innovazione tecnologica e *governance* della banca.

Per altro verso, il quadro di *soft law* europeo raccomanda gli enti *FinTech* la predisposizione di un piano di uscita eventuale dal settore per definire le modalità con cui cessare l'operatività senza generare ripercussioni negative per i clienti, causare turbative al sistema finanziario o richiedere specifici interventi regolamentari[45]. Ancora, con riferimento alla gestione del rischio di credito, è espressamente previsto che i soggetti *FinTech* operanti in mercati avanzati possano ricorrere a metodologie standardizzate per la verifica delle capacità di rimborso della clientela[46]. L'impossibilità di consultare i dati richiesti nelle fasi iniziali dell'attività però consente di avvalersi di servizi di *credit scoring* esterni e/o di dati di altra natura e di metodologie alternative[47].

Quanto precede, conferma che la connotazione innovativa delle banche si conforma in guisa di una ulteriore peculiarità soggettiva che, nel modello unionale, finisce per ampliare la gamma di obblighi da adempiere in misura tale da complicare la vita ai nuovi operatori, almeno in fase iniziale, in termini di costi da sostenere che si aggiungono a quelli relativi ai requisiti ordinari.

Da ultimo, va detto che, in analogia con gli USA, la BCE si è avvalsa di uno strumento normativo non vincolante, sia per uniformarsi all'approccio seguito a livello internazionale, sia in ragione di un contesto

---

[41] BANCA CENTRALE EUROPEA, *Feedback*, cit., p. 6.

[42] L'obiettivo è sottoporre le banche *FinTech* agli stessi standard applicati alle altre tipologie di enti creditizi. Cfr. A. BROZZETTI, *La nuova tipologia*, cit., p. 83; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi*, cit., p. 4.

[43] Si tratta di requisiti aggiuntivi rispetto alla necessità di possedere in ogni momento le conoscenze, le competenze e l'esperienza necessarie per l'esercizio delle loro funzioni.

[44] D. DI MAIO, A. RETUCCI, *Le linee guida*, cit., p. 4; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi*, cit., p. 6; A. BROZZETTI, *La nuova tipologia*, cit., p. 86 s.; L. BARROSO, *FinTechs*, cit., p. 35.

[45] Solo se esplicitamente richiesto sulla base delle peculiarità del modello imprenditoriale, sui cui v. D. DI MAIO, A. RETUCCI, *Le linee guida*, cit., p. 7; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi*, cit., p. 15 s.; A. BROZZETTI, *La nuova tipologia*, cit., p. 90 s.

[46] Ad esempio, possono essere valutate informazioni come l'identità, la possibilità e la propensione al rimborso.

[47] Va evidenziata l'opportunità di avvalersi di sistemi di *credit scoring* specifici in caso di discrepanza tra le tipologie dei dati. Così, D. DI MAIO, A. RETUCCI, *Le linee guida*, cit., p. 4 s.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi*, cit., p. 9 s.

regolatorio ancora in forte evoluzione. Tanto sul piano delle affinità tra i due ordinamenti in punto di approccio di regolazione, laddove la differenza risiede piuttosto nel fatto che nell'Unione europea si introducono norme *ad hoc* mentre negli USA si prospetta un mero adattamento di uno statuto già esistente all'operatività dei soggetti innovativi.

A prescindere dalla discontinuità metodologica degli interventi regolatori, l'incremento di nuovi operatori continua ad essere essenziale per contribuire al ripristino e all'ampliamento della biodiversità bancaria. Tuttavia, sarà necessario verificare, nel lungo periodo, se le politiche di regolazione poste in essere risultino adeguate a compensare la tendenziale riduzione delle forme istituzionali e dei modelli di *business* settoriali. Va ricordato che – come esplicitato a suo tempo anche nel rapporto *Liikanen* – la diversità bancaria può sussistere solo in un sistema in cui siano presenti forme istituzionali e modelli operativi diversificati purché sufficientemente solidi da garantire un assetto competitivo ed efficiente dei mercati[48].

3. INNOVAZIONE TECNOLOGICA E ATTIVITÀ ESERCITABILI NEL SETTORE BANCARIO: IL CASO DELLE CRIPTO-ATTIVITÀ.

Come si è detto, il processo di trasformazione del comparto bancario derivante dall'affermazione delle attività *FinTech* cagiona, oltre al potenziale ampliamento delle categorie soggettive, anche l'individuazione di nuove modalità operative per le attività svolte dalle banche tradizionali, le quali sono riuscite ad ampliare gli ambiti di operatività e a generare ricavi in nuovi segmenti di mercato che però richiedono investimenti significativi per utilizzare tecnologie avanzate o per avvalersi di soggetti specializzati.

Nell'ambito di questo processo e, più in generale, della multiforme articolazione del concetto di *FinTech*, un'ipotesi applicativa a sostegno delle considerazioni che precedono, è rappresentata dal settore delle cripto-attività il cui sviluppo ha contribuito senz'altro al processo di diversificazione di servizi e prodotti offerti nel mercato bancario.

---

[48] Redatto da un gruppo di esperti istituito per fornire indicazioni sugli interventi normativi da realizzare nel settore bancario e presieduto dal Governatore della Banca centrale finlandese ed *ex* Commissario europeo, Erkki Liikanen: E. LIIKANEN, H. BÄNZIGER, J.M. CAMPA, L. GALLOIS, M. GOYENS, J.P. KRAHNEN, M. MAZZUCCHELLI, C. SERGEANT, Z. TUMA, J. VANHEVEL, H. WIJFFELS, *High-level*, cit., p. 34. Su questi aspetti, SENATO DELLA REPUBBLICA, *Disegno di legge d'iniziativa del senatore* Vizzini. *Comunicato alla Presidenza il 10 dicembre 2012. Delega al Governo per la riforma dell'ordinamento bancario mediante la separazione tra banche commerciali e banche d'affari*, in www.senato.it, 2012, p. 2; M. RISPOLI FARINA, M. PORZIO (a cura di), *Il tramonto della banca universale?*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2017, p. 16 s.; ID., *Dalle leggi bancarie degli anni trenta alle leggi del nuovo millennio*, in M. RISPOLI FARINA, M. PORZIO (a cura di), *Il tramonto*, cit., p. 115 s.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il problema*, in M. RISPOLI FARINA, M. PORZIO (a cura di), *Il tramonto*, cit., p. 30 s.; M.G. MAZZUCCHELLI, *A lustrum of reforms: from the Liikanen report to Banking Union*, in M. RISPOLI FARINA, M. PORZIO (a cura di), *Il tramonto*, cit., p. 33 ss.; A. NIGRO, *Dalla banca alla banca*, in A. BROZZETTI, *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il "futuribile"*, Giuffré editore, Milano, 2016, p. 157 ss. Coerentemente con tale orientamento, anche la BCE ha espresso un giudizio positivo, evidenziando come la diversità dei modelli di *business* degli operatori bancari, nell'area euro, contribuisca alla **resilienza complessiva** del sistema bancario europeo; sul tema v. E. FERNANDEZ-BOLLO, *Building on the diversity of european banking business models*, in www.bankingsupervision.europa.eu, 2023.

È appena il caso di rammentare che, trattandosi di rappresentazioni digitali di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente (utilizzando la tecnologia a registro distribuito o fattispecie analoghe)[49], le cripto-attività possono inquadrarsi come una forma di operatività evoluta della usuale attività bancaria di custodia, svolta digitalmente dagli intermediari[50]. Difatti, la semplificazione dei processi di raccolta di fondi e l'effetto pro-competitivo hanno reso le cripto-attività uno strumento in grado di esprimere un approccio innovativo e inclusivo per l'erogazione di finanziamenti, soprattutto alle piccole e medie imprese e, in particolare, a quelle innovative. In aggiunta, nelle ipotesi in cui vengono utilizzate come mezzo di pagamento, esse assicurano maggiore rapidità ed efficienza delle transazioni, in quanto riducono il ruolo e l'incidenza qualitativa e quantitativa della fase di intermediazione[51].

Per altro verso, nonostante le evidenti potenzialità di questo ambito operativo, l'assenza di un quadro regolatorio comune per i mercati delle cripto-attività può ridurre o pregiudicare la fiducia degli utenti, generando significativi ostacoli allo sviluppo diffuso del relativo mercato[52]. Se ne ricava, anche in questa ipotesi, la necessità di orientare le politiche legislative verso la creazione di un assetto normativo che favorisca l'innovazione e non impedisca la diffusione delle nuove tecnologie in ambito finanziario[53], pur sempre nel rispetto dei principi fondanti dell'ordinamento e dei diritti individuali.

È evidente, dunque, che l'importanza assunta dalle cripto-attività impone di indagare gli approcci di regolazione individuati negli ordinamenti qui considerati con riguardo a questa specifica declinazione del fenomeno *FinTech*.

3.1. LA DISCIPLINA EUROPEA: GLI OBBLIGHI POSTI IN CAPO AI PRESTATORI DI SERVIZI DI CRIPTO-ATTIVITÀ.

In tema, il regolamento UE 2023/1114 (c.d. *Markets in crypto-assets regulation*, di seguito MiCAR) ha introdotto una disciplina relativa all'emissione, all'offerta al pubblico e alla prestazione di servizi aventi ad oggetto le cripto-attività non riconducibili a strumenti o servizi finanziari già regolati nell'ordinamento dell'Unione europea[54]. Questa disciplina classifica le differenti tipologie di cripto-attività, individuando:

[49] Art. 3, par. 1, punto 5, del regolamento UE del 31 maggio 2023, n. 1114.

[50] Come affermato anche dall'OCC: OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Interpretative letter 1179. November 2021. Chief counsel's interpretation clarifying: (1) authority of a Bank to engage in certain cryptocurrency activities; and (2) authority of the OCC to charter a national trust bank*, in www.occ.gov, 2021, p. 2 s.

[51] *Considerando* 2 del regolamento UE 2023/1114.

[52] *Considerando* 5 del regolamento UE 2023/1114.

[53] COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento*, cit., p. 1.

[54] L'art. 2, par. 4, lett. da *a*) a *j*), del regolamento UE 2023/1114, ne circoscrive l'ambito precisando che non si applica alle cripto-attività che rientrano in una o più delle definizioni di: strumenti finanziari; depositi, compresi quelli strutturati; fondi, salvo siano qualificabili come *token* di moneta elettronica; posizioni inerenti a cartolarizzazione nel contesto della stessa; prodotti assicurativi non vita o vita o contratti di riassicurazione e retrocessione; prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo principale di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che gli consentano di godere di determinati

token di moneta elettronica (*e-money token*, EMT), che puntano a conservare un valore stabile assumendo come parametro di riferimento una singola valuta ufficiale; *token* collegati ad attività (*asset-referenced token*, ART), che sono legati a un altro valore, a un diritto oppure a una combinazione dei primi due, comprese una o più valute ufficiali; infine, una categoria residuale che comprende le cripto-attività diverse da EMT e ART[55].

Con riguardo a questo ambito regolamentare – e per quanto rileva ai fini della presente indagine – ci si sofferma sull'operatività dei prestatori di servizi di cripto-attività (*Crypto Asset Service Providers*, CASPs), per valutare il grado di inclusione dei soggetti bancari e non bancari in questo comparto, tenendo conto del fatto che la nozione di CASPs si riferisce a ogni persona giuridica o altra impresa la cui attività consista nella prestazione professionale ai clienti di uno o più servizi per le cripto-attività, quali: custodia e amministrazione, gestione di una piattaforma di negoziazione, scambio con fondi o con altre cripto-attività, esecuzione di ordini, collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, consulenza, gestione di portafoglio, servizi di trasferimento[56].

---

vantaggi; schemi pensionistici aziendali o professionali riconosciuti ufficialmente; singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico; prodotto pensionistico individuale paneuropeo; regimi di sicurezza sociale. Sul tema, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina europea del mercato delle cripto-attività (MICAR)*, in *Rivista delle società*, 2023, p. 935; ID., *La disciplina del mercato dei capitali*, Milano, 2023, p. 515 ss. Sul MiCAR v. BANCA D'ITALIA, *Regolamento (UE) 2013/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività ("MICAR"). Comunicazione della Banca d'Italia*, in *www.bancaditalia.it*, 2024, p. 2; S. STUFANO, G. FIMIANI, *MiCA: cosa prevede il primo testo normativo sulle cripto-attività*, in *Quotidianopiù*, 2023; M.A. PANICO, *Regolamentazione delle cripto-attività nell'UE: una nuova alba con MiCA*, in *Norme & Tributi Plus*, 2024; F. BASSAN, *La regolazione delle cripto-attività, tra co-regolazione e rapporti tra ordinamenti*, in F. ANNUNZIATA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Cripto-attività. La disciplina europea nel contesto globale*, Il Mulino, Bologna, 2024, p. 17 ss.; V. PORTALE, F. BRUSCHI, G. VELLA, *Una introduzione a* blockchain*,* Web3 *e* cryptoasset, in F. ANNUNZIATA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Cripto-attività*, cit., p. 35 ss.; J. SCHÜRGER, L.A. TOPP, *Cross-border regulation of crypto-asset under MiCAR regulating a global phenomenon. EBI working paper series*, in *www.ebi-europa.eu*, 2025, p. 1 ss.; A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività». Questioni di economia e finanza.* Occasional papers, in *www.bancaditalia.it*, 2019, p. 5 ss.; A. NUZZO (a cura di), *Le cripto-attività. La legislazione europea a disciplina del nuovo mercato*, Roma, 2025, *passim*.

[55] Così l'art. 3, par. 1, n. 6 e 7, del regolamento UE 2023/1114. In dottrina, BANCA D'ITALIA, *Regolamento (UE) 2013/1114*, cit., p. 2; S. STUFANO, G. FIMIANI, *MiCA*, cit.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 517 s.; ID., *La disciplina europea*, cit., p. 935; M. DE MARI, *Le cripto-attività nella disciplina MiCAr e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, in *Diritto bancario*, 2023, p. 15; P. CARRIÈRE, *Decreto* FinTech *e MICAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, in *Diritto bancario*, 2023, p. 2 s.; E. FRANZA, *La regolamentazione dei* Cripto-Asset *MiCA*, in *Diritto bancario*, 2024, p. 10 s.; M.A. PANICO, *Regolamentazione*, cit.; M. CIAN, *La nozione di cripto-attività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al* token*, e ritorno*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2022, p. 60 s.; R. LENER, S.L. FURNARI, *Cripto-attività: prime riflessioni sulla proposta della commissione europea. Nasce una nuova disciplina dei servizi finanziari "crittografati"?*, in *Diritto bancario*, 2020, p. 2 s.; ID., *Le cripto-attività: una tassonomia*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto*, cit., p. 173; R. LENER, *Cripto-attività e cripto valute alla luce degli ultimi orientamenti comunitari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2023, p. 381; U. MALVAGNA, Asset-referenced tokens *(ART) ed* e-money tokens *(EMT): caratteristiche ed elementi qualificanti*, in F. ANNUNZIATA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Cripto-attività*, cit., p. 150 ss.; P. MAUME, *The regulation on Markets in crypto-asset (MiCAR): landmark codification, or first step of many, or both?*, in *European company and financial law review*, 2023, p. 253.

[56] Cfr. art. 3, par. 1, n. 15 e 16, del regolamento UE 2023/1114. Sul punto v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 532 ss.; C. MOSCA, *Il regime dei prestatori di servizi di cripto-attività: servizi di custodia,* trading *e regolamento*, in F. ANNUNZIATA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Cripto-attività*, cit., p. 175 ss.; G. ANSIDERI, *CASPs: procedura autorizzativa e requisiti*

L'erogazione di tali servizi è riservata alle persone giuridiche o ad altre imprese[57], agli enti creditizi, ai depositari centrali di titoli, alle imprese di investimento, ai gestori del mercato, agli istituti di moneta elettronica, alle società di gestione di un organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), ai gestori di fondo di investimento alternativo[58]. Al riguardo, il MiCAR ha operato una differenziazione relativa alle modalità da impiegare per lo svolgimento del procedimento di autorizzazione sulla base delle specificità derivanti dalla natura dei soggetti[59], distinguendo tra un regime ordinario – per le persone giuridiche o altre imprese che possono operare solo previa autorizzazione – e un regime semplificato nell'ambito del quale, essendo i soggetti già vigilati, è sufficiente una procedura di mera notifica[60]. In sostanza, derivando la differenza di regime autorizzativo dalla natura dei soggetti, ne consegue la sottoposizione dei nuovi operatori a controlli più incisivi in quanto ancora non presenti nel mercato.

Al di là di tali discontinuità, per entrambe le categorie di operatori valgono regole di condotta calibrate sulla base del tipo di servizio offerto e non sulla natura del soggetto che lo eroga. Nello specifico, è richiesto che tutti i CASPs operino in modo corretto e professionale nel miglior interesse del cliente, fornendo informazioni chiare e non fuorvianti, anche nelle comunicazioni di *marketing*. Nell'ambito dell'adempimento degli obblighi informativi, è previsto altresì che rendano pubbliche le politiche in materia di prezzi, costi e commissioni, nonché le informazioni sui principali impatti negativi sul clima ed eventuali effetti sull'ambiente prodotti dal meccanismo di consenso utilizzato per emettere ciascuna cripto-attività in relazione alla quale prestano servizi[61].

I CASPs devono rispettare, inoltre, requisiti prudenziali nella misura più elevata tra: capitale minimo permanente pari a cinquantamila, centoventicinquemila e centocinquantamila euro a seconda del servizio; un quarto delle spese generali fisse, soggette a revisione annuale[62]. Devono, tra l'altro, attuare e mantenere politiche e procedure efficaci, tenendo conto della portata, della natura e della gamma dei servizi per le cripto-attività, al fine di individuare, prevenire, gestire e comunicare i conflitti di interesse tra clienti ovvero

prudenziali nel MiCAR, in *Diritto bancario*, 2023, p. 1 ss.; N. CIOCCA, *I servizi per le cripto-attività non finanziarie e i loro prestatori*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto*, cit., p. 518.

[57] Ai sensi dell'art. 59, par. 1, lett. *a*) e *b*), del regolamento UE 2023/1114, mentre in base all'art. 62, par. 1, del regolamento UE 2023/1114, le persone giuridiche o altre imprese che intendono prestare servizi per le cripto-attività devono presentare la domanda di autorizzazione all'autorità competente dello Stato membro d'origine.

[58] Secondo l'art. 60, par. 1, 3, 4 e 5, del regolamento UE 2023/1114, questi soggetti possono prestare servizi per le cripto-attività, previa comunicazione delle informazioni richieste all'autorità competente dello Stato membro d'origine almeno quaranta giorni lavorativi prima di iniziare l'attività per la prima volta.

[59] Si tratta di procedure da espletare nell'ambito dello Stato membro d'origine.

[60] Così l'art. 60 e 63 del regolamento UE 2023/1114. In dottrina, F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 533 s.; G. ANSIDERI, *CASPs*, cit., p. 5 s.; N. CIOCCA, *I servizi*, cit., p. 530 s.

[61] Informazioni che vanno poste in una posizione ben visibile del sito web. Cfr. art. 66, par. da 1-5, del regolamento UE 2023/1114, su cui v. G. ANSIDERI, *CASPs*, cit., p. 10.

[62] Cfr. allegato IV del regolamento UE 2023/1114. I requisiti prudenziali devono assumere una delle seguenti forme (o una combinazione delle stesse): fondi propri; una polizza assicurativa che copra i territori dell'Unione europea in cui sono prestati servizi per le cripto-attività o una garanzia analoga. Si v. art. 67, par. 1 e 4, del regolamento UE 2023/1114, nonché G. ANSIDERI, *CASPs*, cit., p. 11.

tra loro e azionisti o soci, qualsiasi persona connessa direttamente o indirettamente ai prestatori di servizi per le cripto-attività oppure agli azionisti o ai soci, membri dell'organo di amministrazione, dipendenti, clienti[63].

Siffatti obblighi costituiscono solo una parte di quelli gravanti sui prestatori, ma attestano la sussistenza di un regime che non prevede distinzioni tra nuovi enti e quelli già attivi nella prestazione dei servizi di pagamento. Un assetto, quindi, che potrebbe finire per pregiudicare i *new players*[64] e le imprese di piccole dimensioni in quanto assoggettati a obblighi gravosi e non calibrati in base alla tipologia degli operatori, eludendo quindi (ancora una volta) l'applicazione effettiva del principio di proporzionalità. Unica eccezione concerne i requisiti patrimoniali minimi che, pur essendo richiesti a tutti i CASPs, sono tarati sulla base della tipologia del servizio da offrire[65].

In conclusione, nonostante il permanere di tali profili di complessità, il MiCAR ha contribuito a riformare il settore eliminando la frammentazione normativa derivante dagli interventi dei singoli Stati membri[66]. Situazione che, invece, continua a persistere negli USA (come si dirà nel prossimo paragrafo), considerata la pluralità degli approcci regolatori e interpretativi, il che potrebbe spingere gli operatori a stabilirsi in altre giurisdizioni, come quella europea, in cui il quadro normativo presenta aspetti di maggiore stabilità e certezza.

3.2. IL QUADRO NORMATIVO IN MATERIA DI CRIPTO-ATTIVITÀ NEGLI STATI UNITI: TRA FRAMMENTAZIONE E "INCENTIVAZIONE".

Nell'ordinamento statunitense, il settore delle cripto-attività risulta caratterizzato dall'assenza di una disciplina organica e dedicata[67], circostanza a cui hanno provato a sopperire varie iniziative delle autorità federali, nonché alcuni interventi normativi da parte di singoli Stati[68], misure che, tuttavia, si caratterizzano per l'eterogeneità degli approcci seguiti.

---

[63] Art. 72, par. 1, lett. *a*) e *b*), del regolamento UE 2023/1114.

[64] G. ANSIDERI, *CASPs*, cit., p. 12.

[65] L'allegato IV del regolamento UE 2023/1114 indica gli importi richiesti, classificandoli in tre tipologie di classi. Per l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, il collocamento, la prestazione di servizi di trasferimento per conto dei clienti, la ricezione e trasmissione di ordini per conto di clienti, la prestazione di consulenza, la gestione di portafoglio (Classe 1), l'importo richiesto è pari a cinquantamila euro. Con riferimento alla Classe 2 invece, comprendente la prestazione di custodia e amministrazione per conto di clienti e lo scambio con fondi e/o con altre cripto-attività, sono richiesti centoventicinquemila euro, mentre per la gestione di una piattaforma di negoziazione (Classe 3) l'ammontare corrispondente è pari a centocinquantamila euro. Tale differenziazione potrebbe portare gli operatori a optare per l'erogazione di uno specifico servizio solo perché più vantaggioso in termini patrimoniali.

[66] COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento*, cit., p. 1 s.

[67] Stante l'assenza di una regolamentazione federale, non sono mancate iniziative volte a colmare tale lacuna. A tal fine, l'*Executive Order on ensuring the responsible development of digital assets* del presidente Biden ha esortato i dipartimenti governativi e le differenti agenzie ad ovviare all'assenza di una normativa federale e a provvedere allo sviluppo responsabile degli *assets* digitali. Così, v. P. LUCANTONI, *Profili comparatistici: discipline delle cripto-attività a confronto. Il caso degli Stati Uniti, della Svizzera e di Singapore*, in F. ANNUNZIATA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Cripto-attività*, cit., p. 92.

[68] P. LUCANTONI, *Profili comparatistici*, cit., p. 91 ss.; E. SIRACUSA, G, ZACCARONI, *Regulation of crypto asset in the EU*

Alcuni Stati (qualificati come *crypto-friendly*), infatti, hanno provveduto all'adozione di misure volte a favorire lo sviluppo del settore. È il caso, anzitutto, del Wyoming[69] che ha consentito ai clienti di depositare in maniera sicura e legale i propri *asset* digitali presso banche aderenti all'iniziativa[70]: in sostanza, è stato introdotto uno statuto per le banche che si occupano di *asset* digitali[71], denominato *Special Purpose Depository Institution* (SPDI)[72], in cui sono inclusi gli operatori che, oltre alla prestazione di servizi innovativi, svolgono anche attività bancarie tradizionali ovvero attività accessorie, tra cui la custodia, la gestione patrimoniale e quella fiduciaria[73]. In aggiunta, il Wyoming ha adottato anche una disciplina specifica relativa alla *Decentralized Autonomous Organization* (di seguito DAO)[74], ossia concernente le organizzazioni collettive gestite attraverso *smart contracts*[75]. L'adozione del *DAO Supplemental Bill* ha attribuito a tali soggetti la forma di *Limited Liability Company* (LLC) il cui atto costitutivo deve contenere una dichiarazione relativa all'assunzione di quella data forma giuridica[76].

Orientamento di segno sensibilmente diverso ha caratterizzato lo Stato di New York, dove il *Department of Financial Services* ha introdotto la *BitLicense* (nell'agosto 2015)[77], una licenza per esercitare l'attività

and in the rest of the world: a pluri-focal approach, in *Diritto dell'unione europea*, 2021, 3-4, p. 610.

[69] La strategia regolatoria di questo Stato è volta a favorire la diversificazione dell'economia statale mediante il ricorso alle tecnologie, in quanto gli investimenti effettuati in risorse come carbone, petrolio e gas erano ritenuti poco affidabili nel lungo periodo, in seguito alla maggiore attenzione per le risorse rinnovabili. Si v. M. PEREIRA, *Regulatory landscape in Wyoming and Wyoming's leardship in cryptocurrency*, in *Review of banking & financial law*, 2021, p. 37. Anche l'Arizona, il Nebraska, l'Utah e la Virginia hanno assunto una posizione favorevole rispetto al settore delle cripto-attività, aspetti su cui v. P. LUCANTONI, *Profili comparatistici*, cit., p. 91.

[70] Ha operato una classificazione degli *asset* digitali in tre categorie, quali: i *digital consumer assets*; i *digital securities*; i *virtual currencies*; cfr. M. PEREIRA, *Regulatory*, cit., p. 38.

[71] La Sezione 1, lett. *a*), p. VIII, del *Bill no.* HB0074 stabilisce che l'obiettivo statale è generare una *partnership* con il settore tecnologico e finanziario, ampliando al contempo la sicurezza degli stessi.

[72] Le richieste sono state presentate a partire dal 1° ottobre 2019.

[73] *Kraken* è stato il primo SPDI in USA nel 2020. In argomento, v. M. PEREIRA, *Regulatory*, cit., p. 40 ss.; G. CHON, *Crypyocurrency's wild west is in Wyoming*, in www.reuter.com, 2021; P. LUCANTONI, *Profili comparatistici*, cit., p. 91; WYOMING BANKING DIVISION, *Special purpose depository institutions*, in *www.wyomingbankingdivision.wyo.gov*, 2019; J.T. BENDER, *State crypto regulation: competing priorities shaping different outcomes*, in *Seattle journal of technology, environmental - innovational law*, 2022, p. 176 ss.

[74] Sulla DAO, v. F. ACCETTELLA, *Gli strumenti di robo gestione e di patrimoni e le DAO*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto*, cit., p. 475 ss.; M. NICOTRA, F. SARZANA DI S. IPPOLITO, *Intelligenza artificiale,* blockchain *e criptovalute*, Wolters Kluwer, Milano, 2024, p. 204 ss.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *The future of DAOs in finance. In need of legal status. Occasional paper series*, in www.ecb.europa.eu, 2025, p. 8 ss.

[75] O. BORGOGNO, *Making decentralized autonomous organizations (DAOS) for legal life: mind the gap*, *Questioni di Economia e Finanza*, 2022, 718, p. 3 ss. (in www.bancaditalia).

[76] *Enrolled Act* n. 73, *Sixty-sixth legislature of the State of Wyoming*, 2021; sul punto v. P. LUCANTONI, *Profili comparatistici*, cit., p. 92; WYOMING SECRETARY OF STATE *BUSINESS* DIVISION, *Decentralized autonomous organization (DAO). Frequently asked questions*, in www.sos.wyo.gov, 2022, p. 1 s.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *The future*, cit., p. 28 s.

[77] Sul punto, v. OFFICE OF THE NEW YORK STATE COMPTROLLER, *Virtual currency licensing*, in www.osc.ny.gov, 2024, p. 5; D. CARLUCCI, *The BitLicense program remains up in the air as private actors and government agencies work to create a safe, secure, lucrative, and accessible new york crypto market*, in *Rockland country business journal*, 2024; B. BAKER, *Application of the New York BitLicense to initial coin offering*, in www.papars.ssrn.com, 20219, p. 2 ss.

commerciale di valuta virtuale riservata ai soggetti che svolgono "*Virtual Currency Business Activity*". Questo provvedimento prevede rigidi obblighi di *compliance* per gli *exchange* di cripto-attività a cui si aggiungono costi piuttosto elevati per l'erogazione dei servizi. In questo caso, si delinea un approccio volto a evitare che il settore delle cripto-attività possa favorire pratiche illecite, anziché concentrarsi sul mero piano degli incentivi alla diffusione dell'innovazione tecnologica, come nel caso del Wyoming[78].

All'eterogeneità del quadro normativo statale si giustappongono differenti iniziative intraprese a livello federale. Tra queste vi è anzitutto l'intervento dell'OCC con la pubblicazione dell'*Interpretative letter* n. 1179 (del 18 novembre 2021) che ha previsto la possibilità, per le banche nazionali e per le *Federal Saving Association* di: fornire servizi di custodia di criptovalute; detenere depositi in dollari che fungono da riserva di garanzia per le *stablecoin*[79]; agire come nodi di una *distributed ledger* per verificare i pagamenti dei clienti e svolgere determinate attività legate alle *stablecoin* al fine di facilitare le transazioni su un libro mastro distribuito[80]. Oltre a questo ampliamento operativo, il provvedimento afferma la necessità che la banca notifichi per iscritto al proprio ufficio di vigilanza l'intenzione di svolgere le attività in questione[81].

Successivamente, nel marzo 2025, l'*Interpretative letter* n. 1183 ha sostituito la precedente e ha ribadito la possibilità di esercitare le menzionate attività purché ciò avvenga in modo sicuro, sano ed equo e nel rispetto delle leggi vigenti[82].

Peculiare è l'intervento congiunto dell'OCC, della FDIC e del Consiglio dei governatori della *Federal Reserve System* (FED) che, con il *Joint statement on crypto-asset policy sprint initiative and next steps* (23 novembre 2021), ha riconosciuto l'idoneità dei *crypto-assets* a generare opportunità (fermi restando i rischi) per le organizzazioni bancarie, i clienti e il sistema finanziario nel complesso. La particolarità di questo intervento risiede nel fatto che non è finalizzato a disciplinare compiutamente il settore, limitandosi al mero riconoscimento operativo dei *crypto-assets*, dichiarando al contempo di continuare a monitorarli e di essere disponibili a collaborare con le altre autorità competenti[83].

---

[78] Cfr. P. LUCANTONI, *Profili comparatistici*, cit., p. 91; M. PEREIRA, *Regulatory*, cit., p. 28; J.T. BENDER, *State crypto*, cit., p. 167 ss.

[79] Su questi aspetti, v. C. SCOTTI, *L'Euro digitale serve a difendere la sovranità monetaria europea*, in www.bancaditalia.it, 2025, p. 4.

[80] Tali attività erano già state autorizzate rispettivamente nelle *Interpretative letters* n. 1170 del 22 luglio 2020, n. 1172 del 21 settembre 2020 e n. 1174 del 4 gennaio 2021, per un'analisi delle quali v. OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Interpretative letter 1170. July 2020*, in www.occ.gov, 2021, p. 1 ss.; ID., *Interpretative letter 1172. October 2020. OCC chief counsel's interpretation on national bank and federal saving association authority to hold stablecoin* reserves, 2020, p. 1 ss.; ID., *Interpretative letter 1174. November 2021. OCC Chief counsel's interpretation on national bank and federal saving association authority to use indipendent node verification networks and stablecoins for payment activities*, in www.occ.gov, 2021, p. 1 ss.

[81] Spetta poi all'ufficio di vigilanza l'invio di una comunicazione scritta di non opposizione.

[82] OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Interpretative letter 1183. March 2025. OCC letter addressing certain crypto-asset activities*, in www.occ.gov, 2025, p. 1.

[83] BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY, *Join statement on crypto-asset policy sprint initiative and next steps*, in www.federalreserve.gov, 2021, p. 1.

In definitiva, il settore delle cripto-attività negli Stati Uniti non può considerarsi del tutto deregolamentato, stante la presenza di diversi ambiti di normazione statale, mentre maggiori criticità emergono, invece, nella sfera federale in quanto gli interventi normativi, pur riconoscendo l'innovatività, non provvedono a disciplinarne organicamente le varie articolazioni. Di conseguenza, si deve constatare un significativo grado di difficoltà per gli operatori ad agire nel territorio statunitense in mancanza di una organica normativa federale, solo in presenza della quale risulterebbe possibile operare in differenti ordinamenti statali senza la necessità di sottostare contestualmente a regimi normativi differenziati[84].

In risposta a tali esigenze, il 18 luglio 2025 è stato adottato il *Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act* (c.d. *Genius Act*) che reca una disciplina federale specifica per le *stablecoin*, distinguendosi dall'approccio più ampio e sistemico dell'ordinamento dell'U.E.[85]. A differenza del MiCAR, che regolamenta tutte le cripto-attività presenti nel mercato europeo, il *Genius Act* si concentra esclusivamente sulle *stablecoin* e, in particolare, sugli emittenti imponendo precisi requisiti soggettivi e obblighi di condotta. Il testo normativo definisce le "*stablecoin* di pagamento" come risorse digitali utilizzate come mezzo di pagamento o regolamento, il cui emittente è obbligato a convertirle, riscattarle o riacquistarle a un valore fisso, garantendo che mantengano per un periodo definito un valore costante[86]. L'emissione è consentita esclusivamente a soggetti qualificati negli Stati Uniti, che possono essere persone fisiche o giuridiche, filiali di istituti di deposito assicurati, emittenti federali qualificati o emittenti statali autorizzati[87]. Viene fornita, inoltre, una definizione limitata dell'intermediario dei servizi legati ai *digital asset* (*Digital Asset Service* Provider, anche DASP**)**, qualificandolo come una persona che si impegna negli Stati Uniti in attività volte: allo scambio di risorse digitali con valore monetario; alla distribuzione di risorse digitali con altre risorse digitali; al trasferimento di risorse digitali a terzi; alla custodia di beni digitali; alla partecipazione a servizi finanziari relativi all'emissione di attività digitali[88].

Sul tema, va menzionata la Sec. 3 del *Genius Act* (denominata *Issuance and treatment of payment stablecoins*) che introduce due principali limitazioni per i DASP: in base alla prima, è vietato a qualsiasi soggetto non autorizzato di emettere *stablecoin* di pagamento negli Stati Uniti; la seconda, dichiara illegale l'offerta o la

---

[84] P. LUCANTONI, *Profili comparatistici*, cit., p. 91.

[85] A. CONSO, L. MONECHI, *Il* GENIUS Act *a confronto con il MiCAR*, in *Diritto bancario*, 2025, p. 1; R.G. BARRESI, *The GENIUS Act*, in M.-T. PARACAMPO (a cura di), *Beyond Mica. An overview of developments on crypto-assets*, Giappichelli editore, Torino, 2025, p. 192.

[86] Sec. 2 (22) del *Genius Act*.

[87] Cfr. Sec. 2 (23) del *Genius Act*. In dottrina, v. A. CONSO, L. MONECHI, *Il* GENIUS Act, cit., p. 3; R.G. BARRESI, *The GENIUS Act*, cit., p. 194.

[88] Non rientrano, invece, nell'ambito di operatività dei DASPs le seguenti attività: l'utilizzo di un protocollo di contabilità distribuita; lo sviluppo, la gestione o la partecipazione a progetti di protocolli di registro distribuito o interfacce software di autocustodia; l'uso di interfacce *software* immutabili e autocustodiali; la convalida di transazioni o la gestione di un registro distribuito; la partecipazione a pool di liquidità o ad altri meccanismi analoghi finalizzati alla fornitura di liquidità per transazioni *peer-to-peer*. Cfr. Sec. 2 (7) del *Genius Act*.

vendita di una *stablecoin* di pagamento a una persona negli Stati Uniti, a meno che la stessa non sia emessa da un emittente autorizzato[89].

L'impegno a implementare la regolamentazione del settore è stato manifestato anche attraverso ulteriori iniziative legislative, attualmente in fase di approvazione, finalizzate a garantire un quadro normativo più definito. Tra queste, il *Digital Asset Market Clarity Act* che stabilisce requisiti operativi chiari per gli operatori del mercato delle *digital commodities*, definendo con precisione le competenze della SEC e della CFTC, promuovendo la tutela dei consumatori e incentivando l'innovazione. Va infine menzionato l'*Anti-CBDC Surveillance State Act* che mira a limitare la possibilità per la FED di offrire servizi direttamente ai privati ed emettere una valuta digitale della banca centrale (anch'esso ancora in fase di esame legislativo)[90].

4. ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE. IL GRADO DI IMPLEMENTAZIONE DEL *FINTECH* NEI SETTORI BANCARI EUROPEO E STATUNITENSE E LA SUA INCIDENZA IN TERMINI DI DIVERSITÀ SOGGETTIVA E FUNZIONALE.

Dalle considerazioni che precedono si desume la misura in cui la diffusione delle attività *FinTech* stia incidendo significativamente sulle dinamiche di funzionamento del comparto bancario, impattando su prodotti, modelli di *business* e componente soggettiva. Uno degli effetti principali si è sostanziato nella riattivazione dei processi di incremento della diversità bancaria, spingendo anche gli operatori tradizionali ad ampliare la propria offerta e a sviluppare schemi operativi più flessibili e innovativi. Tale evoluzione ha contribuito a creare un sistema bancario più variegato e competitivo, in cui la pluralità di servizi, approcci e operatori rappresenta un valore aggiunto per il rafforzamento complessivo del settore. D'altronde, la crisi finanziaria del 2007-2008 ha ampiamente dimostrato come un ridotto grado di diversità bancaria possa determinare importanti effetti negativi sul sistema economico, soprattutto in punto di correlazione tra salvaguardia della stabilità e riduzione del rischio sistemico, dato che un'omologazione soggettiva delle imprese bancarie consente una propagazione simultanea degli eventi patologici a tutte le entità coinvolte[91].

Come si è evidenziato in precedenza, la transizione tecnologica del settore bancario ha generato due macro-effetti: il progressivo ampliamento delle categorie di soggetti presenti nel settore e l'evoluzione in chiave digitale delle attività esercitabili. Con riguardo al primo ambito, le risposte regolamentari europea e statunitense esprimono la consapevolezza del processo di evoluzione tecnologica del settore bancario, sottoponendo i nuovi operatori alla vigilanza delle autorità di supervisione in termini sostanzialmente analoghi a quelli delle banche tradizionali[92]. La tendenza ad "assorbire" gli operatori *FinTech* nella sfera di regolazione e controllo prevista per

---

[89] Cfr. Sec. 3 (b)(1). In argomento, v. A. CONSO, L. MONECHI, *Il* GENIUS Act, cit., p. 13.

[90] A. CONSO, L. MONECHI, *Il* GENIUS Act, cit., p. 1; J. ZI YI HUANG, *Overview and analysis of CLARITY Act*, in www.mcmillan.ca, 2025; UNITED STATES HOUSE COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES, HOUSE COMMITTEE ON AGRICULTURE, *The digital asset market clarity (The CLARITY ACT)*, in www.financialservices.house.gov, 2025.

[91] O. BUTZBACH, *Systemic risk*, cit., p. 4.

[92] M.-T. PARACAMPO, FinTech, cit., p. 29.

le banche ordinarie è confermata, da un canto, dall'inserimento degli stessi nell'ambito di uno statuto già esistente e delineato (negli USA), dall'altro, dalla previsione di una nuova tipologia di banca "innovativa", ma comunque sottoposta al *corpus* normativo destinato alle banche già autorizzate (nella U.E.).

Questa tendenza regolatoria, nonostante i tratti di ontologica distinzione ordinamentale tra sistemi (di *civil law* e di *common law*) è espressione, tra l'altro, di un effetto di rimodulazione delle dinamiche competitive del mercato bancario[93], innescato dalla presenza di entità innovative, che comunque ha contribuito ad ampliare il novero dei soggetti presenti nel settore, finendo per "rianimare" il tasso di diversità bancaria. Oltre a tale effetto, che si potrebbe definire "ortodosso" – seppure, con buona probabilità, "inconsapevole" – il grado di integrazione del *FinTech* nei settori bancari europeo e statunitense appare in crescita anche in ragione del connesso profilo di incremento dell'articolazione operativa incamerato di fatto nel sistema. Un tassello empiricamente esemplificativo di quanto appena affermato, è rappresentato dalla richiamata esperienza delle cripto-attività che testimonia come l'emergere di nuovi servizi sia sistematicamente foriero di rinnovate esigenze di regolazione.

È chiaro poi che, collegati ai tratti distintivi ordinamentali, permangono altresì numerosi profili di criticità che si sostanziano in ulteriori sfide per i regolatori.

Nell'Unione europea, pur in presenza di disposizioni *ad hoc*, la tendenza è nel senso di estendere disciplina e obblighi spettanti ai soggetti bancari anche a quelli innovativi, finendo per creare un potenziale svantaggio competitivo – specie ove le imprese non siano di grandi dimensioni – in quanto potrebbero non essere in grado di sostenere l'impatto della regolazione in termini finanziari, organizzativi e di *compliance*, soprattutto in fase di accesso al mercato. Si tratta, per vero, di una criticità diffusa anche in altri contesti relativi al *FinTech* e generata dall'approccio tendente ad adottare normative (eccessivamente) dettagliate e complesse[94].

Per altro verso, negli USA la sostanziale assenza di una disciplina federale rischia di alimentare la sfiducia degli utenti, ostacolando un compiuto sviluppo dei mercati *FinTech* e causando perdite di opportunità in termini di accesso a servizi digitali innovativi, strumenti di pagamento alternativi o nuove fonti di finanziamento per le imprese. Va detto che, in questo contesto, il *Genius Act* rappresenta, comunque, un primo passo verso una disciplina più strutturata sistemicamente, pur rimanendo circoscritto all'ambito delle *stablecoin*, come si è detto *supra* (rispetto al quadro regolatorio europeo che interviene invece sull'intero comparto).

---

[93] ITALIA FINTECH, POLITECNICO DI MILANO, UNION CAMERE, INNEXTA, *Il* FinTech, cit., p. 11.

[94] Si pensi, ad esempio, al caso del *crowdfunding* in cui la disciplina europea pone a carico dei fornitori di servizi gravosi costi di *compliance*, determinati da una regolazione estremamente articolata, in termini di interventi legislativi, modifiche ai testi unici e normativa secondaria, con i conseguenti problemi applicativi ed ermeneutici. Sul punto, sia consentito rinviare, da ultimo ed *ex multis*, a G. ROTONDO, C. FIORE, *La regolazione europea e italiana del* crowdfunding. *Tra stratificazione delle fonti e problematiche applicative*, Tab edizioni, Roma, 2025, p. 14 ss.

In definitiva, pur essendo la situazione attuale in costante evoluzione, appare possibile affermare che il grado di interazione e integrazione tra *FinTech* e settore bancario tradizionale cominci ad acquisire maggiore spessore qualitativo sia nell'ordinamento europeo sia in quello degli Stati Uniti, Paesi che, unitamente alla Cina, ambiscono a porsi come attori centrali nel settore della finanza tecnologica[95].

Le citate differenze in termini di filosofia regolatoria e modelli giuridici confermano, dunque, che i percorsi sono accomunati da obiettivi condivisi seppure perseguiti attraverso strumenti e modalità eterogenee. Pertanto, anche se il quadro attuale attesta la consapevolezza delle istituzioni circa la necessità di adeguamento dell'ordinamento creditizio ai processi di trasformazione digitale, si conferma la perdurante esigenza di norme che garantiscano equilibrio tra innovazione, stabilità del sistema e tutela delle posizioni soggettive.

Ne consegue che la principale sfida per i regolatori consiste nel delineare un quadro normativo capace di valorizzare l'apporto del *FinTech*, rafforzando al contempo la diversità bancaria e, di conseguenza, la stabilità e la resilienza del sistema finanziario nel complesso. Ciò tenendo conto del fatto che, ovviamente, l'auspicato pluralismo soggettivo e funzionale, se non adeguatamente governato, può generare rischi sistemici e squilibri concorrenziali in mercati che, comunque, svolgono una funzione essenziale per il sistema economico.

Ferme restando le esigenze di approfondimento teorico e applicativo del tema, rispetto alle quali il presente lavoro costituisce un mero spunto di avvio, probabilmente potrebbe costituire un modello di riferimento la filosofia regolatoria europea che presuppone, almeno sul piano delle enunciazioni, l'"adeguamento" degli atti legislativi all'era digitale per contribuire allo sviluppo di un'economia aperta ai nuovi fenomeni e favorire l'uso delle tecnologie innovative[96]. Approccio che potrebbe assumere una portata generale e porsi quale principio fondante dei possibili interventi normativi in materia, risultando preferibile, rispetto alla prospettiva statunitense, purché in chiave di netta semplificazione normativa (rispetto alle tendenze attuali) e tale da non imporre proibitive barriere all'ingresso nei mercati per i soggetti *FinTech*. In sostanza, l'innovazione va considerata come leva per garantire una maggiore diversificazione soggettiva e funzionale del settore, all'interno di un contesto regolamentato, quale presupposto essenziale per assicurare la stabilità del sistema bancario e la certezza del quadro normativo di riferimento.

Una considerazione in chiave "storica", per concludere. A seguito della crisi finanziaria del 2007-2008 si è avviato un processo di riduzione e omologazione delle categorie soggettive del settore bancario[97] che però non

---

[95] A. HATAMI, *Le superpotenze del* FinTech, in *Italia Harvard business review*, 2021, *passim*.

[96] *Considerando* 1 del regolamento UE 2023/1114.

[97] Come è avvenuto, ad esempio, in Italia nel caso della cooperazione di credito. Su cui v. O. BUTZBACH, *Systemic risk*, cit., p. 3 s.; O. BUTZBACH, T. DESIATO, G. ROTONDO, *Elementi per una valutazione economico-giuridica della riforma delle banche di credito cooperativo in Italia*, in *Innovazione e diritto*, 2017, 1, p. 45; A. AMENDOLA, C. BARRA, M. BOCCIA, A. PAPACCIO, *Diversity in banking*, cit., p. 307 ss.; E. LIIKANEN, H. BÄNZIGER, J.M. CAMPA, L. GALLOIS, M. GOYENS, J.P. KRAHNEN, M. MAZZUCCHELLI, C. SERGEANT, Z. TUMA, J. VANHEVEL, H. WIJFFELS, *High-level*, cit., p. 32; AYADIM D.T. LLEWELLYN, E. ARBAK, W.P. DE GROEN, *Investigating diversity in the banking sector in Europe. Key developments, performance and role of cooperative banks*, in *Centre for european policy studies*, 2010, p. 104 ss.

ha affatto impedito il verificarsi di crisi successive o migliorato in qualche modo il rapporto tra banche ed economia reale. Difatti, le conclusioni circa gli effetti positivi legati al mantenimento di un adeguato livello di diversità bancaria erano state confermate, per alcuni versi, già dal richiamato rapporto *Liikanen* ove si affermava, tra l'altro, che la riduzione della diversità bancaria rende il sistema meno resiliente e più soggetto a effetti di contagio[98], motivo per cui può ritenersi che – ancora oggi – l'ingresso di operatori innovativi nel comparto bancario e la conseguente salvaguardia della diversità settoriale appare come la via più efficace per restituire fiducia, efficienza e stabilità a un settore in profonda evoluzione e, soprattutto, in evidente crisi di identità.

[98] Cfr. E. LIIKANEN, H. BÄNZIGER, J.M. CAMPA, L. GALLOIS, M. GOYENS, J.P. KRAHNEN, M. MAZZUCCHELLI, C. SERGEANT, Z. TUMA, J. VANHEVEL, H. WIJFFELS, *High-level*, cit., p. 34.

“VADO, MA DOVE…?”: LA SEMPLIFICAZIONE E IL PROBLEMA DEL METODO. SPUNTI ALLA LUCE DELLA RIFORMA DEL REGOLAMENTO SUGLI ABUSI DI MERCATO

Filippo Annunziata

"Vado, ma dove…?": la semplificazione e il problema del metodo. Spunti alla luce della riforma del regolamento sugli abusi di mercato*

("Vado, ma dove…?": simplification and the problem of methodology. Insights in light of the reform of the market abuse regulation)

Filippo Annunziata**

Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari, presso l'Università Bocconi Milano

ABSTRACT [En]:

The paper examines the reform of Article 17 of the Market Abuse Regulation (MAR), as amended by the EU Listing Act, in the broader context of the EU's "simplification" agenda in financial regulation. The reform replaces the previous regime—shaped by the Geltl/Daimler judgment and codified in MAR—which recognised that intermediate steps in protracted processes could constitute inside information, with a "final-event-oriented" model limiting mandatory disclosure to the completion of the process.

After reconstructing the historical evolution from the 2003 Market Abuse Directive to MAR, the paper highlights how the intermediate-step approach, though conceptually aligned with market transparency, generated significant compliance burdens, legal uncertainty and widespread reliance on delayed disclosure. The Listing Act reverses this logic but leaves unchanged the substantive definition of inside information for insider dealing purposes, creating a structural asymmetry between disclosure obligations and substantive prohibitions.

The forthcoming delegated act under Article 17(11) MAR, introducing a non-exhaustive catalogue of "final events," marks a further development, potentially signalling a shift from a purely principle-based model toward a more taxonomical approach to inside information.

Situating the reform within the broader architecture of EU financial law, the paper argues that what is presented as simplification may amount to targeted deregulation rather than structural rationalisation. Genuine simplification, it contends, requires methodological clarity, conceptual refinement and greater integration between legislative design and supervisory practice. Simplification should be measured not by the reduction of rules, but by the coherence, clarity and normative consistency of the regulatory framework.

Keywords: art. 17 MAR; inside information; regulatory simplification; disclosure asymmetry; Listing Act.

ABSTRACT [IT]:

Il contributo esamina la riforma dell'articolo 17 del Regolamento sugli abusi di mercato (MAR), come modificato dall'EU Listing Act, nel più ampio contesto dell'agenda europea di "semplificazione" della regolazione finanziaria. La riforma sostituisce il precedente regime — plasmato dalla sentenza Geltl/Daimler e poi codificato nel MAR — che riconosceva come anche le fasi intermedie di processi prolungati potessero costituire

informazione privilegiata, con un modello "orientato all'evento finale", che limita l'obbligo di comunicazione al completamento del processo.

Dopo aver ricostruito l'evoluzione storica dalla direttiva *Market Abuse* del 2003 al MAR, il lavoro evidenzia come l'approccio fondato sulle fasi intermedie, pur coerente sul piano concettuale con l'obiettivo della trasparenza dei mercati, abbia generato rilevanti oneri di compliance, incertezza giuridica e un diffuso ricorso al meccanismo del ritardo nella comunicazione. Il *Listing Act* rovescia tale impostazione, ma lascia invariata la definizione sostanziale di informazione privilegiata ai fini del divieto di abuso di informazioni privilegiate, creando un'asimmetria strutturale tra obblighi di disclosure e divieti sostanziali.

Il futuro atto delegato previsto dall'articolo 17, paragrafo 11, MAR, che introdurrà un catalogo non esaustivo di "eventi finali", rappresenta un ulteriore sviluppo e potrebbe segnalare un passaggio da un modello puramente principiale verso un approccio più marcatamente tassonomico alla nozione di informazione privilegiata.

Collocando la riforma nella più ampia architettura del diritto finanziario dell'Unione, il contributo sostiene che ciò che viene presentato come semplificazione rischia di tradursi in una deregolazione mirata, piuttosto che in una razionalizzazione strutturale. Una semplificazione autentica richiede, invece, chiarezza metodologica, affinamento concettuale e una maggiore integrazione tra tecnica legislativa e prassi di vigilanza. La semplificazione non dovrebbe essere misurata dalla riduzione numerica delle regole, ma dal grado di coerenza, chiarezza e consistenza normativa dell'intero quadro regolatorio.

Parole chiave: art. 17 MAR; informazione privilegiata; semplificazione regolatoria; asimmetria informativa; *Listing Act*.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. L'urgenza (politica) di semplificare un quadro sempre più complesso. – 3. La frammentazione delle fonti. 4. Il problema delle definizioni. 5. Le iniziative delle istituzioni. 6. Alcune posizioni dottrinali. 7. Le nuove regole sulla *disclosure* delle informazioni privilegiate. 8. Problemi di fondo. 9. L'elencazione dell'ESMA: un vero caso di semplificazione? 10. Questioni di metodo. 11. Conclusioni.

1. INTRODUZIONE

Le presenti note intendono discutere, alla luce dell'ampio processo di revisione in corso della disciplina del mercato finanziario dell'Unione, le modifiche introdotte dal c.d. *Listing Act*[1] alle regole sulla comunicazione

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

**Relazione svolta al XVII Convegno Annuale dell'Associazione italiana dei Professori universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", dal titolo "*Il diritto commerciale nella prospettiva europea: fra* overregulation *e* deregulation*, norme imperative ed autonomia privata, armonizzazione e flessibilità*" Roma, 27-28 febbraio 2026.

[1] V. il Regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione

delle informazioni privilegiate, previste all'art. 17 del Regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento 596/2014 – *Market Abuse Regulation* "MAR").

Ai fini che qui interessano, le modifiche insistono su un ambito specifico delle modifiche al MAR, rappresentato dagli obblighi di disclosure delle informazioni privilegiate che maturano nelle fasi intermedie di processi prolungati. La questione, da tempo dibattuta, ha subito nel tempo un andamento circolare: nel vigore della Direttiva MAD del 2003, seppure non senza difformità di vedute tra gli Stati Membri, essa non era risolta testualmente dal legislatore europeo e aveva dato origine a interpretazioni divergenti, spesso orientate (come in Italia) a considerare che l'obbligo di comunicazione dell'informazione privilegiata sarebbe sorto soltanto *alla conclusione* del processo prolungato. La decisione della Corte di Giustizia nel notissimo caso Geltl[2] aveva però fornito una lettura diversa della Direttiva del 2003, traducendosi nell'inserimento, nel corpo del MAR, di una specifica disposizione volta a statuire la sussistenza degli obblighi di comunicazione nelle *fasi intermedie* dei processi prolungati, in vigore a decorrere dall'entrata in vigore del MAR (3 luglio 2026). Gli effetti del regime così introdotto sono però stati a dir poco controvertibili: se, da un lato, l'obiettivo era di accrescere l'efficienza informativa dei mercati, dall'altro lato (come riscontrato anche dall'ESMA[3]) si è assistito in pressoché tutti gli Stati Membri ad un aumento significativo del ricorso all'istituto del ritardo nella diffusione delle informazioni privilegiate[4], proprio nel corso dei processi prolungati. Il tutto, in un contesto che ha richiesto sforzi addizionali agli emittenti sul piano organizzativo e della gestione interna delle informazioni privilegiate, senza però benefici rilevanti per la trasparenza del mercato. Il *Listing Act* ora ripristina (con effetto dal 5 giugno 2026) lo status quo ante, inquadrando questo intervento in un'ottica di semplificazione della regolamentazione.

La riforma dell'art. 17 MAR ha già acceso il dibattito dottrinario sulla pubblicazione *ad hoc* delle informazioni privilegiate nei procedimenti prolungati, segnando una chiara frattura rispetto all'impostazione affermata dalla giurisprudenza *Geltl/Daimler*. Per esempio, Assmann[5] giudica la riforma come un vero e proprio mutamento paradigmatico, fondato sull'abbandono della disclosure automatica delle fasi intermedie (*Zwischenschritte*) in favore di un modello orientato all'evento finale (*Endereignis*), purché inteso come atto giuridicamente istituzionalizzato e conclusivo, e non come mero obiettivo strategico o narrativo dell'emittente. Tale approccio, di impronta teleologica, mira a ridurre sia il rischio di segnali

più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, GU L, 2024/2809, 14.11.2024, ELI*: http://data.europa.eu/eli/reg/2024/2809/oj*

[2] Sentenza 28 giugno 2012, causa C-19/11, Markus Geltl/Daimler AG.

[3] ESMA, *Final Report – MAR Review*, ESMA70-156-2391, 23 settembre 2020. Molto severo nei confronti dell'impatto della sentenza Geltl e delle regole poi scritte nel MAR è da ultimo H.-D. ASSMANN, *Die Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten nach den Änderungen von Art. 17 MAR durch den sog. Listing Act*, in ZHR 189 (2025) 14–75.

[4] Per alcune riflessioni sul ritardo v. *ex multis*, L. CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 99-157, spec. p. 147, e ASSONIME, Assonime risponde alla consultazione dell'ESMA per la revisione del Regolamento sugli abusi di mercato, 9/2019, 1-27, spec. p. 14.

[5] H.-D. ASSMANN, *Die Ad-hoc-Publizität, op. cit.*

fuorvianti per il mercato derivanti da comunicazioni premature, sia l'incertezza applicativa e i costi di compliance connessi all'uso sistematico del ritardo. Una valutazione nel complesso convergente si rinviene nei contributi di Veil, Wiesner e Reichert[6], che hanno sostenuto fin dalla fase di consultazione la necessità di una ricalibratura dell'ad-hoc disclosure in senso "final-event-oriented", pur segnalando il rischio che l'individuazione dell'evento finale possa essere "manipolata" dagli emittenti e richieda pertanto criteri oggettivi e verificabili. Più critica è invece la posizione di Hellgardt[7], secondo il quale la distinzione tra *Zwischenschritte* ed *Endereignisse* resterebbe concettualmente instabile, in quanto ogni evento potrebbe essere ricostruito come fase intermedia di un processo ulteriore, con la conseguenza che la nuova disciplina rischierebbe di sostituire alle rigidità del regime previgente nuove forme di incertezza. In una prospettiva in parte mediana si colloca Sajnovits[8], che valorizza il ruolo dell'atto delegato previsto dall'art. 17, par. 12, lett. a), MAR e della lista ESMA degli eventi finali come strumento essenziale di oggettivazione e controllo dell'interpretazione, pur riconoscendo che la riforma sposta il baricentro dei problemi verso la corretta identificazione giuridica dell'evento "finale".

Nelle presenti note, dopo aver sinteticamente illustrato le molteplici "voci" che si succedono nei diversi contesti in cui si discute di "semplificazione" della normativa finanziaria dell'Unione, ci interroghiamo sulla natura degli interventi realizzati, e sulla loro effettiva portata.

Il caso del Regolamento MAR, nel suo (forse sterile?) tecnicismo, appare però emblematico di un ampio fenomeno che sta investendo molti ambiti della regolazione dei mercati finanziari. Esso fa sorgere, infatti, domande di rilievo strutturale: cosa significa "semplificare"? Qual è la differenza tra "semplificazione" e "deregolamentazione"? Quale il metodo da seguire per ottenere un certo risultato-obiettivo (nell'uno o nell'altro senso)? In quale direzione si sta muovendo il grande movimento verso la "semplificazione" della normativa finanziaria dell'Unione?[9]

Pare che, al momento, non vi siano risposte chiare a tali domande cruciali, che pure è doveroso

---

[6] R. VEIL, M. WIESNER, M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 19, no. 3, 2022, pp. 445-516.

[7] J. HELLGARDT, *Ad-hoc-Publizität und gestreckte Sachverhalte nach dem Listing Act*, AG, 2024, p. 57 ss. Hellgardt sviluppa una critica radicale alla distinzione tra Zwischenschritte ed Endereignisse come categorie idonee a delimitare l'obbligo di disclosure. Dal punto di vista economico-finanziario, ogni evento è sempre soltanto un passaggio intermedio verso esiti futuri (in ultima analisi, i flussi di cassa e i dividendi), sicché la qualificazione di un fatto come "evento finale" o "fase intermedia" dipenderebbe da una ricostruzione narrativa *ex post*, non da criteri oggettivi giuridicamente controllabili. Per questa ragione, l'Autore ritiene che la riforma del Listing Act – che esclude in via generale gli *Zwischenschritte* dall'obbligo di pubblicazione – sia concettualmente fragile e destinata a produrre nuove incertezze, oltre a marginalizzare in modo eccessivo l'istituto del ritardo della comunicazione *ex* art. 17, par. 4, MAR.

[8] A. SAJNOVITS, *Zwischenschritte, Endereignisse und der delegierte Rechtsakt nach Art. 17 Abs. 12 MAR*, ZBB, 2024, p. 345 ss. Ci sia consentito anche il rinvio a F. ANNUNZIATA, M. ARRIGONI, *Le principali novità del Listing Act sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, Maggio 2023, 1 ss.

[9] V., da ultimo, il rapporto predisposto dallo European Banking Institute, CH. V. GORTSOS, F. ANNUNZIATA, D. RAMOS-MUÑOZ, TH. DE ARRUDA, M. MITROVIC and SCHINERL, (coordinators), *Report on Simplification of EU Financial Law*, disponibile all'indirizzo https://ebi-europa.eu/

porsi. La magnifica aria di Mozart "Vado, ma dove? O Dei!", K583, su testo di Lorenzo Da Ponte, potrebbe offrire un degno sottofondo musicale a quanto si sta verificando. Le modifiche apportate al Regolamento MAR sembrano allora esemplificare un certo scetticismo sugli esiti finali del processo di semplificazione in atto, e sullo stesso metodo legislativo che i legislatori dell'Unione stanno adottando.

2. L'URGENZA (POLITICA) DI SEMPLIFICARE UN QUADRO SEMPRE PIÙ COMPLESSO.

In questo periodo, "semplificazione" è un'espressione sempre invocata ogni volta che si discute del futuro della legislazione dell'UE in materia di mercati finanziari. È un termine che risuona in più sedi – istituzionali, accademiche, operatori del mercato ecc. - e che riflette un progressivo riconoscimento delle sfide poste dalla complessità della legislazione finanziaria dell'UE. In effetti, orientarsi in quella legislazione è divenuto un esercizio molto complicato. Nel tempo, il settore ha visto un'enorme espansione, naturalmente accentuatasi dopo la crisi finanziaria del 2008. Dopo la crisi, le riforme più importanti sono entrate in vigore nel 2013-2014 e, recentemente, sono stati valutati anche i loro risultati dopo il primo decennio[10], ma numerosissimi sono stati gli interventi che hanno interessato, nel frattempo i testi originari. Anche il *corpus* di strumenti di *soft law* è cresciuto a dismisura, in uno con l'accentuarsi dell'intervento delle Corti anche europee, segno evidente di un sistema che fatica a produrre regole sufficientemente chiare e che, di converso, alimenta il contenzioso.

Nel voler "semplificare", un problema di fondo che si pone è individuare il punto di equilibrio tra legislazione eurounitaria e nazionale. In un contesto che assomiglia a un enorme cantiere in perpetuo

[10] Particolare attenzione è stata dedicata al meccanismo di vigilanza unico: cfr., *inter alia*, D. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *10 years of Banking Union's case-law: How did European courts shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; CH. V. GORTSOS, *10 Years of Banking Union Case-Law: How did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; A. BRESCIA MORRA, F. ANNUNZIATA, *The Banking Union and the Decisions of the CJEU: Towards a Complete Legal Order?*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; B. JOOSEN, J. PULGAR EZQUERRA, T. H. TRÖGER, *10 years of Banking Union case law: How did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; R. LASTRA, S. DIETZ, *Accountability of the European Banking Union: Accountability in Banking Supervision and Banking Resolution under Review*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024. See also, CH. V. GORTSOS, *The Crédit Agricole cases: banking corporate governance and application of national law by the ECB*, in Zilioli, Wojcik, (eds.), *Judicial Review in the European Banking Union*. Cheltenham: Edward Elgar, 2021; G. LO SCHIAVO, *The ECB and its application of national law in the SSM*, *in* Lo Schiavo. (ed.), *The European Banking Union and the Role of Law*, cit.; F. COMAN-FUNK, F. AMTENBRINK, *On the Scope and Limits of the Application of National Law by the European Central Bank within the Single Supervisory Mechanism*, 33 BFLR. 133 (2018); L. BOUCON, D. JAROS, *The Application of National Law by the European Central Bank within the EU Banking Union's Single Supervisory Mechanism: A new Mode of European Integration?*, *in* European Journal of Legal Studies, 2018, Vol. 10, 155-187; A. WITTE, *The application of national banking supervision law by the ECB: three parallel modes of executing EU law?*, 21 MJECL 89 (2014); A. WITTE, K. LACKHOFF, *Art. 4 SSMR*, *in* Binder, Gortsos, Lackhoff, and Ohler, (eds.), *Brussels Commentary on the European Banking Union*, Baden-Baden: Beck C. H., 2022.

quell'equilibrio è sempre stato instabile. Da un lato, sono da tempo all'opera forze centripete che portano alla centralizzazione a livello europeo di ampi settori non solo della legislazione ma anche della vigilanza (si pensi al meccanismo di vigilanza unico (SSM) e/o al meccanismo di risoluzione unico (SRM)). Tuttavia, queste forze si scontrano con tendenze centrifughe, che vedono il tentativo degli Stati membri ritagliarsi i propri spazi, lontano dall'intervento sempre più significativo dell'Unione. In vari settori, il processo di integrazione sembra quindi procedere con esitazione, dando luogo a un flusso costante di nuove iniziative che si collocano a metà strada tra l'innovazione e la reiterazione di proposte da tempo in discussione.

Nella Storia dell'UE, l'equilibrio tra centralizzazione e decentralizzazione è sempre stato fluido. Tuttavia, negli ultimi anni, e con specifico riferimento alla regolamentazione del settore finanziario, questa fluidità è diventata più pronunciata. Lo stesso MVU è emblematico: esso rappresenta l'esempio più estremo e riuscito di centralizzazione di compiti e poteri a livello europeo, inizialmente limitato all'area dell'euro ma con la possibilità (già colta da Bulgaria e Croazia) di adesione da parte di Stati membri non partecipanti all'area dell'euro. Allo stesso tempo, la ripartizione dei poteri tra la Banca centrale europea (BCE) e le autorità nazionali solleva questioni istituzionali delicate in relazione al principio di attribuzione e al significato esatto da attribuire ai «compiti specifici» che l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE consente di attribuire alla BCE in materia di vigilanza prudenziale, dando luogo a un intreccio senza precedenti di relazioni tra i poteri esclusivi della BCE e quelli delle autorità nazionali.

Sotto altri aspetti, il quadro che emerge nei settori del mercato dei capitali e del mercato assicurativo e previdenziale è enormemente più frammentato rispetto al settore creditizio. Non soltanto non esiste nulla di paragonabile al Meccanismo di Vigilanza Unica, ma i tentativi di rafforzare il ruolo delle Autorità europee (EBA-ESMA-EIOPA) accentrando in capo alle stesse compiti di vigilanza, hanno finora prodotto solo risultati molto parziali: la riforma delle agenzie avviata nel 2019 ha raggiunto solo alcuni degli obiettivi fissati dalla Commissione[11], ed oggi sono allo studio nuove proposte che muovono in quella direzione le quali, tuttavia, non sembrano, quantomeno allo stato attuale, supportate da un robusto consenso politico[12].

---

[11] Sulle agenzie Europee si vedano, quanto meno, A. KREHER, *Agencies in the European Community - a step towards administrative integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, Vol. 4, No. 2, 1997, pp. 225-245; R. DEHOUSSE, *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, in *Jean Monnet Working Paper No. 2*, European University Institute, Florence, 2002; D. GERARDIN, R. MUÑOZ and N. PETIT (eds), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Cheltenham: Edward Elgar, 2005; G. STEFAN, and A. ORATOR, *Everything Under Control? The "Way Forward" for European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, in *European Law Review*, Vol. 35, n. 3, 2010; M. SIMONCINI, *The erosion of the Meroni doctrine. The case of the European Aviation Safety Agency (EASA)*, in *European Public Law*, XXI(2): 309-342; A. KOZINA, S. MARTINIC, M. MIHALIC, *The Delegation of Executive Powers to EU Agencies and the Meroni and Romano Doctrines*; J. SCHNEIDER, *A Common Framework for Decentralized EU Agencies and the Meroni Doctrine*, 61, in A*dministrative Law Review*, 2009, 29; M. CHAMON, *EU Agencies Between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea*, 48, in *Common Market Law Review*, 2011, 1055; E. CHITI, *An Important Part of the EU's Institutional Machinery: Features, Problems and Perspectives of European Agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1395.

[12] Delle tre Agenzie europee, soltanto ESMA ha compiti di vigilanza diretti, peraltro limitati ad ambiti circoscritti. Interessante è, però, la scelta adottata nel MiCAR in merito all'affidamento all'EBA di compiti di vigilanza diretti sui *token*

La normativa UE mostra inoltre (con alcune eccezioni) una tendenza a trascurare – talvolta per inerzia, talvolta per mancanza di consenso politico, talvolta per rispetto del principio di autonomia – la dimensione relativa all'applicazione *nazionale* delle norme europee: una dimensione in cui si sono affermati istituti innovative con molte implicazioni problematiche, come l'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento MVU, che impone alla BCE di applicare non solo il diritto europeo ma (anche) il diritto nazionale[13]: una disposizione che è oggetto di un significativo contenzioso dinanzi alle corti europee, che esprimono posizioni mutevoli, e che ora è inserita – *mutatis mutandis* – anche nel regolamento che istituisce l'AMLA, sebbene in un contesto istituzionale (e giurisdizionale) molto diverso[14].

3. LA FRAMMENTAZIONE DELLE FONTI.

Un'altra caratteristica che contraddistingue il panorama legislativo finanziario dell'UE è l'elevato grado di frammentazione delle fonti normative. La definizione delle regole del mercato finanziario è sempre più un esercizio condiviso tra strumenti *di soft law* e *hard law*, questi ultimi stratificati in livelli normativi dalla crescente complessità. Lo sforzo condiviso di molteplici "regolatori" dovrebbe, almeno in teoria, consentire di raggiungere una varietà di obiettivi. Secondo noti paradigmi, gli strumenti *di soft law* dovrebbero consentire un maggiore apprezzamento delle scelte di auto-organizzazione del mercato, almeno fino a quando i fallimenti del mercato non giustifichino interventi eteronomi. Ne dovrebbe risultare anche una maggior convergenza a livello internazionale, attraverso la partecipazione ai forum più autorevoli nei quali sono sviluppati *gli standard* globali.

Tuttavia, la regolamentazione esprime un esercizio dinamico tra fonti che sono spesso di pari dignità in termini di *effetti concreti* (piuttosto che di forma): uguali nella loro diversità, naturalmente, ma con fonti che si intersecano e si intrecciano in un continuo gioco di rifrazioni e reciproci "prestiti". La complessità dei fenomeni è tale che non esiste un monopolio unico per definire la norma giusta, e non vi è chiarezza sulla distinzione tra le diverse fonti. La causa *Fédération Bancaire Française*[15] decisa dalla Corte di

---

singificativi del tipo *asset-reference* o *electronic money*. Le più recenti proposte della Commissione sembrano ora intenzionate a riaprire la discussione. Si veda a proposito il corposo pacchetto di proposte diffuso a inizio dicembre 2025, reperibile all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-package_en, che punta ad una più forte centralizzazione della vigilanza a livello europeo.

[13] Per una disamina approfondita delle interrelazioni tra diritto UE e diritto nazionale si vedano i numerosi contributi pubblicati in F. ANNUNZIATA, M. SIRI, (a cura di), *EU Banking and Capital Markets Regulation: Open Issues of Vertical Interaction with National Law (*di prossima pubblicazione).

[14] Cfr. A. MINTO, T. DE ARRUDA, *The New EU Anti-Money Laundering Authority (AMLA) And The Standard For The Application Of National Laws - 'What's Past Is Prologue'?* in *European Business Organisation Law Review*, Vol. 25, 4, 2025.

[15] Sentenza della Corte del 15 luglio 2021, causa C-911/19, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR),* ECLI:EU:C:2021:599). Cfr. anche M. SCHOLTEN, M. GARGANTINI, (2021), *The past is the past. The future is all that's worth discussing" (Lord Baelish, The Game of Thrones). Some reflections on the non-delegation doctrine and its impact on the ESAs powers after the CJEU decision on the FBF case*. Web publication/site, eulawenforcement.com.; N. DE ARRIBA

giustizia il 15 luglio 2021, in uno con le sue ripercussioni a livello nazionale[16], mostra chiaramente quanto sia complessa e incerta la situazione: mentre, da un lato, le Linee Guida – uno strumento chiave nell'arsenale *del diritto non vincolante* – non possono essere riesaminate dalla Corte di giustizia in un ricorso per annullamento, dall'altro lato possono comunque essere valutate dalla Corte stessa nel contesto di una pronuncia pregiudiziale. In *Balgarska*[17], la Corte afferma poi che le Linee Guida, pur essendo strumenti soft, devono essere prese in considerazione dai giudici nazionali nella soluzione delle controversie loro sottoposte. Nella recentissima pronuncia nel caso YH (Caso T-366/23, deciso d il 25 novembre 2025), il Tribunale nuovamente accentua la portata della *soft law*, con un ulteriore "*hardening effect*": le Linee Giuda delle Autorità Europee (in questo caso, quelle in tema di requisiti *fit and proper*) non sostituiscono il diritto nazionale, ma *lo integrano e lo completano*, dal punto di vista tanto procedurale, quanto sostanziale, in quanto forniscono il quadro interpretativo armonizzato attraverso il quale devono essere valutati i criteri della CRD IV previsti per l'acquisizione di *qualified holdings*. Il tutto, naturalmente, con beneplacito della funzione nomofilattica della stessa Corte di giustizia, della dottrina *Meroni* e a tutto vantaggio delle Agenzie amministrative e del loro ruolo para-regolamentare.

Al di là delle questioni più tecniche, è chiaro che sia FBF sia *Balgarska*, sia YH esprimono tutte le tensioni di un sistema che opera in un contesto fluido, non più riconducibile ai paradigmi tradizionali. Tuttavia, se da un lato ciò contribuisce a rendere ancora più osmotico il confine tra *diritto vincolante e non vincolante*, dall'altro mette in gioco le strutture istituzionali e democratiche dell'Unione, rendendo il diritto finanziario dell'UE un perenne laboratorio di discussioni e dibattiti con evidenti ricadute istituzionali sui Trattati e sul modo di interpretarli.

Nel settore degli abusi di mercato queste interrelazioni sono rese evidenti dall'intrecciarsi tra fonti eurounitarie "hard", strumenti di *soft law* e una fitta rete di strumenti "soft" di fonte interna, di cui le Linee Guida Consob sulla gestione delle informazioni privilegiate o le Q&As in materia di disclosure selettiva delle informazioni costituiscono esempio emblematico, ma non isolato.

Sempre in tema di complessità del sistema, la già citata molteplicità di regolatori pubblici e privati porta a un'eccessiva produzione di norme e alla loro frammentazione. Il classico contrasto tra *regolamentazione basata su principi e regolamentazione prescrittiva* non riflette neppure adeguatamente lo stato dell'arte, almeno a livello formale. Il metodo Lamfalussy, introdotto all'alba del nuovo millennio con l'obiettivo dichiarato di superare le difficoltà che ostacolavano il progresso del processo di integrazione europea nel settore finanziario e il relativo processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali, doveva

---

SELLIER, *Upholding Romano, Eroding Meroni: The Ruling of the Court of Justice in FBF,* EU Law Live, 2021; F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni,* in *Riv. Ital. dir. Pubbl. Comunitario*, n. 4/2022; H. MARJOSOLA, M. VAN RIJSBERGEN, M. SCHOLTEN, *How to exhort and to persuade with(out legal) force: challenging soft law after FBF,* in *Common Market Law Review*, Vol. 59, 1523-1542, 2022.

[16] Conseil d'État (Francia), 9a Sezione, sentenza del 21 dicembre 2021, n. 415550, *Fédération bancaire française (FBF) v. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)* (ECLI:FR:CECHS:2021:415550.20211221).

[17] Sentenza della Corte (Quarta Sezione) del 25 marzo 2021, *BT v. Balgarska Narodna Banka,* ECLI:EU:C:2021:249.

rappresentare un efficace compromesso tra due visioni contrapposte. L'esperienza degli ultimi anni non è stata soddisfacente, in quanto è cresciuta la confusione tra i primi due livelli, che ora mette in discussione la struttura stessa del metodo: da un lato, L1 è sempre più rappresentato da regolamenti o direttive dal contenuto molto dettagliato; dall'altro, L2 è a sua volta affollato da regolamenti che, tuttavia, o per la loro formulazione talvolta ambigua o per il margine di manovra che lasciano alle autorità nazionali, tradiscono il loro nome. Infine, in molti ambiti il L3, la *soft law* è letteralmente esplosa. In questo quadro, si presentano anche nuove sfide istituzionali rappresentate dall'evoluzione subita dalle agenzie europee, che svolgono ormai un ruolo ibrido, multiforme e complesso, senza precedenti[18].

4. IL PROBLEMA DELLE DEFINIZIONI.

Fermo quanto precede, il processo di espansione della legislazione finanziaria UE non si è svolto in modo ordinato in termini di limitazione dei confini e dei diversi ambiti di intervento, sollevando così il problema delle definizioni e delle tassonomie. Molti dei concetti di base della legislazione sono poco chiari: nozioni chiave quali quella di strumento finanziari[19], deposito, concessione di credito, organismo di investimento collettivo e molte altre soffrono di una definizione imprecisa, contribuendo a rendere labili i confini tra varie aree, e tra ciò che è regolato e ciò che, invece, non lo è. Le conseguenze di questa incertezza si fanno sentire a livello sia concettuale, sia applicativo, in quanto investono anche gli ambiti della vigilanza e la ripartizione dei poteri tra autorità europee e nazionali[20].

Una possibile soluzione potrebbe essere quella di iniziare a consolidare la legislazione finanziaria dell'UE, almeno su base settoriale, con l'obiettivo di *codificarla*: non limitarsi a raccogliere i testi, ma rifondare le norme in modo più sistematico. Non mancano proposte in tal senso, che sembrano andare nella giusta direzione, se non altro per la loro capacità di portare la questione al centro del dibattito anche

[18] Fenomeno già individuato da N. MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets,* Hart Publishing 2018.

[19] In questo caso, il quadro è complicato dalla sostanziale assenza di precedenti giurisprudenziali a livello europeo, ad eccezione di una recente sentenza della Corte di Giustizia del 9 gennaio 2025, causa C-627/23, che fornisce una prima interpretazione del concetto di "negoziabilità" specifico degli strumenti finanziari.

[20] Un esempio lampante di una situazione ormai diffusa, è il regolamento MiCA, che ha portato alla ribalta tutte le ambiguità e le incertezze dei confini della legislazione sui servizi di investimento, basata su concetti di base risalenti a più di trent'anni fa ma ancora poco chiari: v., *tra gli altri,* Lehmann, *MiCAR-Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?*, in *EBI Working Paper Series* 160, 2024; M. LEHMANN, F. SCHINERL, *Drawing the borderline between MiFID and MiCAR*, in *Capital Markets Law Journal*, 2024; P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in ECFR, 2023; T. VAN DER LINDEN, T. SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?*, in *Financial Innovatio*n, 2023; T. TOMCZAK, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2022; CH. V. GORTSOS, *The Commission's 2020 Proposal for a Markets in Crypto-Assets Regulation ('MiCAR'): A Brief Introductory Overview*, 2021. Cfr. anche D. A. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, *The EU Law on Crypto-Assets: A Guide to European FinTech Regulation*, Cambridge University Press, 2025.

politico[21]. Tuttavia, ogni tentativo di consolidamento o codificazione del diritto europeo non avrà alcun effetto utile se non si basa su un'attenta analisi e comparazione delle leggi degli Stati membri, adottando un metodo che porti all'identificazione di un terreno comune, un linguaggio condiviso dal quale sviluppare concetti e strumenti di diritto uniforme[22].

Come vedremo, questi problemi riguardano anche la disciplina degli abusi di mercato, e in tale contesto le regole – di fondamentale importanza per la trasparenza dei mercati e la loro efficienza informativa – che riguardano le informazioni privilegiate, sulle quali ora insistono le riforme del *Listing Act*.

5. LE INIZIATIVE DELLE ISTITUZIONI.

L'agenda per una "*better regulation*"[23], un tempo concepita come strumento per razionalizzare e snellire il processo legislativo, ha in gran parte fallito l'obiettivo di controllare l'inflazione normativa. Alla ricerca di un sostituto della "*better regulation*", oggi si invoca dunque la "semplificazione". Il termine "semplificazione" viene, però, utilizzato per descrivere obiettivi diversi e talvolta contrastanti: razionalizzazione formale, efficienza procedurale, codificazione, proporzionalità o persino deregolamentazione. Siffatta mancanza di precisione terminologica rischia di trasformare la semplificazione in una categoria onnicomprensiva, in grado di giustificare quasi ogni forma di intervento legislativo, dal consolidamento più prudente alle misure più radicali. La terminologia è sempre determinante quando si affronta l'innovazione politica o normativa ai più alti livelli, e la sua accuratezza diventa ancora più essenziale quando espressioni apparentemente simili possono nascondere significati diversi o addirittura contrastanti. È questo il caso, per l'appunto, dei termini "semplificazione" e "deregolamentazione", la cui coesistenza nell'attuale dibattito genera frequenti ambiguità.

Nell'agenda politica dell'UE, la formula "semplificazione senza deregolamentazione" è uno slogan ricorrente. La semplificazione gode di ampio consenso, mentre la deregolamentazione, spesso associata ai fallimenti del mercato del passato, è questione politicamente delicata. La distinzione è centrale nella comunicazione della Commissione europea "*Un'Europa più semplice e più veloce*" (COM 2025)[24] che individua una possibile strategia per promuovere la competitività, l'innovazione e la crescita attraverso una serie

[21] Cfr. il progetto guidato da Rüdiger Veil per la codificazione del diritto dei mercati dei capitali a livello europeo: R. VEIL (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union. Volume I: Fundamentals of a European Code.* Oxford, 2024. Cfr. anche M. LEHMANN, F. SCHINERL, *Drawing the borderline between MiFID and MiCAR,* cit.

[22] ESMA, *Linee guida sull condizioni e i criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari* (ESMA75453128700-1323), 19.3.2025. Cfr. anche F. ANNUNZIATA, *The ESMA Guidelines On Crypto-Assets And Financial Instruments, Bocconi Legal Studies Research Paper Series,* 2025.

[23] https://commission.europa.eu/law/law-making-process/better-regulation_en.

[24] Commissione europea, *A simpler and faster Europe: Communication on implementation and simplification* (febbraio 2025), https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/293146/item%2013_Simplification_Communication_en.pdf.

senza precedenti di iniziative (il termine "semplificazione" compare ben 28 volte nel documento).

Il messaggio è chiaro, ma le difficoltà sorgono non appena le declamazioni vengono messe alla prova con esempi concreti.

In pratica, per distinguere tra semplificazione e deregolamentazione si potrebbe applicare un test piuttosto semplice:

- se l'obiettivo sostanziale di una regola rimane intatto dopo la riforma, la misura dovrebbe essere considerata una semplificazione;
- se l'ambito di applicazione o lo *standard* della regolamentazione sono ridotti, la misura dovrebbe qualificarsi alla stregua di una forma di deregolamentazione;
- quando si verificano entrambe le condizioni, l'intervento rappresenta una combinazione tra semplificazione e deregolamentazione.

In sostanza, la deregolamentazione dovrebbe riguardare la portata di ciò che è regolamentato, mentre la semplificazione dovrebbe appuntarsi sulla forma e sul metodo attraverso i quali la regolamentazione è redatta e attuata. La prima dimensione appartiene al dominio della politica, la seconda a quello della tecnica e della metodologia giuridica. Tuttavia, il confine tra le due nozioni è poroso e, nella pratica, le due dimensioni si intersecano. Tali ambiguità, spesso trascurate, dovrebbero invece rimanere in primo piano in qualsiasi discussione sul futuro della legislazione finanziaria dell'UE.

A livello istituzionale, la semplificazione occupa un posto di rilievo anche nei rapporti di Enrico Letta[25], di Mario Draghi[26] ed in quello già citato della Commissione europea, che la considerano un elemento fondamentale della strategia dell'Unione per la competitività e l'integrazione, da non limitarsi ai mercati finanziari ma da estendersi al mercato unico nel suo complesso. Tuttavia, in tutti questi rapporti i rapporti il confine tra semplificazione e deregolamentazione sfuma o è completamente travalicato.

In tale contesto si inserisce anche il *2025 Annual Progress Report: Simplification, Implementation and Enforcement*, presentato dalla Commissaria europea Maria L. Albuquerque il 21 ottobre 2025[27], che fa il punto sull'avanzamento dell'agenda di semplificazione nei servizi finanziari nella prima metà del 2025. Il rapporto richiama, in particolare, il primo pacchetto Omnibus sulla finanza sostenibile[28] e il pacchetto del

[25] E. LETTA, *Much more than a Market*, aprile 2024, www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf (consultato il 20.10.2025).

[26] M. DRAGHI, *Una strategia di competitività per l'Europa*, (settembre 2024) https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059 (consultato il 20.10.2025).

[27] Commissione europea, 'Omnibus I Package: Commission simplifies rules on sustainability and EU investments' (26 febbraio 2025), https://finance.ec.europa.eu/publications/omnibus-i-package-commission-simplifies-rules-sustainability-and-eu-investments-delivering-over-eu6_en.

[28] Commissione europea, 'Omnibus package' (Finance, 1° aprile 2025), https://finance.ec.europa.eu/news/omnibus-package-2025-04-01_en.

giugno 2025 volto a migliorare il quadro della cartolarizzazione[29]; dà inoltre conto dell'avvio dell'attività di "simplification screening" dell'*acquis* esistente e segnala ulteriori iniziative in corso di definizione, anche nel settore bancario, alcune delle quali si sono già concretizzate nelle more della redazione delle presenti note.

Il sostegno alla "semplificazione" viene anche dall'Eurosistema. In una lettera congiunta alla Commissione, i governatori delle banche centrali di Francia, Spagna, Italia e Germania hanno invocato norme bancarie più semplici, sottolineando tuttavia che la semplificazione non deve portare alla deregolamentazione[30]. In linea con questo approccio, nel 2025 la BCE ha istituito una *task force* di alto livello sulla semplificazione, il cui mandato è proporre semplificazioni mirate dei requisiti prudenziali, di vigilanza e di segnalazione, garantendo al contempo che gli standard di solvibilità e di conformità rimangano inalterati[31]. Le raccomandazioni elaborate dalla *task force* sono state successivamente fatte proprie dal Consiglio direttivo della BCE nel dicembre 2025 e trasmesse alla Commissione europea. Esse includono, in particolare, la riduzione della complessità del quadro dei requisiti patrimoniali basati sul rischio e del leverage ratio, l'introduzione di un regime prudenziale significativamente più semplice per le banche di minori dimensioni – in continuità ma con un ampliamento rispetto all'attuale regime dell'Unione – nonché l'istituzione di un meccanismo europeo di governance in grado di valutare in modo olistico il livello complessivo di capitale nel sistema. Tali interventi sono concepiti come misure di semplificazione compatibili con il mantenimento della resilienza del sistema bancario europeo, nel rispetto degli obiettivi microprudenziali, macroprudenziali e di risoluzione, nonché dell'attuazione piena e coerente degli standard di Basilea III[32].

Parallelamente, anche l'EBA ha avviato una consultazione pubblica sulla semplificazione e il consolidamento dei propri standard tecnici per la pianificazione della risoluzione e il funzionamento dei collegi di risoluzione. Un ulteriore contributo è arrivato dall'Unità di governance economica e controllo dell'UEM (EGOV) del Parlamento europeo attraverso il rapporto "*Semplificazione, non deregolamentazione?*

---

[29] Commissione europea, *Commission Proposes Measures to Revive the EU Securitisation Framework*, Press release, 17 giugno 2025, https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-proposes-measures-revive-eu-securitisation-framework_en.

[30] J.L. ESCRIVÁ, J. NAGEL, F. PANETTA, F. VILLEROY DE GALHAU, *Lettera sulla semplificazione normativa*, 5 febbraio 2025, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2025/Letter_on_simplification.pdf?language_id=1 (consultato il 20.10.2025).

[31] *Tra gli altri*, il vicepresidente della BCE, il governatore della Banque de France, il presidente della Deutsche Bundesbank, il governatore della Banca d'Italia, il vicepresidente del Comitato europeo per il rischio sistemico e un membro del consiglio di vigilanza della BCE. Patrice Montagner, «Intervista con Revue Banque» (7 maggio 2025) https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2025/html/ssm.in250528~b945e7e456.en.html (consultato il 20.10.2025).

[32] https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-welcomes-commissions-ambitious-proposal-market-integration.

Analisi del dibattito sulla semplificazione e l'onere normativo per le banche *europee*"[33]. Il documento esamina le principali iniziative attualmente in corso, ne evidenzia le carenze e formula diverse raccomandazioni. In ultima istanza, il resto è chiaramente favorevole alla semplificazione, ma molto meno alla deregolamentazione.

In questo quadro si inseriscono anche le iniziative del Comitato di Risoluzione Unico (SRB). Sulla base del proprio *Annual Work Programme* 2025, pubblicato il 26 novembre 2024, l'SRB ha infatti deciso, tra l'altro, di introdurre misure volte a rendere i piani di risoluzione più agevolmente azionabili in caso di crisi. Il programma segna un allontanamento da prassi di riscrittura continua e dall'accumularsi di complessità documentale, e si orienta verso una struttura più modulare e snella dei piani, supportata da modelli aggiornati e strumenti operativi dedicati[34].

Il dibattito sulla semplificazione è stato arricchito anche dai contributi dei partecipanti ai mercati e delle rispettive associazioni di categoria. Due rapporti si distinguono per influenza e portata: "*Less is More*"[35] (sotto l'egida dell'AEDBF) e "*Simply Competitive*" della Federazione bancaria europea (EBF)[36]. Entrambi formulano una valutazione critica dell'attuale quadro normativo finanziario dell'UE e propongono misure concrete per razionalizzarlo: *Less is More* è molto incentrato sul processo legislativo e sulla necessità di districare i diversi livelli della struttura Lamfalussy. Il secondo ha un contenuto ampio e mostra chiaramente le preoccupazioni degli attori del mercato di fronte alla crescente complessità della legislazione, soprattutto bancaria. Ulteriori elementi di riflessione provengono anche da lavori preparatori destinati alle sedi politico-istituzionali. Tra questi si colloca il rapporto *The Simplification of EU Financial Regulation*, predisposto da New Financial per l'Informal ECOFIN di Copenaghen del settembre 2025, che offre una lettura articolata delle principali direttrici di semplificazione perseguibili nel contesto dell'Unione[37].

Altri contributi significativi provengono dalle autorità nazionali. La Banca d'Italia, in un rapporto pubblicato nel 2025[38], ha formulato proposte pragmatiche per rendere più snella la regolamentazione prudenziale dell'UE. Tra le priorità individuate figurano la razionalizzazione dei mandati dell'EBA nell'ambito del CRR III e della CRD VI, la revisione del *Fundamental Review of the Trading Book*, la valutazione

---

[33] R. MAZZOCCHI e K GEREON SPITZER, *Simplification, not Deregulation?* https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764389/ECTI_IDA(2025)764389_EN.pdf

[34] SRB, 'SRB Work Programme 2025' (26 November 2024), https://www.srb.europa.eu/system/files/media/document/2024-11-26_SRB-Work-Programme-2025.pdf, p. 13.

[35] https://www.eacb.coop/en/studies/eacb-studies/less-is-more.html

[36] https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/updates/simply-competitive/

[37] Cfr. W. WRIGHT, M. BIERBAUM, C. BREEN, J. THORNHILL, *The Simplification of EU Financial Regulation: Analysis of the Complexity of the EU Regulatory Framework for Banking and Finance, the Impact on the Financial System and Wider Economy, and How to Simplify It,* in *New Financial Report*, agosto 2025.

[38] F. CANNATA, L. SERAFINI, A *Pragmatic Approach to Simplification: The Case of Banking Regulation in the EU*, in *Occasional Paper* No 955, Bank of Italy, July 2025, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2025-0955/QEF_955.pdf?language_id=1.

delle norme sulla due diligence nella cartolarizzazione e una riflessione complessiva sull'impostazione legislativa dell'Unione in materia di requisiti patrimoniali. Parallelamente è stato diffuso un contributo di carattere più concettuale, volto a sostenere l'ipotesi di un *Consolidated European Banking Act*: un progetto che ambisce a promuovere la semplificazione insieme a una più elevata coerenza sistematica[39].

6. ALCUNE POSIZIONI DOTTRINALI.

Anche il mondo accademico è attivamente coinvolto nella discussione. Quali esempi degni di nota, e senza pretese di completezza, pare utile citare soltanto tre contributi, in quanto emblematici di diversi approcci metodologici: il primo è un saggio di Dirk A. Zetzsche, *Deregulating Financial Regulation*[40], che propone un approccio orientato verso una sorta di "deregolamentazione" controllata ("targeted"). Il secondo, è un saggio di Deirdre Ahern[41], in quanto esemplificativo di un approccio tipico alla semplificazione spesso adottato nel settore Fintech. Il terzo, è il progetto diretto da Rüdiger Veil sulla "codificazione" del diritto europeo del mercato dei capitali.

Il contributo di Zetzsche si allontana dalle ambiguità del dibattito sulla "semplificazione", sostenendo apertamente l'opportunità di una *targeted deregulation* nel settore finanziario: una deliberata riduzione, regola per regola, dei requisiti che non soddisfano una robusta logica di valutazione costi-benefici. Lungi dall'essere un appello ideologico a deregolamentare in modo selvaggio, la proposta mira a rafforzare gli obiettivi condivisi della regolamentazione finanziaria: stabilità finanziaria, protezione dei clienti/investitori, efficienza del mercato, integrità del mercato e (sempre più) apertura all'innovazione e alla sostenibilità. L'autore sostiene che quando la regolamentazione si allontana da questi obiettivi, diventa vaga o non misurabile, ed ignora il modo nel quale reagiscono le imprese e i mercati. Per separare le norme necessarie da quelle controproducenti, il saggio propone un "test di deregolamentazione" in tre fasi e lo abbina a un programma pratico di "rimedi" (cinque raccomandazioni) per i legislatori.

Deirdre Ahern, in *The New Anticipatory Governance Culture for Innovation: Regulatory Foresight, Regulatory Experimentation and Regulatory Learning*, sollecita un cambiamento di paradigma nel modo con il quale i governi dovrebbero regolamentare le tecnologie in rapida evoluzione. Anziché reagire in ritardo, Ahern propone una cultura della c.d. "governance anticipatoria" che consenta alle autorità di regolamentazione di intervenire tempestivamente, apprendere continuamente e adattare le loro *policy* nel tempo. Sebbene la maggior parte delle sue idee sia circolata negli ultimi anni nel dibattito sulla regolamentazione Fintech, lo

[39] M. LAMANDINI, M. PERASSI, S. CECI, R. D'AMBROSIO, F. CHIRICO, E. CONSIGLIERE, G. CRAPANZANO, L. DROGHINI, S. MONTEMAGGI, *The Case for a Consolidated European Banking Act ("EUBA") A Reflection Paper*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* no. 107 (Dec. 2025).

[40] D. A. ZETZSCHE, *Deregulating Financial Regulation*, in *FutureFinTech Working Paper Series* No. 5, 2024, 30.

[41] Cfr. D. AHERN, *The New Anticipatory Governance Culture for Innovation: Regulatory Foresight, Regulatory Experimentation and Regulatory Learning*, 25, in *European Business Organization Law Review,* 2025, 241.

studio ne fornisce una ricostruzione completa, e conferma il ricorso una metodologia ben strutturata, spesso invocata e adottata nel contesto del dibattito sul Fintech degli ultimi.

Un'altra importante iniziativa, coordinata da Rüdiger Veil, riunisce un *parterre de rois* di studiosi di diritto finanziario dell'UE con l'obiettivo di "codificare" il diritto dei mercati dei capitali dell'UE. Il progetto mira a consolidare gli elementi disparati della legislazione dell'UE in materia di mercati dei capitali in un quadro codificato coerente. Il "codice" unificherebbe innanzitutto strumenti diversi (prospetto, trasparenza, MAR, MiFID II/MiFIR, ecc.) in un unico testo legislativo. In tal modo si ridurrebbero duplicazioni di oneri e sovrapposizioni; si chiarirebbero meglio gli obiettivi dei diversi ambiti normativi, risolvendo le tensioni tra protezione degli investitori, stabilità, sostenibilità e innovazione, migliorando l'accesso al mercato per gli operatori di mercato, gli investitori e le autorità di regolamentazione. Con riferimento ai temi di cui al presente scritto il progetto ha visto la pubblicazione di un primo volume di carattere più generale, e di un secondo volume nel quale figurano ampi contributi dedicati alla disciplina delle informazioni privilegiate, che riflettono le aree di ricerca e di indagine che connotano, da molti anni, gli autori chiamati a collaborare a questa iniziativa[42]. Il taglio del progetto resta teorico e fortemente accademico, basato su premesse metodologiche di tipo concettuale, non sempre ancorate al "diritto vivente".

7. LE NUOVE REGOLE SULLA *DISCLOSURE* DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE.

Le considerazioni che precedono possono ora utilmente impiegarsi per valutare le modifiche apportate al MAR dal *Listing Act*, con particolare, specifico riferimento agli obblighi di divulgazione delle informazioni privilegiate.

L'intero *Listing Act*, inclusa la parte che qui interessa, è mosso da una declamata esigenza di semplificazione del quadro legislativo, che investe anche aree limitrofe, *in primis* la disciplina del prospetto informativo Ferme ulteriori modifiche (che definiremmo minori) al Regolamento, la semplificazione si è soprattutto tradotta nella revisione delle regole che governano la diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate nelle "fasi intermedie" dei processi prolungati.

Non è questa la sede per una disamina della complessa nozione di informazione privilegiata, che - come noto - il Regolamento MAR definisce come un'informazione di carattere preciso, non ancora resa pubblica, concernente direttamente o indirettamente uno o più emittenti o strumenti finanziari, che se divulgata potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi[43].

---

[42] R. VEIL (a cura di), Regulating *EU Capital Markets Union: Volume I — Fundamentals of a European Code,* Oxford: Oxford University Press, 2024; R. VEIL (a cura di), Regulating *EU Capital Markets Union: Volume II — Market Conduct and Corporate Disclosure in a European Code,* Oxford: Oxford University Press, 2025.

[43] Su questi aspetti si vedano quantomeno J.L. HANSEN, *Market Abuse Case Law – Where Do We Stand with MAR?*,

L'obbligo di *disclosure* tempestiva dell'informazione privilegiata risponde a esigenze fondamentali di tutela del mercato e della sua efficienza informativa. La pronta comunicazione garantisce che tutti gli operatori abbiano accesso simultaneo alle stesse informazioni rilevanti, prevenendo situazioni di asimmetria informativa sfruttabili per insider trading o manipolazione. Il principio della parità di trattamento informativa costituisce un pilastro fondamentale dell'integrità dei mercati finanziari europei, a sua volta concretizzazione normativa dei principi della *Efficient Capital Markets Hypothesis* (ECMH)[44].

L'applicazione pratica di queste regole si è però mostrata, nel tempo, oltremodo complessa, specialmente quando le informazioni privilegiate si generano nell'ambito di processi decisionali o negoziali che evolvono attraverso fasi successive.

Dando per scontato che il lettore delle presenti note sia a conoscenza della formulazione previgente dell'art. 17 MAR, e del processo storico-evolutivo che ha connotato la materia dalla Direttiva MAD del 2003 al MAR del 2014 – già sinteticamente richiamato *supra* - in base alla nuova formulazione dell'art. 17, par. 1 "*L'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente. Tale obbligo non si applica alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato di cui all'articolo 7, paragrafi 2 e 3, se tali tappe sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento. In un processo prolungato, solo le circostanze o l'evento finali devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi*".

L'art. 17, par. 11 affida quindi alla Commissione il potere di adottare un atto delegato per "*stabilire e riesaminare, ove necessario, un elenco non esaustivo degli eventi finali o le circostanze finali nei processi prolungati e, per ciascun evento o circostanza, del momento in cui si ritiene che si sia verificato e in cui deve essere comunicato a norma del paragrafo 1*"[45].

Al momento in cui scriviamo (dicembre 2025) l'atto delegato non è stato ancora emanato[46], ma ESMA ha reso noto il proprio rapporto finale da sottoporre alla Commissione (7 maggio 2025 ESMA74-1103241886-1086, e quest'ultima ha diffuso una bozza del testo in data 15 dicembre 2025 (Ref. Ares(2025)11154149 - 15/12/2025).

---

in *14 Eur. Co. Fin. L. Rev.* 367, 2017; K.J. HOPT, *Insiderrecht – Grundlagen Internationale Entwicklung, öknomischer Hintergrund, offene Fragen*, in L. KLÖHN, S. MOCK (a cura di) *Festschrift 25 Jahre WpHG: Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts*, Berlin, 2019; K. LANGENBUCHER, *Das insiderrechtliche Handelsverbot – Zur Geschichte eine Verbotstatbestands und zur Kodifikation von Rechtsprechung*, in L. KLÖHN, S. MOCK (a cura di) *Festschrift 25 Jahre WpHG: Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, cit.,* 2019; S. MOCK, *History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation,* in M. VENTORUZZO, S. MOCK (a cura di) *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide,* Oxford, 2022.

[44] Cfr. M. ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, 2022. Sia consentito il rinvio anche a F. ANNUNZIATA, *The Market Abuse Regulation and the Use of General Clauses Thereunder*, June 20, 2024, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, giugno 2024, disponibile su: https://ssrn.com/abstract=4871316.

[45] Rispetto alla proposta iniziale, è stato invece eliminato l'art. 17, par. 1 bis, Proposta che avrebbe conferito alla Commissione il potere di adottare un atto delegato e riesaminare «un elenco non esaustivo di informazioni pertinenti e, per ciascuna informazione, il momento in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente la comunichi

[46] Le nuove previsioni sono destinate ad entrare in vigore il 5 giugno 2026.

Sebbene non si possano escludere modifiche dell'ultima ora, il documento rappresenta in ogni caso una fedele approssimazione di quello che potrebbe essere il Regolamento delegato. Il fatto che la materia di cui si discute rientri nella *nouvelle vague* della semplificazione è peraltro reso esplicito da quanto osserva lo stesso ESMA nel proprio rapporto finale sottoposto alla Commissione ("*the technical advice's objective is the simplification of an already existing obligation*").

8. PROBLEMI DI FONDO.

La novella, nel chiarire che l'obbligo di comunicazione sorge dopo il verificarsi degli eventi o circostanze finali del processo, solleva tre questioni fondamentali che vanno affrontate, in particolare: cosa è esattamente un "processo prolungato", quali sono le "circostanze o eventi finali", e quando le tappe intermedie sono "collegate alla concretizzazione" dell'evento finale.

Il corpo del Regolamento non fornisce, infatti, una definizione puntuale di processo prolungato, limitandosi a indicare che questo "è inteso a concretizzare" o "determina una particolare circostanza o evento", con tappe intermedie "collegate alla concretizzazione della circostanza o dell'evento futuri".

Nei considerando 67 del Regolamento 2024/2809 (il già richiamato *Listing Act*), si legge comunque che "*in un processo prolungato, l'obbligo di comunicazione non dovrebbe riguardare gli annunci di semplici intenzioni, i negoziati in corso o, a seconda delle circostanze, i progressi dei negoziati, ad esempio una riunione tra rappresentanti di società. L'emittente dovrebbe comunicare solo le informazioni relative alle particolari circostanze o al particolare evento che si intendono concretizzare con il processo prolungato o che risultano da quest'ultimo («evento finale»), il prima possibile dopo il verificarsi di tali circostanze o tale evento.*"

Secondo quanto già osservato in dottrina, risulta più agevole identificare cosa non costituisce un processo prolungato. Non rientrano in questa categoria gli eventi "istantanei", che l'emittente apprende dopo la loro realizzazione o che, pur essendo attesi e prevedibili, non presuppongono "passaggi" concatenati per concretizzarsi. Come è stato detto, essi hanno struttura "binaria": o esistono, o non esistono, ma in molti casi sussistono elementi di ambiguità[47].

È anche complesso individuare il momento finale di un processo prolungato. Per esempio, nel caso paradigmatico della fusione il momento "finale" è da individuarsi nell'approvazione del progetto da parte dei CDA, oppure nell'approvazione assembleare?

Istruttivo è quanto si legge nel Considerando 67 "*nel caso di una fusione, la comunicazione dovrebbe avvenire il più presto possibile dopo che la direzione ha assunto la decisione di sottoscrivere l'accordo di fusione, una volta concordati gli elementi essenziali della fusione. In generale, per gli accordi contrattuali si dovrebbe ritenere che l'evento finale*

[47] M. VENTORUZZO, *Interrogativi preliminari sulla nuova formulazione dell'art. 17 MAR: la nozione di processo prolungato*, in *Riv. soc.*, n. 5-6/2024, p. 1152.

si sia verificato quando le condizioni essenziali di tale accordo sono state concordate." La formulazione - non a caso - è imprecisa, in quanto, *inter alia*, non agevolmente inquadrabile negli istituti propri del diritto societario.

Fermo quanto precede, la comunicazione dell'informazione privilegiata dovrà avvenire "dopo" che gli eventi o circostanze finali si sono verificati. Tuttavia, nel corso di processi prolungati, non è detto che non si verifichino eventi intermedi considerabili in sé quali "finali", ed è anche questo argomento che merita approfondimenti e precisazione.

9. L'ELENCAZIONE DELLA BOZZA DEL REGOLAMENTO DELEGATO: UN VERO CASO DI SEMPLIFICAZIONE?

Al fine di apprezzare la portata del *Listing Act* nella materia di cui si discutere, ritengo a questo punto opportuno esporre - in estrema sintesi e per sommi capi - le risultanze dell'esercizio di "classificazione" già operato da ESMA nel proprio documento, ora ripreso nella bozza del Regolamento delegato diffusa dalla Commissione UE (a seguito della prima formulazione da parte di ESMA) il 15.12.2025. Per una serie di eventi a formazione progressiva, il testo individua il possibile evento finale, al quale si ricollega l'obbligo di *disclosure* al mercato. L'esercizio è preciso e granulare, e si traduce in un "catalogo", ovviamente non esaustivo, di possibili casistiche.

ANNEX I – NON-EXHAUSTIVE LIST OF FINAL EVENTS OR FINAL CIRCUMSTANCES (ARTICLE 17(12)(A) MAR)

No	Protracted process	Final events or final circumstances	Moment of disclosure
A		Business strategy	
1	Agreements (including acquisition or disposal of assets or subsidiaries)	Signing of the agreement or equivalent binding act	As soon as possible after signing; if subject to shareholder approval, after decision to submit
2	Mergers	Approval of draft terms of merger	As soon as possible after approval by governing body
3	Major corporate reorganisations	Decision on corporate reorganisation	As soon as possible after final decision
4	Voluntary termination of a material agreement	Decision to terminate	As soon as possible after decision
B		Capital structure, dividends and interest payments	
5	Capital increase	Decision to increase capital	As soon as possible after final decision
6	Issuance of new instruments	Decision to issue	As soon as possible after final decision
7	Share buyback	Decision to carry out buyback	As soon as possible after final decision
8	Conversion of instruments	Decision to convert	As soon as possible after final decision
9	Dividends	Decision to propose dividend or change policy	As soon as possible after decision to submit to shareholders
10	Postponement/cancellation of interest or	Decision to postpone or cancel	As soon as possible after decision

	redemptions		
C		Financial information	
11	Financial reports / interim reports	Acknowledgement or approval	As soon as possible after acknowledgement or approval
12	Forecasts	Acknowledgement or approval	As soon as possible after acknowledgement or approval
D		Corporate governance	
13	Appointment/removal of governing body members or key managers	Decision on appointment/removal	As soon as possible after decision
14	Amendments to articles/by-laws	Decision to propose amendments	As soon as possible after decision to submit to shareholders
E		Interventions by public authorities	
15	Application for licence/authorisation	Application submitted	As soon as possible after submission
16	Granting/rejection of licence/authorisation	Notification received	As soon as possible after notification
17	Withdrawal of licence/authorisation	Notification received	As soon as possible after notification
18	Application for recognition of IP rights	Application submitted	As soon as possible after submission
19	Recognition of IP rights	Notification of recognition or refusal	As soon as possible after final notification
20	Application to commercialise a product	Application submitted	As soon as possible after submission
21	Authorisation to commercialise a product	Notification received	As soon as possible after notification
22	Medical/clinical trials	Conclusion of trials	As soon as possible after conclusion
23	Authorisation to commercialise medical/pharmaceutical products	Final decision received	As soon as possible after decision
24	Participation in public procurement	Award of contract	As soon as possible after notification
25	Pre-insolvency / restructuring proceedings	Decision to enter proceedings or agreements	As soon as possible after decision or signing
26	Insolvency	Decision to file	As soon as possible after decision
F		Credit institutions, insurance and reinsurance	
27	Supervisory review (SREP)	Final supervisory decision	As soon as possible after notification
28	Reduction of own funds	Authorisation decision	As soon as possible after notification
29	Resolution action preparation	Decision to take resolution action	As soon as possible after publication
30	Insolvency proceedings (national law)	Decision of authority	As soon as possible after notification
G		Legal proceedings, sanctions and delisting	
31	Administrative proceedings	Final decision	As soon as possible after notification
32	Precautionary judicial measures	Decision by authority or court	As soon as possible after notification
33	Judicial proceedings	Decision by authority or court	As soon as possible after notification
34	Sanction proceedings	Decision on sanction	As soon as possible after notification
35	Delisting	Decision on delisting	As soon as possible after final decision or notice

Ognuna delle casistiche indicate potrebbe prestarsi a commenti ed annotazioni[48]. È opportuno chiedersi se questo complesso esercizio, peraltro effettivamente utile, configuri un caso di semplificazione della normativa oppure se si tratti di una, seppur limitata, forma di deregolamentazione. È anche opportuno interrogarsi su quali potrebbero essere ulteriori aspetti da considerarsi in futuro nel caso in cui, nel nuovo "vento semplificatorio", si decida rimettere mano al regolamento sugli abusi di mercato.

Quanto al primo profilo, il risultato più diretto delle modifiche in fase di perfezionamento è *l'eliminazione di un obbligo* già imposto dalla normativa previgente: con riferimento alle fasi intermedie dei processi prolungati, infatti non è più richiesta la comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate che risultano dalle predette fasi intermedie, ma resta i*mmodificata la nozione generale di informazione privilegiata* che continua dunque a rilevare, esattamente come prima della novella, i divieti di insider trading. In questa prospettiva si può dunque ritenere che la modifica non costituisca un vero caso di semplificazione, quanto piuttosto di circoscritta deregolamentazione: un obbligo che prima sussisteva, viene ora meno. In proposito, vale anche osservare come la novella risponda all'esigenza di allineare gli effetti concreti della regolamentazione con i suoi obiettivi, stante gli esiti insoddisfacenti della regola previgente (v. *supra*).

Quanto agli *effetti* della novella, essa li produce limitatamente ad un profilo specifico, ma lascia intatto (salve altre modifiche marginali, che qui non interessano) il rimanente impianto della disciplina MAR: in particolare *non* incide sul dovere degli emittenti di identificare prontamente, di gestire e di comunicare le informazioni privilegiate, in quanto dovere funzionale alla prevenzione dell'*insider trading* e anche degli obblighi di disclosure, salvo per l'appunto il solo, circoscritto profilo della comunicazione e limitatamente alle fasi intermedie dei processi prolungati. Sotto questo profilo, la modifica semplifica unicamente il regime della disclosure, lasciando intatto il resto dell'impianto normativo.

Un ulteriore effetto di questo intervento (di cui, sino ad ora, si è parlato poco o nulla) pare peraltro destinato ad estendersi a valle, sul piano dei regimi nazionali che integrano il quadro del MAR: per l'Italia, il riferimento corre, naturalmente, alle Linee Guida Consob in materia di gestione di informazioni privilegiate, a al noto sistema, che ne discende, volto a suggerire agli emittenti di identificare e gestire anche le informazioni "rilevanti", per tali intendendosi quelle che potrebbero evolvere in informazioni privilegiate. L'esercizio che, sul piano prettamente organizzativo è stato indotto in capo agli emittenti in base alle suddette Linee Guida, e che – se non fosse affidato ad uno strumento di *soft law* – potrebbe anche configurarsi come un caso di *goldplating* nazionale, parrebbe perdere di pregnanza alla luce delle modifiche normative, le quali "allontanano" per così dire il momento della diffusione dell'informazione nei processi prolungati alla *conclusione* dei processi stessi.

Pochi, sino ad ora, hanno peraltro rilevato un ulteriore effetto (forse non del tutto voluto) del fenomeno

[48] Cfr. ad esempio, con insistente riferimento alle difficoltà di applicare l'elenco al modello dualistico di stampo tedesco, H.-D. ASSMANN, *op. cit.*

in atto: mediante questo primo tentativo di identificazione dei processi prolungati, e delle relative fasi, l'ordinamento europeo compie, per la prima volta, un notevole passo in avanti nel senso della pre-definizione, seppur in via non esaustiva, di un possibile catalogo di informazioni privilegiate: un approccio che, come noto, connota l'analoga disciplina della disclosure degli emittenti negli Stati Uniti d'America, ma dal quale l'Unione ha sempre rifuggito, ritenendolo del tutto incompatibile con un approccio più ampio e meno tassonomico, volto a mantenere saldamente ancorata la disciplina della disclosure ad un rigido paradigma di informazione *continua*. Seppur indirettamente, questo effetto (forse indesiderato) si legge piuttosto bene in quanto si sta verificando. In questo caso - l'incrinatura di un vero e proprio *totem* - si potrebbe allora ritenere che il sistema stia evolvendo, attraverso la lente della semplificazione o della (limitata) deregolamentazione, verso una più profonda revisione dei propri assunti di base: forse un caso di *unintended effect*, forse un caso di circolazione (inconsapevole?) di modelli. La semplificazione/deregolamentazione in atto potrebbe insomma segnare il passo verso una più profonda rivisitazione dei fondamenti stessi della disciplina, anche se, al momento, questa evoluzione pare poco realistica.

10. QUESTIONI DI METODO.

Queste ultime considerazioni arrivano per così dire al cuore della questione. Una volta posto l'obiettivo di rendere meno onerosa, di "semplificare" la disciplina della disclosure dell'informazione privilegiata, come si dovrebbe procedere? Sono sufficienti uno o più interventi granulari e specifici, o è opportuno procedere oltre?

In questo frangente storico, il legislatore UE ha guardato ad un aspetto specifico, per quanto rilevante, della disciplina, facendo per così dire marcia indietro e riportando il sistema ad una situazione non lontana da quella che connotava l'assetto rinvenibile nel vigore della Direttiva MAD del 2003. Trascura, però, di interrogarsi su molte altre questioni fondamentali, in particolare sull'effettiva opportunità di mantenere l'attuale nozione di informazione privilegiata, dalla quale discendono tutte le implicazioni di cui si sta discutendo, e ben oltre. Si trascura, insomma, di valutare un intervento organico sulle nozioni di base, trascurando il fatto che le questioni dalle quali derivano le maggiori complessità in materia di disciplina delle informazioni privilegiate, attengono, quantomeno:

(i) ai contorni incerti degli elementi definitori, in particolare per quanto riguarda la "precisione" dell'informazione e la nozione di "investitore ragionevole";

(ii) alle mai risolte incertezze interpretative ed applicative che derivano dai limiti posti alla divulgazione selettiva delle informazioni, ed alle relative eccezioni, con particolare riguardo alla circolazione infragruppo delle informazioni privilegiate, anche nel contesto dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento;[49]

(iii) alla nozione di "pubblicità" dell'informazione, mai chiarita nella sua duplice dimensione: da un lato,

[49] Sul punto v. le Q&As emanate dalla Consob, https://www.consob.it/documents/1912911/1921350/QeA_20210318.pdf/ef8548a0-f84c-fac7-93aa-6850b551d39a

la "pubblicità" intesa come risultato dell'adempimento degli obblighi di *disclosure* posti in capo agli emittenti; dall'altro lato, la pubblicità intesa come situazione di fatto che sottrae una data informazione ai divieti di insider trading (questione, quest'ultima, recentemente sottoposta al vaglio della Corte di giustizia in via interpretativa, nel caso C-229/24, e oggetto del parere dell'avvocato generale Kokott);

(iv) infine, dalle persistenti divergenze sul piano nazionale, sia in punto di applicazione, sia in punto di interpretazione delle nozioni de quo, come ben mostra il dibattito sulle casistiche che riguardano limiti e condizioni dell'acquisto di azioni proprie, o il problema del c.d. "insider di sé stesso"[50].

Orbene, stupisce che, dopo svariati decenni dall'introduzione delle prime regole in materia (che affondano le loro radici negli anni '80 del Secolo Scorso), sussistano ancora tante incertezze su elementi definitori fondamentali. In questo senso, la riforma del *Listing Act*, per quanto da accogliersi con favore, è un piccolo intervento di manutenzione del sistema.

Di fronte a questioni di tale portata, viene insomma da chiedersi se l'approccio casistico e granulare adottato sia, effettivamente, il giusto modo di procedere: senza nulla togliere all'utilità pratica della novella legislativa, a noi pare che sarebbero maturi i tempi per una riconsiderazione più coraggiosa di molti assunti, anche fondamentali, della materia, da realizzarsi (anche) mediante un robusto intervento sulle definizioni e sulle categorie di base. Non si tratta, peraltro, di un problema limitato al MAR. Osservando quanto si sta verificando in questo periodo[51], il problema diviene questione di metodo più generale e, a nostro giudizio, la risposta alla domanda è negativa: l'approccio casistico *non è* metodologicamente robusto.

Proprio le riflessioni sul dibattito in corso, lette nel contesto della riforma del MAR ad opera del *Listing Act*, mostrano che la semplificazione della normativa finanziaria dell'UE non può procedere senza un serio sforzo volto a migliorare e chiarire tassonomie e definizioni. Vi sono, a giudizio di chi scrive, due tecniche principali per raggiungere questo risultato: il primo è ripensare la normativa finanziaria con un "approccio dall'alto verso il basso", più frutto di esercizi intellettuali, che può trarre vantaggio da prospettive intellettuali diverse e stimolanti, compresa l'analisi economica. Il secondo consiste nell'adozione di un "approccio bottom-up": la rifusione della normativa UE sui mercati dei capitali dovrebbe innanzitutto basarsi su una solida analisi comparatistica dello stato dell'arte dell'applicazione e dell'interpretazione delle leggi UE a livello nazionale, tra gli Stati membri, che attesti come *nella pratica*, e in relazione a un determinato problema/questione *specifica*, la

---

[50] V. M. VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Rivista delle società*, 2018, fasc. 6, p. 739 ss.; S. LOMBARDO, *OPA, informazione privilegiata e insider di se stessi (nota a TAR Lazio, sez. Roma, 10 luglio 2012, n. 6257)*, in *Le Società*, 2013, n. 1, p. 50 ss. S. LOMBARDO, *L'insider di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, vol. 45, n. 4, p. 666–691; S. LOMBARDO, *Some Reflections on the Self-Insider and the Market Abuse Regulation – The Self-Insider as a Monopoly-Square Insider*, in *ECGI Law Working Paper* n. 512/2020, 29 aprile 2020, disponibile su https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/lombardofinal.pdf.

[51] V. il grande *package* sulla semplificazione delle regole di mercato (*Market integration package*), recentemente approvato dalla Commissione Europea: https://finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-package_en

legislazione UE viene attuata, interpretata e applicata. Occorre dunque individuare una "tradizione comune" o un "terreno comune" tra gli Stati membri, prestando particolare attenzione all'interpretazione e alle prassi nazionale e, in particolare, alla giurisprudenza nazionale: questo dovrebbe essere un presupposto indispensabile per qualsiasi semplificazione o codificazione. Questo approccio "dal basso verso l'alto" dovrebbe prendere avvio considerando, secondo il tipico e più classico metodo comparatistico, come il diritto nazionale "risponde" a problemi specifici, collegando la legislazione dell'UE alle tradizioni giuridiche nazionali e cercando di verificare come il diritto dell'UE sia applicato in modo concreto nei singoli ordinamenti.

Il ricorso al metodo del diritto comparato, sebbene difficile e dispendioso in termini di energia, pare necessario per raggiungere una comprensione comune e un livello di convergenza sufficientemente accettati nell'Unione, nonché come presupposto per intraprendere ulteriori azioni, siano esse di (declamata) semplificazione o di deregolamentazione. Un approccio dall'alto verso il basso, come si intravvede in alcuni dei più recenti contributi, pur molto pregevole, rischia invece di portare a una maggiore frammentazione: le tradizioni giuridiche nazionali, applicate dalle amministrazioni e dalle Corti nazionali, finiranno per agire alla stregua di anticorpi, rifiutando di cedere completamente il passo a nozioni stabilite a un livello teorico o sovranazionale che non si adattano bene alle loro tradizioni giuridiche.

Il confronto tra le tradizioni nazionali e la ricerca di un terreno comune è un passo necessario nel processo di semplificazione del diritto dell'UE: riducono il rischio di frammentazione interpretativa, di regimi nazionali divergenti e la necessità di *soft law* inflazionistica e di altri strumenti di interpretazione caso per caso. Riducono inoltre la necessità di ricorrere al controllo giurisdizionale: un fenomeno che si sta (pericolosamente) accentuando nel contesto del diritto finanziario dell'Unione, e che sottopone la Corte di giustizia ad una mole di contenzioso fino a pochi anni fa inimmaginabile. Seguendo un approccio comparatistico, il suggerimento punta in ultima analisi all'individuazione di tradizioni comuni tra gli Stati membri, in senso non lontano dal metodo adottato dalla stessa Corte di giustizia nelle proprie decisioni[52], il tutto come condizione per meglio supportare il processo di revisione in atto della normativa finanziaria UE.

11. CONCLUSIONI.

Invocare la "semplificazione" del diritto dell'Unione in materia di mercati finanziari è atteggiamento che riflette un'ansia profondamente radicata nell'architettura giuridica dell'Unione: conciliare la densità tecnica della regolamentazione con l'esigenza costituzionale di chiarezza, coerenza e proporzionalità. Come discusso in queste pagine, la semplificazione non può essere equiparata alla mera deregolamentazione; è disciplina

[52] Cfr., *ex multis*, K. LENAERTS, "The European Court of Justice and the Comparative Law Method" (2017) 2 *European Review of Private Law* 297–312.

metodologica, e non slogan politico. Ciò che è in gioco non è il numero di norme, ma la qualità dell'ordinamento giuridico: la comprensibilità, la coerenza e la proporzionalità della sua struttura.

Semplificazione, deregolamentazione, codificazione ecc. sono spesso confusi, ma operano su piani distinti. Se questi termini non vengono utilizzati in modo coerente, la semplificazione rischia di essere un alibi per un pericoloso arretramento della regolamentazione. Se concepita correttamente, è invece il processo che potrebbe rendere le norme più facili da interpretare e applicare, senza indebolire le garanzie sostanziali. Il suo obiettivo diviene epistemico: ripristinare la trasparenza e l'ordine in un panorama normativo frammentato.

La semplificazione senza un solido metodo giuridico è però intervento puramente cosmetico. La complessità della legislazione finanziaria richiede un approccio strutturato basato su tre principi: rigore terminologico, coerenza interna e convalida empirica. Questi principi garantiscono che qualsiasi misura di semplificazione rafforzi, anziché minare, l'integrità normativa dell'*acquis*. La sfida consiste nel tradurre questi principi nella pratica legislativa, attraverso una redazione più chiara, la riduzione delle sovrapposizioni e la revisione sistematica dell'enorme corpus legislativo, in particolare (ma non soltanto) l'immane apparato degli strumenti di *soft law*.

Al centro del problema si colloca però, a nostro giudizio, la tassonomia concettuale. Le enormi ambiguità nelle definizioni di base – "strumenti finanziari", "organismi di investimento collettivo", "informazione privilegiata", a tacer di moltissimo altro – minano l'intera sovrastruttura del diritto finanziario dell'UE, in quanto generano incertezze interpretative, e l'eccessivo ricorso a strumenti para-legislativi di *soft law*. Le divergenze tra gli Stati membri sul significato dei termini chiave generano inefficienze, incoraggiano il forum shopping e invitano all'attivismo giudiziario.

La semplificazione deve quindi partire (anche, anzi soprattutto) dal basso: affinare i concetti, allineare le definizioni e ricostruire le tassonomie.

Già oggi, utilizzando l'ampio corpus di linee guida, Q&As e sentenze della Corte UE, quali strumenti diagnostici, i legislatori potrebbero, ad esempio, rivedere i testi di livello 1 per integrare la prassi interpretativa direttamente nel quadro normativo. Questo esercizio non ridurrebbe la complessità, ma la convertirebbe in trasparenza.

Ed è proprio in questo contesto che risiede il ruolo fondamentale del diritto comparato. Un metodo solido, attento all'applicazione delle regole a livello nazionale, inclusa ovviamente la giurisprudenza, e alle prassi di mercato, trasformerebbe la semplificazione in un esercizio di confronto tra giurisdizioni diverse, che creerebbe convergenza anziché imporre una illusoria uniformità.

Il metodo andrebbe applicato quantomeno a tre livelli: (i) tassonomico (sul quale ci siamo maggiormente soffermati); (ii) istituzionale, volto inter alia a ridurre le asimmetrie tra *hard* e *soft law*; (iii) metodologico, in quanto l'approccio comparatistico dovrebbe essere utilizzato sia *ex-ante* (valutazioni di impatto), sia *ex-post* (valutazione degli effetti delle norme prodotte).

Siffatto impegno metodologico ha anche implicazioni costituzionali. La semplificazione non è solo un compito tecnico, ma una manifestazione del dovere dell'Unione di legiferare in modo comprensibile per coloro che sono soggetti alla sua autorità.

In questo modo la "semplificazione" potrebbe tradursi in benefici permanenti; essa non può basarsi su campagne episodiche o "pacchetti omnibus", ma richiede una revisione istituzionalizzata, e meccanismi di controllo che trasformino la semplificazione da promessa politica a disciplina giuridica duratura. È necessario imparare a misurare costantemente la coerenza, la leggibilità e l'efficacia dei testi come elementi integranti della qualità normativa. La vicenda del Regolamento MAR e del continuo oscillare del legislatore UE tra una e l'altra scelta, nella convinzione che sia sufficiente riportare l'orologio all'indietro per risolvere un problema, mostrano quanto sia necessario invocare il rispetto di questi criteri.

Attualmente, gran parte del dibattito sulla necessità di "semplificare" sembra pervaso da un certo senso di confusione, che riflette sicuramente una certa urgenza del momento. Anche considerando l'elevata sensibilità politica della discussione, sarebbe però consigliabile astenersi dal procedere in direzioni che mancano di solidità in termini di chiarezza e metodologia, poiché il risultato finale di qualsiasi iniziativa di asserita "semplificazione" potrebbe rivelarsi più intricato rispetto al quadro originario. Senza obiettivi chiari e una metodologia solida, il rischio è che la semplificazione si traduca in un mosaico di misure, forse anche efficaci, ma incapaci di risolvere le questioni strutturali che l'attuale agenda dell'UE (non ancora del tutto chiara) intende affrontare.

In conclusione, la semplificazione andrebbe intesa non soltanto come l'arte della sottrazione (di cui il *Listing Act* costituisce esempio emblematico), ma come l'arte del significato. Essa mira a rendere l'ordinamento giuridico dei mercati dei capitali dell'UE comprensibile e affidabile: in grado di guidare il comportamento senza oscurarne la logica. Il suo successo non verrò misurato dal numero di disposizioni abrogate, ma dalla chiarezza con la quale quelle rimanenti esprimono la logica di un mercato europeo condiviso. Il processo di semplificazione così concepito potrà allora costituire la base costituzionale di un *legal reasoning in action* per fornire adeguata risposta alla domanda: "Vado, ma dove?".

DI ALCUNE QUESTIONI INTERPRETATIVE IN MATERIA DI CONTRATTI BANCARI

Maddalena Semeraro

Di alcune questioni interpretative in materia di contratti bancari*

(Some interpretative issues in the field of banking contracts)

Maddalena Semeraro**

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'Economia presso l'Università degli Studi "Magna Graecia" di Catanzaro

ABSTRACT [En]:

The Second Consumer Credit Directive (CCD II) provides an opportunity to re-examine long-standing interpretative issues. The present article analyses the impact of the European Union's legislative framework regarding consumer credit agreements on the harmonisation between pre-existing and newly enacted provisions.

Keywords: Consumer credit; consumer; European Union's legislative framework.

ABSTRACT [IT]:

La più recente modifica della disciplina in materia di credito ai consumatori dà l'occasione di tornare su una vecchia questione interpretativa e di affrontarne una po' più recente. Per entrambe, punto di partenza è l'approccio del legislatore europeo alla disciplina dei contratti nei mercati regolati, in particolare di quelli conclusi con il consumatore; punto di approdo sono i riflessi che ne discendono sul piano del coordinamento tra vecchie e nuove regole.

Parole chiave: Credito al consumo; consumatore; quadro legislativo europeo.

SOMMARIO: 1. Premessa. Una questione di interpretazione. – 2. Il merito creditizio. – 3. La disciplina della estinzione anticipata nel credito ai consumatori. Decreto *omnibus* e possibile riproposizione di vecchi problemi. – 4. *Segue*. L'estinzione anticipata nel credito immobiliare. – 5. *Segue*. Una questione di ragionevolezza.

1. PREMESSA. UNA QUESTIONE DI INTERPRETAZIONE

È constatazione comune che l'approccio del legislatore europeo alla disciplina dei contratti nei mercati regolati segua gli (e si modifichi in re-lazione agli) obiettivi regolatori di volta in volta fissati a monte, dando spesso luogo a difficoltà di coordinamento tra vecchie e nuove regole. Complice, l'abitudine dello stesso legislatore di distinguere per ambiti di rilevanza in relazione alle qualità soggettive dei contraenti e all'oggetto della contrattazione.

La più recente modifica della disciplina in materia di credito ai consumatori, chiaramente ispirata a esigenze di armonizzazione della tutela del cliente non professionale nell'ambito della relazione contrattuale instaurata con la parte erogante il prestito, dà l'occasione di tornare su una vecchia questione interpretativa e di affrontarne una po' più recente, a mo' di banco prova della tenuta di questo modo di procedere nel regolamentare diversamente fenomeni spesso simili e della bontà di un dato approccio interpretativo che infine ne sembra spesso influenzato.

In questa prospettiva, sono di seguito analizzate le discipline dettate in materia di valutazione del merito di credito e di estinzione anticipata del finanziamento con specifico riferimento ai contratti di credito ai consumatori, immobiliari e non.

2. IL MERITO CREDITIZIO

La prima questione è vecchia e anche superata. Riguarda, come anticipato, l'individuazione delle regole applicabili alla fase di valutazione del merito creditizio del consumatore che richieda il prestito, con specifico riferimento alla estensibilità di quelle introdotte dalla Direttiva 2014/17/UE ai rapporti di credito ai consumatori. È vecchia perché si è posta all'indomani della entrata in vigore della menzionata Direttiva. È superata, poiché la disciplina di prossima introduzione recata dalla Direttiva 2023/2225/UE riporta a coerenza l'impianto normativo, uniformando i due plessi di regole. Nondimeno, mantiene una sua rilevanza nella misura in cui costituisce testimonianza dell'approccio interpretativo di cui si è detto.

Su di essa bastano dunque poche battute.

All'indomani della entrata in vigore della Direttiva 2014/17/UE la dottrina si è divisa tra chi reputava che l'art. 124 *bis* Tub dovesse restare confinato all'ambito a esso tracciato dalla lettura tradizionale, stretta dall'accoglimento di una concezione dell'autonomia negoziale ancora troppo ancorata al principio di autoresponsabilità[1], e chi invece considerava la disciplina sopravvenuta idonea a conferire nuova linfa a quel

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

** Questo scritto riproduce, con qualche aggiunta, il lavoro dedicato agli Scritti in onore della Prof.ssa Antonia Antonucci.

[1] G. FALCONE, *Prestito responsabile e valutazione del merito del credito*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 147.

dato testuale, aprendo a una sua interpretazione conforme al principio del credito responsabile[2], definitivamente riconosciuto secondo molti anche a tutela dell'interesse del cliente consumatore[3].

Le due principali questioni interpretative riguardarono la possibile prospettazione di un obbligo di astensione gravante sull'intermediario nell'ipotesi di esito negativo della valutazione e l'individuazione del rimedio esperibile dal cliente in caso di sua violazione.

Sulla prima, punto di partenza fu l'orientamento dell'Arbitro bancario e finanziario, netto nell'escludere la sussistenza di un obbligo di astensione, considerato che la verifica del merito creditizio non «può includere una generica responsabilità del finanziatore per sovraindebitamento, né un correlativo obbligo di impedire tale evento»[4]. L'esito fu pertanto di continuare a rimettere la scelta sul se concludere il contratto al contraente consumatore. In questa prospettiva, l'unico spazio di rilevanza alla valutazione della condotta dell'istituto di credito veniva ricavato attraverso il riconoscimento dell'operatività della clausola generale di buona fede.

Vi sarebbe stato invece da osservare, forse, che le due Direttive sono figlie di contesti regolatori diversi, orientati a obiettivi di sistema differenti.

L'obiettivo principale della Direttiva 2008/48/CE[5] infatti non è stato tanto, o soltanto, introdurre elevati standard di protezione degli interessi dei clienti per porre rimedio alle carenze di tutela evidenziate dalle prassi commerciali, quanto sopperire alle manifeste disfunzioni del mercato addebitabili alla assenza di una disciplina comune del credito al consumatore, al fine di contribuire alla realizzazione di una effettiva concorrenza

---

[2] Sull'intreccio tra un approccio c.d. *responsible borrowing* e un approccio c.d. *responsible lending* nella direttiva sul credito immobiliare E. PELLECCHIA, *La direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, in *Banca borsa*, 2016, 2016, p. 206. Cfr., anche, D. MAFFEIS, *Direttiva 2014/17/UE: rischi di cambio e di tasso e valore della componente aleatoria nei crediti immobiliari ai consumatori*, *ibid.*, p. 188.

[3] Tra gli altri, R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ. trimestrale*, 2020, p. 322; R. SANTAGATA, *La concessione abusiva di credito al consumo*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 41; M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, p. 687. Già prima della Direttiva 2014/17/UE, v. le riflessioni di A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza"*, in *Dir. banc. fin.*, 2011, I, p. 17. Di recente, sul tema E. CECCHINATO, *La disciplina della verifica del merito creditizio. Tra buona fede e diligenza*, Giappichelli, Torino, 2025.

[4] Chiaro in questo senso è ABF, Collegio Milano, 31 agosto 2015, n. 6429; ma anche ABF, Collegio Napoli, 16 gennaio 2018, n. 1067.

[5] La Direttiva 2008/48/CE interviene a modificare le Direttive 87/102/CEE e 90/88/CEE, relative al riavvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati Membri in materia di credito al consumo. In letteratura, per un primo commento, tra gli altri, v. G. OPPO, *La direttiva comunitaria sul credito al consumo*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, II, p. 539; G. CARRIERO, *Il credito al consumo*, in *Banca d'Italia. Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, n. 48, 1998, poi confluito in ID., *Autonomia privata e disciplina del mercato. Il credito al consumo*, in M. BESSONE (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, XXXI, Giappichelli, Torino, 2007, p. 9; G. DE NOVA, *L'attuazione in Italia delle direttive comunitarie sul credito al consumo*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1992, p. 905; A.A. DOLMETTA, *Due quesiti sulla individuazione della disciplina regolatrice delle operazioni di credito al consumo*, in *Banca borsa*, 1993, I, p. 156. Per le prime riflessioni sul credito al consumo si rinvia ad G. ALPA-M. BESSONE, *Funzione economica e modelli giuridici delle operazioni di "credito al consumo"*, in *Riv. società*, 1975, p. 1359 ss.; G. PIEPOLI, *Il credito al consumo*, Jovene, Napoli, 1976.

nell'offerta di finanziamenti transfrontalieri[6]. In quel contesto, l'introduzione di meccanismi di tutela delle ragioni del consumatore, quasi sempre pensati nella logica della implementazione della relativa libertà di scelta tra i servizi offerti, accompagnava la costruzione del mercato unico completando un disegno complessivamente volto alla attuazione del modello concorrenziale[7].

Tutt'altra la prospettiva del legislatore del 2014, tenuto conto del contesto economico sul quale andava a intervenire[8]. Gli antecedenti della Direttiva 2014/17/UE erano allora rappresentati dalla crisi finanziaria e dal ruolo in essa svolto dal prestito immobiliare e l'obiettivo dalla realizzazione di «un mercato interno più trasparente, efficiente e competitivo, grazie a disposizioni uniformi, flessibili ed eque […], promuovendo sostenibilità nell'erogazione e assunzione dei prestiti e l'inclusione finanziaria e garantendo […] ai consumatori un elevato livello di protezione».

Il legislatore europeo del 2014, in definitiva, partiva dai fallimenti di mercato imputabili, per un verso, ai comportamenti irresponsabili degli intermediari nella concessione dei finanziamenti e, per altro verso, all'insufficienza delle tutele offerte ai consumatori, per costruire un modello normativo dei rapporti banca/cliente in grado di assicurare un credito responsabile e una più efficace tutela, accompagnati da una rinnovata fiducia dei consumatori nel sistema finanziario *lato sensu* inteso[9].

Il resto della storia è noto. Nella Direttiva 2023/2225/UE, la valutazione positiva del merito di credito diventa condizione imprescindibile per la concessione del finanziamento, con la conseguenza che l'eventuale inadempimento del consumatore non dà diritto al finanziatore di risolvere il contratto nel caso in cui, a monte, essa sia mancata o il corrispondente obbligo non sia stati correttamente adempiuto.

Così le discipline risultano infine uniformate.

---

[6] G. DE CRISTOFARO, *La nuova disciplina comunitaria del credito al consumo: la Direttiva 2008/48/CEE e l'armonizzazione «completa» delle disposizioni nazionali concernenti «taluni aspetti» dei «contratti di credito ai consumatori»*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, II, p. 255; L. MODICA, *Il contratto di credito al consumatore nella nuova disciplina comunitaria*, in *Europa dir. priv.*, 2009, p. 785; G. CARRIERO, *Nuova disciplina comunitaria del credito al consumo: linee d'indirizzo, questioni irrisolte, problemi applicativi*, *ivi*, 2009, p. 509.

[7] In ciò non distanziandosi poi molto da quanto è stato detto accadere nei mercati finanziari, dove, coerentemente con l'approccio delle costruzioni neoliberali, la disciplina del mercato è passata per la disciplina della singola transazione (F. DENOZZA, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, p. 13; ID., *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2012, p. 1. Su di un piano più generale, altresì, F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Cedam, Padova, 2011. In argomento la bibliografia è amplissima: seppure con diversità di approcci cfr., G. ALPA, *Il Contratto del terzo millennio: intervento conclusivo*, in *Nuova giur. comm. civ.*, 2018, p.1158; V. ROPPO, *Regolazione del mercato e interessi di riferimento: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente?*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, p. 167; ID., *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, in *Corr. Giur.*, 2009, p. 267; D. VALENTINO, Timeo danaos et dona ferentes. *La tutela del consumatore e delle microimprese nelle pratiche commerciali scorrette*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 1158.

[8] Su quel contesto economico, per due distinte prospettive che alla fine convergono sulla necessità di cambiare passo, R.A. POSNER, *La crisi della democrazia capitalistica*, Bocconi University Press, Milano, 2014; M.R. FERRARESE, *Promesse mancate. Dove ci ha portato il capitalismo*, Il Mulino, Bologna, 2017.

[9] T.V. RUSSO, *Credito immobiliare ai consumatori*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *I contratti bancari*, Torino, 2021, p. 1899; ID., *Valutazione ingannevole del merito creditizio e intervento perequativo del giudice nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Contratto e impresa*, 2020, p. 1486.

Resta aperto il capitolo del rimedio. L'alternativa è conosciuta: soltanto risarcimento del danno o anche nullità del contratto. Se non sussistono ostacoli a prospettare l'azionabilità del rimedio risarcitorio, non altrettanto può dirsi per quello invalidante[10].

Il tema è ampio. Affrontarlo presuppone considerazioni di carattere generale anche sul ruolo del rimedio invalidante nel diritto di derivazione europea. Il suo utilizzo nel contesto delle contrattazioni bancarie è espressione del rinnovato ruolo attribuito al *private enforcement* nei mercati regolati, ciò anche in ragione della strumentalità della tutela dell'interesse del contraente rispetto alla realizzazione di obiettivi di sistema (tra i quali, la stabilità del sistema bancario)[11]. La nullità cambia faccia e trova in questo sopravvenuto quadro normativo obbligata declinazione al plurale. Non più indissolubilmente legata, salvo eccezioni espressamente previste, alla violazione di regole di fattispecie, spesso rappresenta la conseguenza della violazione di regole di condotta.

Di tutto questo è arduo dare conto in poche battute. Basti qui considerare che le opzioni interpretative sono entrambe sul tappeto. La stessa Corte di Giustizia, con la pronuncia resa nella causa C-755/22, senza dubbi di sorta, riconosce la conformità agli artt. 8 e 23 della Direttiva 2008/48/UE della normativa ceca, nella parte in cui dispone la nullità del contratto di finanziamento concluso senza preventiva valutazione del merito di credito del consumatore, attribuendo altresì a quest'ultimo il diritto di restituire il capitale «entro un termine adeguato alle proprie possibilità». Ammette perciò che all'inadempimento dell'obbligo di valutazione del merito di credito possa seguire la nullità del contratto, pure quando il consumatore non abbia subito un pregiudizio dalla relativa omissione. Ciò, sul presupposto che l'evocato obbligo mirerebbe non soltanto a proteggere il cliente dal pericolo di sovraindebitamento, ma anche «a responsabilizzare i creditori e ad evitare la concessione di prestiti a consumatori non solvibili» a chiara tutela, dunque, pure della sana e prudente gestione dell'impresa bancaria[12].

La via della nullità continua a essere percorribile pure a fronte di quanto è previsto nella nuova versione dell'art. 124 *bis* TUB, che recepisce il dettato della Direttiva 2023/2225/UE: «la circostanza che la valutazione del merito creditizio non sia stata effettuata correttamente non può costituire motivo per l'adozione di modifiche unilaterali svantaggiose per il consumatore ovvero per la risoluzione del contratto di credito da parte del finanziatore, salvo che il consumatore abbia intenzionalmente omesso di fornire le informazioni previste dal comma 1-*bis* o abbia fornito informazioni false».

Vero è infatti che in una data prospettiva interpretativa si potrebbe ben osservare che questa previsione comunque presupponga la validità del vincolo; vero è anche però che sussistono argomenti fondanti una lettura opposta[13]. La disposizione prende in esame la fase patologica del rapporto contrattuale, ossia l'inesatto

---

[10] In argomento, F. CIRAOLO, *L'attività di valutazione del merito creditizio tra lacune normative e mercati in trasformazione*, in A.A., *Studi in onore di Sabino Fortunato*, Cacucci, Bari, 2023, p. 2753.

[11] A. TUCCI, *La trasparenza come clausola conformativa e i rimedi*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, p. 511; anche M. SEMERARO, *Le nullità di protezione nel diritto applicato*, in *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, Quaderni di Ricerca giuridica della Consulenza legale, Banca d'Italia, 2024, p. 203.

[12] Corte Giust., C-755/22, 11 gennaio 2024, in *Foro it.*, 2024, IV, c. 181.

[13] Al riguardo anche A. TUCCI, *Riserve di attività e disciplina del contratto nel mercato finanziario. Sanzioni e rimedi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, p. 315.

adempimento o l'inadempimento del debitore, limitandosi, rispetto a essa, a ridurre il ventaglio delle facoltà del creditore e perciò inibendogli o di modificare *in peius* il regolamento contrattuale o di risolvere il contratto. Escluso che l'azione di nullità sia esercitabile dallo stesso creditore, dovendosi la sanzione declinare alla stregua di una nullità di protezione posta a tutela del cliente, detta azione potrebbe restare nondimeno promuovibile dal cliente, ove ne ravvisi l'utilità.

Sul piano della giustificazione concettuale del rimedio, in assenza di una previsione che lo contempli espressamente, l'unica opzione interpretativa sembra essere legare l'esercizio dell'azione alla violazione della stessa norma imperativa che impone la valutazione approfondita del merito di credito, individuando pertanto la sua sede di disciplina nell'art. 1418, comma 1, c.c.[14] Estendere analogicamente la nullità testuale prevista dall'art. 125 *bis* non è infatti operazione agevole, considerato che le norme che impongono, rispettivamente, l'obbligo di valutazione del merito di credito, onde evitare il sovraindebitamento del cliente, e l'obbligo di indicare nel regolamento contrattuale le informazioni concernenti il tipo e le parti del contratto, l'importo totale del finanziamento e le condizioni di prelievo e di rimborso, strumentale quest'ultimo a rendere il testo contrattuale completo nei suoi elementi essenziali e conseguentemente veicolo di informazione degli stessi, sottendono con evidenza *ratio* differenti.

3. LA DISCIPLINA DELLA ESTINZIONE ANTICIPATA NEL CREDITO AI CONSUMATORI. DECRETO *OMNIBUS* E POSSIBILE RIPROPOSIZIONE DI VECCHI PROBLEMI.

Restando sul piano del coordinamento tra vecchie e nuove regole, la questione della estensibilità ai contratti di credito immobiliare ai consumatori dei principi elaborati dalla pronuncia *Lexitor*[15] in tema di estinzione anticipata dei contratti di credito ai consumatori ha di recente trovato soluzione grazie a un percorso interpretativo inverso rispetto a quello seguito in materia discipline sulla valutazione del merito di credito. La scelta iniziale, caduta sulla uniformità del trattamento disciplinare, sembra infatti oramai superata, specie a seguito della decisione della Corte della Giustizia del 2023, causa C-555/21[16]. Ciò, nonostante che il nuovo testo della Direttiva sul credito ai consumatori offra spunti di riflessione nella direzione di una maggiore armonizzazione della regolamentazione applicabile alle due tipologie di finanziamento, a prescindere dal relativo ambito oggettivo, con la chiara riproposizione di alcune regole già previste per il credito immobiliare.

[14] P. SIRENA, *L'integrazione di diritto privato e diritto pubblico nella tutela del cliente bancario*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2024, p. 37.

[15] Corte Giust., C-383/18, 11 settembre 2019, in *Foro it.*, 2019, IV, c. 605 ss.

[16] Corte Giust., C-555/21, 9 febbraio 2023, n. 555, in *Foro it.*, 2023, 3, IV, 109 ss.

Andando con ordine, va anzitutto ricordato che la pronuncia *Lexitor* supera l'orientamento ABF in materia di estinzione anticipata fondato sulla distinzione tra costi *up front* e conti *recurring*[17]: i primi non ripetibili, i secondi invece si. E lo fa nel modo seguente: interpellata sulla portata dell'art. 16, paragrafo 1, della direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori, la Corte di Giustizia riconosce la necessità di interpretare detta disposizione «nel senso che il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato […] includa tutti i costi posti a carico del consumatore»[18].

A monte c'è che «i costi e la loro ripartizione sono determinati unilateralmente dalla banca e che la (loro) fatturazione […] può includere un certo margine di profitto», sicché limitare la restituzione soltanto a quelli che maturano in corso di rapporto «comporterebbe il rischio che il consumatore si veda imporre pagamenti non ricorrenti più elevati al momento della conclusione del contratto di credito, poiché il soggetto concedente il credito potrebbe essere tentato di ridurre al minimo i costi dipendenti dalla durata del contratto»[19]. Senza considerare che «il margine di manovra di cui dispongono gli istituti creditizi nella loro fatturazione e nella loro organizzazione interna rende, in pratica, molto difficile la determinazione, da parte di un consumatore o di un giudice, dei costi oggettivamente correlati alla durata del contratto»[20].

L'approccio della Corte di Giustizia è chiaramente differente rispetto a quello dell'Arbitro bancario finanziario. È di tutela sostanziale del consumatore: data la non controllabilità a opera del giudice della distribuzione dei costi da parte dell'intermediario, la scelta, pure ragionevole, di limitare il rimborso a quelli che maturano in corso di rapporto viene reputata inadeguata a garantire una effettiva tutela del cliente. Il bilanciamento degli interessi è così effettuato alla luce del principio del massimo effetto utile della Direttiva, in linea peraltro con i più recenti orientamenti della stessa Corte di Giustizia sul ruolo della trasparenza nella tutela del contraente debole e in materia di clausole abusive nei contratti con il consumatore[21].

---

[17] La *ratio* sottesa al bilanciamento di interessi offerto dalla soluzione dell'ABF non è stata condivisa in modo unanime in dottrina: così U. MALVAGNA, *Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della «cessione del quinto»*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, p. 1532; F. QUARTA, *Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni del costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità)*, *Riv. dir. banc.*, 2013, p. 5.

[18] Corte Giust., C-383/18, 11 settembre 2019, cit., c. 605 ss.

[19] Corte Giust., C-383/18, 11 settembre 2019, *u.l.c.*

[20] Corte Giust., C-383/18, 11 settembre 2019, *u.l.c.*

[21] Su questo piano, significativo è il frequente riferimento, nella giurisprudenza della Corte di Giustizia, al carattere dissuasivo del rimedio da applicare in ipotesi di violazioni di regole di trasparenza. Anche grazie al contributo di questa giurisprudenza, in punto di definizione di ciò che è adempimento degli obblighi di informazione, si è acquisita da tempo la consapevolezza che a tale fine non è sufficiente la consegna di un prospetto informativo chiaro e formalmente corretto ove questo non riesca a dare la percezione dell'effettivo rischio che il cliente assume con la sottoscrizione del contratto. Al riguardo, notissimo è il filone di pronunce sui contratti di finanziamento in valuta estera: Corte Giust. 3.4.2014, C-26/13 *Kasler contro OTP Jelzálogbank Zrt*; Corte Giust. 3.12.2015, C-312/14 *Banif Plus Bank Zrt. contro Lantos*; Corte Giust. 20.9.2017, C-186/16 *Ru. Pa. An. e altri contro Banca Românească SA*, tutte in *curia.europa.eu*. In dottrina, pongono l'accento su tale profilo M.R. MAUGERI, *Omissione di informazioni e rimedi nel credito al consumo. La decisione della CGE 42/15 e la proporzionalità dell'apparato rimediale italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, p. 134 ss.; S. PAGLIANTINI, *I mutui indicizzati ed il mito di un consumatore "costituzionalizzato": la "dottrina" della corte di giustizia da* árpád kásler a dziubak, in *Leggi civ. comm.*, 2019, p. 1258

Quanto accaduto dopo è storia. La disciplina primaria applicabile per il futuro è stata modificata ed è stata introdotta per i rapporti già in essere una disciplina intertemporale, poi caduta sotto la scure della pronuncia della Corte costituzionale[22].

In particolare, con l'obiettivo di fare rivivere per il passato la disciplina pregressa, l'art. 11 *octies*, comma 2, d.l., 25 maggio 2021, n. 73, disponeva che «alle estinzioni anticipate dei contratti sottoscritti prima della data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto continuano ad applicarsi le disposizioni dell'articolo 125-*sexies* del testo unico di cui al decreto legislativo n. 385 del 1993 e le norme secondarie contenute nelle disposizioni di trasparenza e di vigilanza della Banca d'Italia vigenti alla data della sottoscrizione dei contratti». Su questa previsione fu sollevata questione di costituzionalità, accolta dalla Corte Costituzionale sul presupposto della retroattività dei principi di diritto formulati dalla Corte di giustizia in sede di rinvio pregiudiziale[23]. Riconosciuto che la vecchia formulazione dell'art. 125 *sexies* avrebbe potuto essere considerata compatibile con quanto enunciato nella sentenza *Lexitor* e che, invece, proprio il rinvio alle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia avrebbe reso impossibile una interpretazione conforme, la Consulta ne ha dichiarato la parziale incostituzionalità[24].

La disciplina intertemporale è oggi sostituita da quella recata dall'art. 27 della legga di conversione del c.d. Decreto *omnibus* del 9 ottobre 2023, n. 136, che così dispone: «nel rispetto del diritto dell'Unione europea, come interpretato dalle pronunce della Corte di Giustizia dell'Unione europea, in caso di estinzioni anticipate dei contratti sottoscritti prima della data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto continuano ad applicarsi, fatte salve le disposizioni del codice civile in materia di indebito oggettivo e di arricchimento senza causa, le disposizioni dell'articolo 125-*sexies* del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, vigenti alla data della sottoscrizione dei contratti; non sono comunque soggette a riduzione le imposte».

La norma avrebbe ben potuto essere considerata idonea a fare rivivere le questioni interpretative sorte all'indomani della pronuncia *Lexitor*, con specifico riferimento alla applicabilità ai rapporti pregressi del principio di diritto in essa contenuto sulla ripetibilità dei costi imposti nel contratto di credito e dunque riscossi dall'intermediario, ma destinati a remunerare l'attività di terze parti. Ciò, per il passato, ma forse anche per il

---

ss.; ID., *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra corte di giustizia, corte costituzionale ed abf: "il mondo di ieri" o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contratti*, 2014, p. 853 ss.; ID., *La trasparenza consumeristica tra "dottrina" della Corte ed equivoci interpretativi*, in *Eur., dir., priv.*, 2019, p. 651 ss; E. NAVARRETTA, *Il contratto «democratico» e la giustizia contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, p. 1262 ss.

[22] Corte cost., 22 dicembre 2022, n. 263, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, p. 453.

[23] Corte cost., 22 dicembre 2022, n. 263, cit., p. 453 ss., con nota di L. CACOPARDI, *Il "diritto" alla riduzione del costo totale del credito: tra duty of consistent interpretation e ipertutela del consumatore*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2023, p. 465.

[24] Corte cost., 22 dicembre 2022, n. 263, *l.u.c.* Da ultimo, v. Cass., 16 ottobre 2024, n. 26917; Cass. 13 giugno 2024, n.16550 e Cass., 28 maggio 2024, n.14836, in *de jure*, tutte commentate da S. PAGLIANTINI e R. PARDOLESI, *Il dilemma dell'estinzione anticipata tra una cassazione sonnecchiante e un Bundesgerichtshof in gran spolvero*, in *Foro it.*, 2024, I, c. 3218; nonché Cass., 6 settembre 2023, n. 25977, *ibid.*, 2023, I, c. 2801, che estendo i principi della pronuncia *Lexitor* a un contratto concluso sotto la vigenza dell'art. 125 *sexies* del T.U.B., nella versione antecedente alle modifiche inserite con il d. lgs n. 141 del 2010.

futuro, considerata la *vis expansiva* del rinvio ai principi generali dell'indebito e dell'ingiustificato arricchimento senza causa; rinvio il quale avrebbe potuto essere letto come un tentativo di ricondurre il regime delle restituzioni in ipotesi di estinzione anticipata del credito ai consumatori alla logica commutativa cara al codice civile[25].

Così tuttavia non sembra che possa essere. Soprattutto per i rapporti futuri, dirimente è il testo della nuova Direttiva UE 2225/2023 sul credito ai consumatori, il cui art. 29 stabilisce che in caso di estinzione anticipata «il consumatore ha diritto a una riduzione del costo totale del credito […] per la restante durata del contratto. Nel calcolare tale riduzione devono essere presi in considerazione tutti i costi che il creditore pone a carico del consumatore»[26]. In particolare, l'art. 125 *sexies* Tub, come riformulato a seguito del recepimento della Direttiva[27], dispone espressamente al comma 1 *bis* che «la riduzione del costo totale del credito è proporzionata alla durata residua del contratto di credito e comprende anche i costi che non dipendono dalla durata di tale contratto di credito, inclusi quelli relativi ad attività pienamente esaurite all'atto della concessione del credito, e le spese addebitate dal finanziatore a favore di un terzo. Sono escluse dal calcolo della riduzione le imposte e le spese applicate da un terzo e pagate direttamente a quest'ultimo dal consumatore e che non dipendono dalla durata del contratto di credito».

4. *SEGUE*. L'ESTINZIONE ANTICIPATA NEL CREDITO IMMOBILIARE.

Tanto premesso sulla evoluzione della disciplina in materia di estinzione anticipata nei contratti di credito ai consumatori, resta infine da analizzare come essa abbia influenzato le corrispondenti regole sul credito c.d. immobiliare ai consumatori.

Dapprima costituite da un secco rinvio all'art. 125 *sexies* Tub, dopo la pronuncia *Lexitor* della Corte di Giustizia sono confluite nell'art. 120 *quaterdecies*.1, introdotto dall'art. 11 *octies*, comma 1, d.l., 25 maggio 2021, n. 73 (c.d. Decreto sostegni *bis*) con il chiaro intento di riproporre per i rapporti di credito immobiliare, ai fini della determinazione del *quantum* da rimborsare, la distinzione tra costi *up front* e *recurring*.

Il menzionato articolo infatti, nel disporre che «il consumatore può rimborsare anticipatamente in qualsiasi momento, in tutto o in parte, l'importo dovuto al finanziatore e ha diritto a una riduzione del costo totale del credito, in misura pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto», replica il dato testuale della vecchia versione dell'art. 125 *sexies* Tub, che sulla base della interpretazione fornita prima della pronuncia *Lexitor* avrebbe dato diritto soltanto alla riduzione dei costi legati alla durata del contratto,

---

[25] Reputa che un simile tentativo non sarebbe coerente con i principi del diritto europeo nella materia specifica della estinzione anticipata del credito ai consumatori E. BARGELLI, *Anticipata estinzione dei contratti di credito al consumo e restituzione dei costi accessori: il ruolo dell'indebito e dell'ingiustificato arricchimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, p. 204. In senso contrario A. ZOPPINI, *Osservatorio - La novella sull'estinzione anticipata dei contratti di credito al consumo*, *ibidem*, 2024, p. 507.

[26] In dottrina, su questo profilo, U. MALVAGNA, *Estinzione anticipata, riduzione del costo totale del finanziamento e struttura del mercato del credito ai consumatori*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, pp. 1-10.

[27] V. lo Schema di recepimento governativo della direttiva (UE) 2023/2225, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE, 27 ottobre 2025.

escludendo tutti gli altri. E riproduce l'art. 25 della Direttiva 2014/17/UE, il quale, nella traduzione italiana, fa riferimento agli interessi e ai costi «dovuti per la restante durata del contratto»[28].

Sul piano teorico, ci sarebbe da riflettere sulla idoneità di detto intervento normativo a escludere l'estensibilità dei principi espressi dalla pronuncia *Lexitor* anche ai contratti di credito immobiliare. Il cuore del problema è anzitutto l'individuazione della portata dell'art. 25 della Direttiva 2014/17/UE e, in particolare, della sua compatibilità con i principi enucleati dalla evocata pronuncia[29]. Senonché, a poco tempo di distanza dalla introduzione dell'art. 120 *quaterdecies*.1, esattamente sulla interpretazione dell'art. 25 della Direttiva 2014/17/UE è intervenuta la stessa Corte di Giustizia a escludere per tale tipologia di rapporti la rimborsabilità dei costi *up front*[30].

Per inciso, va detto che in sede applicativa l'estensione dei principi della pronuncia *Lexitor* alla estinzione anticipata del c.d. credito immobiliare ai consumatori è stata sempre controversa, a prescindere quindi dallo specifico dato letterale della disposizione[31]. Già prima della riforma, i Collegi dell'Arbitro bancario e finanziario si divisero sin da subito. Un primo orientamento, sul presupposto della esclusione dei finanziamenti garantiti da ipoteca su beni immobili (art. 122, lett. f), Tub) dal novero delle ipotesi riconducibili al credito ai consumatori, riferirono la sentenza della Corte di Giustizia «esclusivamente alla Direttiva 2008/48/CE», reputando perciò che non fosse «corretto, sul piano formale, postularne *sic et simpliciter* la diretta ed automatica applicazione anche alla Direttiva 2014/17/UE, sul credito immobiliare al consumatore»[32]. La conseguenza fu il riconoscimento della riduzione del costo totale del credito alle condizioni dettate sulla base della primissima interpretazione dell'art. 125 *sexies* Tub, fondata sulla distinzione tra costi *up front* e *recurring*.

Di segno opposto fu invece l'altro orientamento, mosso dalla necessità di assicurare una tutela omogenea ai clienti in sede di estinzione anticipata, a prescindere dalla diversità di ambito applicativo delle due Direttive[33].

---

[28] R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato del credito ai consumatori (e del credito immobiliare)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, p. 179.

[29] Che sembra esclusa da F. MEZZANOTTE, *Il rimborso anticipato nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, p. 109, il quale manifesta altresì molte perplessità sulla compatibilità dei principi espressi dalla pronuncia *Lexitor* con l'art. 25 Direttiva 2008/48/CE. In quest'ultima direzione già G. DE CRISTOFARO, *Estinzione anticipata del debito e quantificazione della "riduzione del costo totale del credito" spettante al consumatore: considerazioni critiche sulla sentenza "Lexitor"*, cit., p. 287.

[30] Corte Giust., C-555/21, 9 febbraio 2023, n. 555, in *Foro it.*, 2023, IV, c. 109, commentata da D. ACHILLE, *Estinzione anticipata del credito (immobiliare) ai consumatori e "riduzione del costo totale del credito": "*melius re perpensa*"*, in *Foro it.*, 2023, p. 134; L. BOLDURESCO, *Estinzione anticipata dei contratti di credito immobiliare ai consumatori. Nota a margine di corte giust. Ue, causa c-555/21*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2023, p. 520. Nella pronuncia si legge che il diritto alla riduzione del costo totale del credito «non è volto a porre il consumatore nella situazione in cui si (sarebbe trovato) qualora il contratto di credito fosse stato concluso per un periodo più breve, un importo inferiore o, più generalmente, a condizioni diverse», mirando, invece, «ad adattare tale contratto in funzione delle circostanze del rimborso anticipato». Ne conseguirebbe che «siffatto diritto non può includere i costi che, indipendentemente dalla durata del contratto, siano posti a carico del consumatore a favore sia del creditore che dei terzi per prestazioni che siano già state eseguite integralmente al momento del rimborso anticipato».

[31] Corte Giust., C-383/18, 11 settembre 2019, cit., c. 605 ss.

[32] ABF, Collegio Napoli, 21 gennaio 2021, n. 1753; ABF, Collegio Palermo, 11 agosto 2021, n. 18803.

[33] ABF, Collegio Bari, 12 novembre 2020, n. 20119.

L'esito interpretativo di questi Collegi territoriali andò dunque nella direzione della rimborsabilità di tutti i costi del credito, senza che potesse assumere rilievo la relativa qualificazione quali costi prodromici alla conclusione del contratto o di carattere esecutivo[34].

Dopo la riforma del 2021 e la successiva pronuncia della Corte di Giustizia C-555/21, 9 febbraio 2023, n. 555 i termini del dibattito sono in parte cambiati, ma il cuore del problema è rimasto sempre lo stesso: l'individuazione della portata dell'art. 25 della Direttiva 2014/17/UE e, in particolare, della sua compatibilità con i principi espressi dalla pronuncia *Lexitor*[35]. D'altra parte, il dato testuale del primo comma del menzionato articolo è quasi identico a quello contenuto nell'art. 16, comma 1, della Direttiva 2008/48/CE, rispetto al quale proprio la Corte di Giustizia con la sentenza *Lexitor* ha riconosciuto l'insufficienza dell'espressione «dovuti per la restante durata» del rapporto a escludere dal calcolo del rimborso anche i costi corrispettivi di attività già eseguite al momento della conclusione del contratto[36].

Esattamente dalla relazione tra queste previsioni partono i giudici di Lussemburgo nella pronuncia *UniCredit Bank Austria AG* c. *Verein für Konsumenteninformation*[37]. Constatata la quasi identità del dato testuale, ciò che a loro opinione dirigerebbe verso una interpretazione differente è la diversa modalità di determinazione dei costi nelle due tipologie di rapporti: rimessa al prospetto informativo da consegnare al cliente prima della conclusione del contratto, nei finanziamenti immobiliari al consumatore; determinati unilateralmente dalla banca, nei contratti di credito ai consumatori. Gli obblighi imposti ai finanziatori di specificare nel dettaglio i costi

---

[34] Per nulla risolutivo è il riferimento alla natura del rinvio, formale o materiale, presente nel vecchio testo dell'art. 120 *noviesdecies*, poiché rinuncia a un'interpretazione funzionale del dato normativo che tenga conto delle peculiarità strutturali e funzionali proprie delle fattispecie cui va applicato. Come pure nella direzione del riconoscimento di trattamenti differenti, non sembra reggere l'argomentazione, del pari meramente formale, che fa leva sulla esclusione, dall'ambito applicativo della direttiva sul credito ai consumatori, dei finanziamenti garantiti da ipoteche su beni immobili. Da un lato, è nella facoltà del legislatore europeo scegliere, attraverso la Direttiva 2014/17/UE, in favore del rafforzamento delle tutele del cliente consumatore controparte di un mutuo ipotecario. Scelta in effetti fatta proprio con quest'ultima Direttiva. Dall'altro, è parimenti nella facoltà del legislatore italiano scegliere nella direzione della estensione della disciplina sulla estinzione anticipata sui contratti di credito ai consumatori anche ai rapporti di credito immobiliare, purché una tale opzione legislativa non sia in contrasto con il diritto europeo.

[35] Va detto che buona parte degli Autori che si sono occupati del tema già prima dell'intervento della Corte di Giustizia hanno valorizzato, da un lato, le specificità dei rapporti di credito immobiliare e, dall'altro, le differenze correnti tra l'artt. 16 della Direttiva 2008/48/CE e l'art. 25 della Direttiva 2014/17/UE, specie per quel che concerne le regole dettate per la commissione di estinzione anticipata, arrivando così alla conclusione della inconciliabilità dei principi espressi dalla pronuncia *Lexitor* con il dettato del menzionato art. 25: su questi specifici profili R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato del credito ai consumatori (e del credito immobiliare)*, cit., p. 179; F. MEZZANOTTE, *Il rimborso anticipato nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, cit., p. 107.

[36] Sicché, assodata la compatibilità dell'art. 25 della Direttiva 2014/17/UE con i principi espressi nella *Lexitor,* la scelta del regime applicabile resterebbe pur sempre affidata al criterio della ragionevolezza, valutando, da un lato, l'esigenza in chiave di ricostruzione del sistema di un trattamento omogeneo di rapporti accomunati dalla medesima qualità soggettiva della controparte dell'intermediario e, dall'altro, eventuali peculiarità del credito immobiliare che possano fare propendere per la differenziazione degli statuti.

[37] Corte Giust., C-555/21, 9 febbraio 2023, n. 555, *l.u.c.*

consentirebbero dunque un maggior controllo del relativo operato, non giustificando pertanto l'attribuzione del diritto al rimborso delle spese corrispettive di attività oramai esaurite alla conclusione del contratto.

A monte c'è la necessità di valutare la coerenza della interpretazione data con gli obiettivi perseguiti dalla Direttiva, tenuto conto delle specificità dei rapporti immobiliari. Necessità senza dubbio condivisibile, che tuttavia non può cancellarne un'altra: quella di considerare, in chiave di valutazione della ragionevolezza della soluzione accolta, le conseguenze che dall'una o dall'altra possono discendere in prospettiva di sistema.

Invero, il dato testuale dell'art. 25 della Direttiva 2014/17/UE sembra compatibile con entrambe le opzioni interpretative. Da un lato, i profili di regolamentazione della fase antecedente alla conclusione del contratto (*id est*, del prospetto informativo europeo recante il dettaglio dei costi imposti al cliente) possono ben avallare la scelta nella direzione della esclusione, in sede di rimborso, di tutti i costi prodromici alla conclusione del contratto. Come pure nella medesima direzione può andare la circostanza che, a differenza di quanto prescritto per il credito ai consumatori, nei contratti di credito immobiliare il riconoscimento di un equo indennizzo al finanziatore in ipotesi di estinzione anticipata sia rimesso alla volontà degli Stati membri, ai quali è rimessa anche la possibilità di porre limiti allo stesso diritto del consumatore di estinguere, *ante diem*, il rapporto.

Dall'altro, e in senso contrario, va ricordato che in molti ordinamenti, compreso quello italiano, per i rapporti di credito ai consumatori vigono regole di trasparenza assai simili a quelle introdotte con la Direttiva 2014/17/UE, anche grazie al contributo delle Autorità di vigilanza, e che proprio l'ultima Direttiva (2023/2225/UE), pur muovendo verso un forte riavvicinamento delle due discipline, testimoniato tra l'altro dalla previsione di un Prospetto informativo europeo standardizzato non molto diverso da quello che correda la Direttiva sul credito immobiliare, continua a riconoscere la rimborsabilità di tutti i costi posti a carico del cliente[38]. Che, infine, la possibilità di escludere la commissione di estinzione, da molti evocata per giustificare l'interpretazione più restrittiva, è pur sempre una scelta rimessa ai singoli Stati; scelta che perciò può andare nella direzione opposta, ai fini di un allineamento delle due discipline[39]. In sé pertanto non decisiva a orientare il significato della disposizione in un senso o nell'altro[40].

[38] Così secondo U. MALVAGNA, *Estinzione anticipata, riduzione del costo totale del finanziamento e struttura del mercato del credito ai consumatori*, cit., pp. 1-10.

[39] Resta aperto il tema della diversità di questi costi. Nella Direttiva sul credito immobiliare molte voci – come ad esempio quelle legate alle formalità per la costituzione di ipoteca – sono corrispettive di attività prodromiche alla conclusione del contratto. Non è detto tuttavia che questa circostanza giustifichi una scelta nella direzione della differenziazione. Anche nel credito ai consumatori una serie di costi riguardano le attività preliminari. Li però l'opzione legislativa, nonostante la presenza di regole di trasparenza che pongono limiti alla discrezionalità dell'intermediario nel modo di dettagliare i costi, è comunque nel segno del relativo rimborso.

[40] Oltretutto secondo Corte Giust., 14 marzo 2024, n. 536, in *Foro it.*, 2024, 12, IV, 585 ove applicata, la commissione di estinzione anticipata prevista in un contratto di credito immobiliare può tenere conto della perdita economica sofferta dal creditore a causa del rimborso anticipato, anche in relazione agli interessi non percepiti.

5. *SEGUE*. UNA QUESTIONE DI RAGIONEVOLEZZA.

L'ambivalenza dell'art. 25, pure calato nel contesto proprio dei rapporti che va a regolamentare, pone dunque in apice il tema della ragionevolezza della differenziazione delle regole applicabili alle due tipologie di rapporti. Non è da escludere che, a fronte di prospetti informativi chiari e controllabili, la scelta di assicurare la rimborsabilità dei soli costi *recurring* sia la più razionale e forse anche ragionevole. In questa prospettiva è forse giustificabile la corrente interpretazione dell'art. 120 *quaterdecies.1* Tub, considerato tra l'altro che detto articolo non prevede alcuna commissione di estinzione anticipata a vantaggio del finanziatore: nell'escludere la restituzione dei costi prodromici alla conclusione del contratto, nega, quale forma di contemperamento tra gli interessi delle parti, proprio il diritto del finanziatore a pretendere la commissione di estinzione[41].

Resta nondimeno la difficoltà di giustificare un trattamento differenziato in chiave di ricostruzione del sistema, avuto soprattutto riguardo al progressivo riavvicinamento dei due blocchi di discipline – del credito ai consumatori, da un lato; del credito immobiliare, dall'altro – per come esso emerge dalla Direttiva 2023/2225/UE.

L'inconciliabilità delle pronunce *Lexitor* e *UniCredit Bank Austria AG* è anche il portato del diverso approccio avuto dalla Corte di Giustizia nella interpretazione del dato normativo: espressivo di una logica di giustizia sostanziale nella prima decisione, dove i giudici di Lussemburgo hanno avuto quale obiettivo quello di realizzare una chiara ed effettiva tutela del cliente; di ispirazione più schiettamente regolatoria nella seconda, dove gli stessi giudici hanno affidato la protezione dell'interesse del finanziato alle regole di trasparenza bancaria, rinviando all'autorità giudiziaria il controllo sulla relativa osservanza[42]. L'esito, come detto, è stata la differenziazione degli statuti contrattuali pure in assenza di elementi decisivi, che, con specifico riferimento alla fase di estinzione anticipata, potessero giustificare una tale scelta.

---

[41] Cfr., R. SANTAGATA, *Prime note sulla nuova disciplina del rimborso anticipato del credito ai consumatori (e del credito immobiliare)*, cit., p. 179.

Va peraltro aggiunto che la mancata previsione di una commissione di estinzione anticipata si dimostra scelta coerente con l'impianto complessivo della disciplina dei mutui immobiliari nel nostro ordinamento, considerato quanto disposto dall'art. 120 *ter* Tub, secondo la quale «è nullo qualunque patto o clausola, anche posteriore alla conclusione del contratto, con il quale si convenga che il mutuatario sia tenuto al pagamento di un compenso o penale o ad altra prestazione a favore del soggetto mutuante per l'estinzione anticipata o parziale dei mutui stipulati o accollati a seguito di frazionamento, anche ai sensi del decreto legislativo 20 giugno 2005, n. 122, per l'acquisto o per la ristrutturazione di unità immobiliari adibite ad abitazione ovvero allo svolgimento della propria attività economica o professionale da parte di persone fisiche. La nullità del patto o della clausola opera di diritto e non comporta la nullità del contratto».

[42] Coerente con tale approccio è Corte Giust., 17 ottobre 2024, n. 76, in *Foro it.*, 2024, IV, c. 585 la quale ammette il rimborso della commissione connessa alla concessione di un credito immobiliare a un consumatore e pagata *una tantum* in ragione dell'inadempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo di informare il cliente sulla natura non ricorrente del costo. In dottrina, S. PAGLIANTINI, *Cronistoria di una marcia al supplizio: l'estinzione anticipata dei contratti di credito ipotecario b2c fra trasparenza, metodo di calcolo e pretesa al lucro cessante del finanziatore*, *ibidem*, c. 608.

SOSTENIBILITÀ INGANNEVOLE: IL *GREENWASHING* NELL'ERA ESG

Claudio D'Alonzo

Sostenibilità ingannevole: il *greenwashing* nell'era ESG*

(*Deceptive sustainability: greenwashing in the ESG era*)

Claudio D'Alonzo

Ricercatore di Diritto Commerciale presso l'Università Cattolica Nostra Signora del Buon Consiglio

ABSTRACT [En]:

Sustainability is a strategic goal and is seen as a beacon that guides also business activity, to the extent that the concept is evoked from different perspectives. It remains to be seen how ESG factors are to be pursued. In fact, companies may disclose incomplete and, consequently, unreliable information. The reference is to so-called greenwashing practices for which the European Union has recently issued a Directive. However, carrying out a business in a sustainable manner is not just a marketing operation, but it also requires a transformation of the organisational models and structures already adopted.

Keywords: sustainability; ESG; business; greenwashing

ABSTRACT [IT]:

La sostenibilità è un obiettivo strategico e viene vista come un faro che guida anche l'attività di impresa, al punto che il concetto viene evocato da più parti. Resta da vedere come i fattori ESG debbano essere perseguiti. Infatti, può accadere che vengano divulgate informazioni incomplete e, di conseguenza, inaffidabili. Il riferimento è alle cosiddette pratiche di greenwashing per le quali l'Unione Europea ha recentemente emanato una Direttiva. Tuttavia, lo svolgimento dell'attività di impresa in modo sostenibile non si traduce unicamente in un'operazione di marketing e di comunicazione, ma implica un'operazione che può coinvolgere tutta la struttura imprenditoriale.

Parole chiave: sostenibilità; ESG; impresa; *greenwashing*.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Il problema della sostenibilità – 3. La sostenibilità e l'attività economica – 4. Il problema del *greenwashing* – 5. La normativa europea – 6. Conclusioni

1. INTRODUZIONE.

Negli ultimi anni l'attenzione verso la sostenibilità sociale e ambientale è aumentata non solo in campo economico, ma in tutti gli aspetti della vita quotidiana[1]; ciò sia quale risposta ai disastri ambientali verificatisi e che continuano a susseguirsi, sia perché la pandemia da Covid-19 ha reso evidente la necessità di volgere lo sguardo ad un futuro basato su un sistema economico e sociale diverso da quello a cui siamo abituati[2]. Infatti, i singoli individui tendono ad acquistare prodotti o ad utilizzare servizi che contribuiscono a ridurre l'impatto ambientale; di qui il ricorso da parte delle imprese a strategie di *marketing* e di comunicazione per sfruttare la sempre più crescente domanda di comportamenti rispettosi dell'ambiente. La divulgazione di informazioni circa le conseguenze dell'attività svolta sull'ambiente assume rilievo anche dal punto di vista della competitività sul mercato e molte imprese stanno aumentando il proprio apparato informativo in tal senso[3]. Tuttavia, può accadere che i dati diffusi siano poco corretti. Il riferimento è alle cosiddette pratiche di *greenwashing*[4], attraverso le quali molte imprese, consapevoli che prodotti e servizi sostenibili sono facilmente posti sul mercato, tentano di mostrare la loro attenzione ai consumatori e al pianeta[5]. Infatti, spesso accade che le imprese ricorrano a tecniche diverse, quali l'utilizzo di un linguaggio volutamente vago e generico, per attirare potenziali clienti e fornire un'immagine sostenibile di loro stesse, senza però dare conto di quali siano le strategie e le iniziative che consentono un maggior rispetto dell'ambiente e riducono l'impatto ecologico dell'attività esercitata[6]; ciò significa che attraverso un comportamento di questo tipo, vengono utilizzate informazioni fuorvianti per attirare l'attenzione del pubblico, pur in assenza di corrispondenza tra quanto dichiarato e quanto effettivamente fatto[7].

---

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

[1] Cfr. M. STELLA RICHTER jr., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 29.

[2] Cfr. D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, p. 1024; R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del* Green New Deal *europeo*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 288.

[3] L. ZOBOLI, *Il* greenwashing *e la tutela della corretta comunicazione d'impresa*, in *Riv. dir. bancario*, 2024, p. 277 ss.

[4] D. BEVILACQUA, *Il* greenwashing *e la tutela dei consumatori*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2024, p. 448 evidenzia che il termine è stato coniato nel 1986 da Jay Westerveld. Negli stessi termini, L. ZOBOLI, *Il* greenwashing cit., p. 295. M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria e l'azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 334 ss. precisa che si tratta di un neologismo ormai entrato nell'uso comune. Sul tema,si rimanda, tra gli altri a G. MARCATAJO, *Trasparenza del mercato, tutela del consumatore e* green washing, in *Jus* online, 2022, 6, p. 192 ss.; M. SENFTLEBEN, *Protection against unfair competition in the European Union: from divergent national approaches to harmonized rules on search result rankings, influencers and greenwashing*, in *Journal of Intellectual Property Law and Practice*, vol. 19(2), 2024, p. 149; T.M.J. MÖLLERS, *European Green Deal: Greenwashing and the Forgotten Good Corporate Citizen as an Investor*, in *Columbia Journal of European Law*, Vol. 28, No. 2, 2022, p. 203; A. DI DOMENICO, H. DO, R. SPILLETTE, *Greenwashing: What Is It and Why It Matters*, in *Canadian Competition Law Review*, vol. 35, n. 1, 2022, p. 83.

[5] L. BOTTI, Greenwashing *e comunicazione d'impresa. L'ecologismo di facciata*, in *Dir. ind.*, 2024, p. 497.

[6] Cfr. Cons. Stato, sez. VI, 27 aprile 2017, n. 1960.

[7] S. MAURUTTO, *Dalla società* benefit *alla CRSD: modelli e paradigmi in bilico tra imprenditorialità sostenibile e* green washing, in *Ilcaso.it*, 2023, p. 18 ss., la quale precisa che spesso manca una volontà consapevole alla base dei comportamenti attuati dalle imprese, che pensano di fare del bene, ma non producono risultati e dati realmente significativi. A. BORDIN, C. BOVINO, *Direttiva* Green Claims, *in arrivo le norme contro il* greenwashing, in *Ambiente & Sviluppo*, 2023, p. 521, specificano che obiettivo di questa pratica è anche quello di distogliere l'attenzione dell'opinione pubblica dagli effetti negativi per l'ambiente causati dall'attività svolta.

Il fenomeno può verificarsi in diverse aree, tra qui quella finanziaria, ove riguarda i singoli prodotti o l'attività degli emittenti e produce conseguenze sulla competitività delle imprese che attuano tali condotte[8]. In questo specifico settore, assumono rilevanza alcuni interventi normativi dell'Unione Europea, tra i quali l'*Action Plan* sulla finanza sostenibile del 2018, il Regolamento sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* – SFDR)[9] e il Regolamento Tassonomia (*Taxonomy Regulation* – TR)[10], il cui obiettivo è fornire strumenti utili a qualificare gli investimenti sostenibili, nonché a comunicarne le caratteristiche agli investitori[11]. Il metodo di divulgazione degli obblighi informativi relativi alla sostenibilità è contenuto in atti di disciplina secondaria e, in particolare, nei *Regulatory Technical Standard* (RTS)[12].

Il *greenwashing* è oggetto di studio in ambito giuridico ed extragiuridico e sebbene non sia facile darne una definizione[13], molteplici sono stati i tentativi in tal senso [14]; le ricerche effettuate hanno preso in considerazione gli aspetti relativi alla tutela del consumatore, alla protezione della concorrenza e alla gestione delle imprese[15]. Nonostante la varietà di definizioni fornite, sembra possibile affermare che il *greenwashing* sia un *"ambientalismo di facciata"*[16] cui le imprese fanno ricorso al fine di attirare l'attenzione dei diversi soggetti interessati, tra cui i consumatori e gli investitori, che sono maggiormente sensibili al tema della sostenibilità e alterare le loro scelte. In questo modo, i consumatori vengono affascinati dal messaggio lanciato e sono indotti ad acquistare

---

[8] M. SENESE, *"Finanziarietà" delle informazioni di sostenibilità e responsabilità del revisore*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2026, p. 98.

[9] Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

[10] Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

[11] A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al* greenwashing: *le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. bancario*, 2022, p. 518 ss.

[12] E. COLLETTI, *Green deal, sostenibilità, intelligenza artificiale. luci e ombre della recente Direttiva UE 2024/1760 sulla corporate sustainability due diligence*, in *Contratto e impresa*, 2025, p. 516.

[13] Le tre autorità europee di supervisione dei mercati finanziari (ESMA, EBA ed EIOPA) hanno recentemente definito il *greenwashing* come "*a practice where sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants"*. Cfr. ESMA, *Progress report on greenwashing. Response to the European Commissions'request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies*, 2023, p. 5.

[14] Cfr. S. VIEIRA DE FREITAS NETTO, M. F. FALCÃO SOBRAL, A. R. BEZERRA RIBEIRO, G. R. DA LUZ SOARES, *Concepts and forms of greenwashing: a systematic review*, in *Environmental Sciences Europe*, 2020, p. 1 ss.; T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in ASA University Review, 2013, 7, 1, p. 81 ss. Si veda anche M. SIRI, *Finanza sostenibile e* greenwashing, in M. VENTORUZZO, P. MARCHETTI, G. STRAMPELLI, F. URBANI, S. P. ROSSI (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, II, Giuffrè, Milano, 2024, p. 763 ss., il quale evidenzia la presenza di plurime definizioni di *greenwashing*; M. LAMANDINI, *La definizione di* greenwashing, in A. BASSI, M. LAMANDINI, G. MOLLO, A. TROISI, F. VELLA (a cura di), Greenwashing *e tutela del consumatore per un'economia sostenibile. Quaderni giuridici Consob*, 2025, p. 32 ss.

[15] A. DAVOLA, *Informativa* cit., p. 514. In ambito europeo ed extraeuropeo, si vedano, tra gli altri, G. TSAGAS, *A Proposal for Reform of EU Member States' Corporate Governance Codes in Support of Sustainability*, in *Sustainability*, 2020, p. 12; M. CHERRY, *The Law and Economics of Corporate Social Responsibility and Greenwashing*, in *U.C. Davis Business Law Journal*, 2014, p. 282; D. SCHMUCK, J. MATTHES, *Misleading Consumers with Green Advertising? An Affect–Reason–Involvement Account of Greenwashing Effects in Environmental Advertising*, in *Journal of Advertising*, 2018, 2, p. 127; COMMISSIONE EUROPEA, *Screening of websites for 'greenwashing': half*

of green claims lack evidence, 2021.

[16] A. PISTILLI, *Non sempre verde è quel che verde appare: i nuovi strumenti a tutela del consumatore nell'ambito del* Green Deal *europeo*, in *Dir. ind.*, 2024, p. 485.

immediatamente il prodotto o il servizio fornito. Naturalmente, lo scopo perseguito attraverso dichiarazioni sterili ed inefficaci di rispetto dei criteri di sostenibilità non conseguiti ovvero mai ottenuti è sia quello di accrescere l'immagine *green* dell'impresa, sia quello, collegato al primo, di incrementare i profitti attraverso l'aumento della clientela. Purtroppo, il fenomeno è molto diffuso[17] e può verificarsi tanto nella fase di pubblicizzazione del prodotto, quanto in quella della sua distribuzione; conferma di ciò si può trarre da alcuni recenti fatti di cronaca, che hanno reso evidenti i potenziali usi decettivi delle dichiarazioni di sostenibilità[18].

Lo scopo del presente lavoro è analizzare, senza pretesa di esaustività, la relazione esistente tra i fattori ESG e il fenomeno del *greenwashing* in Italia. Si tratta di un tema di grande attualità e rilevanza, non soltanto sotto il profilo economico, per le implicazioni che comporta in termini di strategie aziendali e sostenibilità, ma anche dal punto di vista giuridico, considerata la crescente attenzione normativa verso la trasparenza e la correttezza delle pratiche comunicative in materia ambientale. Pertanto, si rende opportuno svolgere alcune riflessioni, con la precisazione che affrontare un tema così ampio implica alcune limitazioni in termini di completezza e approfondimento.

2. IL PROBLEMA DELLA SOSTENIBILITÀ.

La sostenibilità è un obiettivo strategico e viene vista come un faro che guida anche l'attività di impresa, al punto che il concetto viene evocato da più parti. A livello comunitario e globale, il punto di partenza è segnato dall'Agenda ONU 2030, che ha posto il tema dell'ecosostenibilità al centro dell'attenzione[19]. In un quadro internazionale di forte destabilizzazione, in cui le risorse economiche e produttive scarseggiano, perseguire obiettivi di sostenibilità appare fondamentale per conseguire i risultati prefissati. Sebbene lo scopo di lucro funga da criterio per le scelte di gestione dell'impresa, non sembra più possibile rimanere insensibili ai temi della tutela ambientale e della sostenibilità. Appare fondamentale reagire ai problemi che possono crearsi, garantendo sia l'esistenza di un ambiente favorevole alle imprese, sia un clima attraente per gli investitori[20].

Allo stesso modo, anche l'Unione Europea ha inizialmente valorizzato l'idea di sostenibilità dell'attività imprenditoriale, chiedendo alle grandi imprese di fornire informazioni di carattere non finanziario secondo la regola *comply or explain*[21]. Pertanto, è interesse di ogni singola impresa perseguire strategie di responsabilità per le implicazioni etiche che derivano dallo svolgimento della propria attività e per tale motivo, sono stati sviluppati

[17] A. TROISI, Enforcement *e normative di contrasto al fenomeno del* greenwashing, in *Giur. comm.*, 2022, p. 1264.

[18] Si pensi, ad esempio, al caso Vokkswagen, DWS o KLM-Air France.

[19] G. LUCHENA, *Declinazioni della sostenibilità ambientale e politica del diritto dell'economia. Un'analisi delle politiche legislative in chiave eco-giuseconomica*, in *European law and finance review*, 2025, p. 17.

[20] F. AMATUCCI, *Considerazioni introduttive*, in F. AMATUCCI e C. FONTANA (a cura di), *L'impatto delle zone economiche speciali sugli ordinamenti giuridici nazionali europei*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2022, p. 21.

[21] Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 (integrata dal Regolamento Delegato (UE) 2023/2772 della Commissione del 31 luglio 2023); Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014.

dei codici sulla CSR, benché non vincolanti[22], che dettano principi e raccomandazioni cui devono attenersi gli organi di amministrazione; tra questi è possibile ricordare, ad esempio, lo *UK Corporate Governance Code* del 2018, il *Deutsche Corporate Governance Kodex* e il Codice di *Corporate Governance* italiano del 2020, che fa riferimento al successo sostenibile[23].

La normativa esistente è stata successivamente modificata e a breve le imprese saranno tenute a redigere nuovi rapporti di sostenibilità. Infatti, di recente è stata emanata la Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD)[24], ispirata a principi di completezza, comparabilità e affidabilità[25]. La Direttiva, al fine di porre sullo stesso piano le informazioni sulla sostenibilità e quelle finanziarie, ha esteso gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità a tutte le imprese di grandi dimensioni, nonché a tutte le imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati, ad eccezione delle sole microimprese[26]. Alle imprese è chiesto di considerare sia le conseguenze della propria attività sui terzi e sull'ambiente, sia il modo in cui le tematiche di sostenibilità incidono sulle imprese stesse, rendendo note tanto le informazioni rilevanti da entrambe le prospettive, quanto quelle rilevanti da una sola di esse[27]; i dati sulla sostenibilità che ciascuna impresa è chiamata a fornire devono essere pertinenti, comparabili e affidabili[28], nonché redatti in ossequio a specifiche regole. Inoltre, al fine di tutelare gli investitori europei e di evitare situazioni di svantaggio competitivo per le imprese europee, la Direttiva prevede la sua applicazione anche alle società non aventi sede nell'Unione Europea, che hanno azioni quotate sui mercati regolamentati europei[29].

Come detto, gli obblighi informativi in tema di sostenibilità riguardano anche i mercati finanziari, ove vengono in considerazione il Regolamento SFDR e il Regolamento Tassonomia.

A ciò si aggiunga anche la presenza di un nuovo documento recentemente emanato, che riguarda la *due diligence* e introduce degli obblighi di gestione per orientare il modello di *business* verso il principio di sostenibilità. Infatti, il Parlamento europeo, con una recente risoluzione[30], ha evidenziato che la globalizzazione dell'attività economica ha aggravato l'incidenza degli impatti negativi delle attività aziendali sui diritti umani, con particolare riferimento ai diritti sociali e del lavoro, all'ambiente ed al buon governo degli Stati. In quest'ottica,

---

[22] Cfr. M. VANHULLEBUSCH, *Mitigating Inequality in the Development of Special Economic Zones in Asia: Risks, Rules and Recipes*, in *Chaisse, J. and Hu, J. (eds.), International Economic Law and the Challenges of the Free Zones,* Kluwer Law, 2019, p. 112.

[23] E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al "profitto"*, Giuffrè, Milano, 2022, p. 84.

[24] Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022, recepita in Italia dal d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125.

[25] M. L. PASSADOR, *Sull'utilità della ESG* disclosure *e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità*, in *Banca Impresa Società*, 2022, p. 146.

[26] Cfr. M. COSSU, Shareholders Theory*, obiettivi ESG e interesse sociale*, in *Rivista ODC.*, 2023, p. 786 ss.; D. BARRESI, *Il* rating *ESG delle società di capitali*, in *RDS*, 2023, p. 725 ss.; M. RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Rivista ODC*, 2023, p. 637.

[27] S. MAURUTTO, *Dalla società* benefit cit., p. 11.

[28] S. PACCHI, *Sostenibilità, fattori ESG e crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 2023, p. 23.

[29] A. GENOVESE, *L'armonizzazione del* reporting *di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contratto e impresa*, 2023, p. 107.

[30] Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese (2020/2129(INL)).

l'Unione Europea, al fine di favorire ulteriormente la transizione verso un nuovo modello economico, ha emanato la Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* (CSDDD)[31], il cui scopo è quello di imporre alle imprese appartenenti a vari settori dell'economia di gestire in modo responsabile gli impatti sociali ed ambientali[32]. Per quanto rileva in questa sede, è possibile evidenziare che la Direttiva mira alla creazione da parte delle imprese di misure organizzative in grado di garantire che dall'attività esercitata non derivino impatti negativi per l'ambiente e per i diritti umani o che laddove si verifichino si possa prontamente porvi rimedio[33]. Lo strumento ideato dal legislatore europeo si prefigge di mettere a disposizione dei terzi un flusso continuo di informazioni sugli obiettivi e sui rischi a cui sono esposte le imprese, identificando ed esplicitando tutti gli impatti negativi che derivano dall'attività svolta dalle imprese destinatarie della proposta stessa[34]; da tale attività ne dovrebbe derivare un'effettiva tutela degli interessi degli *stakeholders* attraverso la previsione del dovere in capo agli amministratori di includere tali interessi nell'azione amministrativa[35].

Si assiste così ad una vera e propria rendicontazione che fa leva sui tre fattori ESG, ossia quei criteri che incidono sia dall'esterno sulla gestione imprenditoriale (cioè il fattore ecologico e il fattore dei riflessi sociali dell'attività di impresa), sia dall'interno (ossia quello della *governance*, che si colloca accanto agli altri due). Si tratta di un dovere informativo che implica un obbligo di trasparenza, l'adozione di specifici controlli e l'assunzione di formali responsabilità.

Tuttavia, gli obblighi imposti da entrambe le Direttive hanno subito un rallentamento. Infatti, la Commissione Europea, attraverso il pacchetto *Omnibus* I, ha inteso modificare parte della normativa europea in tema di sostenibilità[36], tentando un bilanciamento con le esigenze di competitività delle imprese operanti all'interno della UE. A tal proposito, la Direttiva (UE) 2025/794[37] ha previsto il rinvio di due anni per l'applicazione degli obblighi di rendicontazione di sostenibilità previsti dalla CSRD con riferimento alle grandi imprese che non hanno ancora avviato la rendicontazione e alle PMI quotate; inoltre, ha previsto il rinvio di un anno per il recepimento e la prima fase di applicazione della CSDD per le imprese più grandi. In aggiunta a ciò,

---

[31] Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024.

[32] Cfr. M. SCAGLIUSI, *Reflexiones preliminares sobre la due diligence de las empresas en materia de sostenibilidad*, in *La Ley Mercantil*, n. 123, 2025, p. 5, il quale evidenzia che la Direttiva lascia le imprese libere di organizzare la propria attività e perseguire obiettivi di sostenibilità come preferiscono, secondo gli interessi che ciascuna ritiene rilevanti, senza imporre un obiettivo aggiuntivo paragonabile al profitto, che è e rimane la priorità principale delle imprese e degli amministratori.

[33] M. LIBERTINI, *Principi di gestione sostenibile e crisi d'impresa*, in *Rivista ODC*, 2025, p. 637; G. RIOLFO, *Sostenibilità sociale/ambientale dell'attività d'impresa: la proposta di direttiva sul "dovere di diligenza ai fini della sostenibilità" e l'esperimento delle società benefit*, in *Contratto e impresa*, 2023, p. 190; M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2023, p. 573 ss.

[34] G. RACUGNO, D. SCANO, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso un* Green Deal *europeo*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 743; R. Ibba, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori* ESG *a livello UE: dalla Direttiva 2014/95 alla proposta di Direttiva sulla* corporate sustainability due diligence, in *Banca borsa*, 2023, p. 454.

[35] L. CALVOSA, *La* governance *delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 312.

[36] P. VELTE, *Sustainability reporting regulations at the crossroads. A critical note on the EU Omnibus*, in *Critical Perspectives on International Business*, 2026, p. 1; I. GIRAUDO, *Nuovi scenari sulla rendicontazione volontaria di sostenibilità dopo la proposta* omnibus, in *Banca impresa società*, 2026, p. 1.

[37] Si veda la Direttiva (UE) 2025/794 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 aprile 2025.

è necessario evidenziare l'emanazione della Direttiva (UE) 2026/470[38], che ha inciso ulteriormente sugli obblighi previsti in tema di sostenibilità. Per quanto riguarda la CSRD, è stato ristretto notevolmente il perimetro di applicazione dell'obbligo di rendicontazione di sostenibilità ed è stato introdotto il concetto di imprese protette, che godono di una significativa riduzione della quantità e qualità delle informazioni che devono fornire all'impresa rendicontante della cui catena del valore fanno parte. Con riferimento alla *due diligence*, la Direttiva ha ridotto l'ambito soggettivo di applicazione della CSDDD e ha modificato la nozione di *stakeholders*, escludendone i lavoratori.

Ciononostante, la legislazione sinora emanata dall'Unione Europea e dai singoli Stati ha tentato di creare un sistema economico maggiormente sostenibile e di rendere le imprese consapevoli delle conseguenze che derivano dallo svolgimento della propria attività. La volontarietà della tutela di alcuni interessi sta lasciando progressivamente spazio ad un profilo di obbligatorietà di protezione degli stessi; ciò in quanto sembra che nonostante l'ordinamento non preveda l'obbligo di prendere in considerazione interessi diversi da quelli dei soci, è innegabile che non si può prescindere dalla tutela di interessi superiori quale la protezione dell'ambiente. In questo modo, il perseguimento di obiettivi di sostenibilità ambientale, sociale ed economica appare un dovere che va oltre l'etica e quindi oltre la CSR. La spinta verso questa direzione è stata data anche dal cambiamento climatico e dalle ricadute economiche dovute alla pandemia da Covid-19 e ai conflitti armati attualmente in corso alle porte dell'Europa, che hanno accentuato l'attenzione sul tema della sostenibilità. I provvedimenti normativi già emanati e quelli in corso di attuazione costituiscono delle tappe fondamentali nel percorso verso la creazione e l'implementazione di imprese sostenibili[39].

3. LA SOSTENIBILITÀ E L'ATTIVITÀ ECONOMICA

L'attenzione generale verso l'ambiente è talmente forte da aver assunto rilievo costituzionale e aver indotto il legislatore a conciliare l'attività economica con la sostenibilità ambientale. La rilevanza del tema era stata percepita già da tempo dalla Corte Costituzionale, la quale aveva affermato che l'ambiente è un bene oggetto di tutela, la cui protezione spetta allo Stato attraverso l'adozione di misure uniformi[40]. Il legislatore costituzionale è andato oltre tale impostazione, individuando l'ambiente non quale semplice bene, ma quale principio fondamentale e assicurandone esplicita protezione[41]: A tal fine, sono stati di recente modificati gli articoli 9[42] e

[38] Direttiva (UE) 2026/470 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 febbraio 2026.

[39] Cfr. L. CALVOSA, *La sfida della sostenibilità: grandi imprese, Pmi e* corporate governance, in *Bancaria*, 2023, p. 62 ss.

[40] In tal senso, Corte Cost., 30 dicembre 1987, n. 641; Corte Cost., 16 giugno 2005, n. 232, in *Urbanistica e appalti*, 2005, p. 917.

[41] N. ZORZI GALGANO, *Iniziativa economica privata e pluralità degli interessi costituzionalmente tutelati: l'ambiente e gli animali*, in *Contratto e impresa*, 2023, p. 443 ss. precisa che l'ambiente trova tutela anche nell'art. 37 CFDUE e nell'art. 191 TFUE.

[42] Alle originarie forme di protezione del paesaggio (cfr. Cons. Stato, sez. IV, 28 gennaio 2022, n. 624, secondo cui il paesaggio non si riferisce al solo ambiente naturale statico, ma all'interazione tra uomo e ambiente, valorizzando anche gli aspetti identitari e culturali, di modo che la sua nozione è data dalla sintesi dell'azione di fattori naturali, umani e

41 Cost.[43], attraverso l'introduzione di nuovi principi fondamentali, che sembrano far assumere al tema della sostenibilità una dimensione giuridica oltre che sociale.

La riforma degli artt. 9 e 41 Cost. innalza al rango più elevato la normativa di protezione degli ecosistemi, dell'ambiente e della biodiversità in un quadro complessivo di sostenibilità delle attività economiche pubbliche e private[44]. A seguito delle modifiche intervenute, appare evidente che qualunque legislazione emanata in futuro debba garantire che l'attività di impresa venga svolta in modo sostenibile e socialmente utile e tenga in considerazione tutti gli aspetti connessi all'ambiente[45]. Il riconoscimento legislativo di nuovi principi

---

delle loro interrelazioni) nonché del patrimonio storico e artistico, la nuova formulazione dell'art. 9 Cost. aggiunge la tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, nell'interesse delle generazioni presenti e future (si vedano P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Riv.* corporate governance, 2022, p. 23; R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, p. 7 ss.; M. CECCHETTI, *La revisione degli articoli 9 e 41 della Costituzione e il valore costituzionale dell'ambiente: tra rischi scongiurati, qualche virtuosità (anche) innovativa e molte lacune*, in *Quad. cost.*, 2021, p. 285 ss.; A. RIVIEZZO, *Diritto costituzionale dell'ambiente e natura umana*, in *Quad. cost.*, 2021, p. 316 ss.; G. ARCONZO, *La tutela dei beni ambientali nella prospettiva intergenerazionale: il rilievo costituzionale dello sviluppo sostenibile alla luce della riforma degli articoli 9 e 41 della Costituzionale*, in *Dir. econ.*, 2021, p. 177). L'obbligo posto in capo allo Stato implica la necessità di una scelta discrezionale tra i valori da privilegiare, considerando gli effetti nel tempo delle scelte assunte con riferimento alle risorse naturali e ambientali (in tal senso, M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contratto e impresa*, 2023, p. 74; F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori* ESG*: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2023, p. 782); i beni fondamentali riconosciuti meritevoli di tutela hanno un rilievo giuridico immediato, in quanto non è necessario l'intervento di leggi *ad hoc* per la loro protezione (cfr. M. LIBERTINI, *Principi* cit., p. 637; R. NATOLI, *Impresa e responsabilità* cit., p. 291).

[43] Con riferimento a tale articolo, il primo comma sembra disciplinare una forma di economia basata sulla libertà e sul consumo delle risorse, senza tenere in considerazione la sostenibilità ambientale. Il secondo comma, nella formulazione attualmente vigente, ha riscritto le regole giuridiche in tema di svolgimento dell'attività economica; infatti, pur rimanendo fermo che l'attività di impresa costituisce una libertà non soggetta a controllo quanto allo scopo perseguito, sono ora posti nuovi limiti allo svolgimento della stessa, incluso il divieto di recare danno alla salute e all'ambiente (cfr. N. ZORZI GALGANO, *Iniziativa economica* cit., p. 452; R. DEL PORTO, *Costituzione e imprese (in bonis e in crisi) a partire dal volume di Stefano Ambrosini. Brevi note a margine dell'art. 41 della Costituzione*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 2025, p. 6 ss. Di diverso avviso è G. LEMME, *Libertà di iniziativa economica e diritti delle generazioni future*, in in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 340, secondo il quale la modifica costituzionale appare orientata a specificare i limiti già esistenti più che a crearne nuovi). Tale veto, il cui scopo appare quello di garantire l'incolumità pubblica, costituisce un'inderogabile condizione legislativa dell'iniziativa economica sia pubblica, sia privata e ne orienta l'utilità sociale verso la sostenibilità (V. FICARI, *Le modifiche costituzionali e l'ambiente come valore costituzionale: la prima pietra di una "fiscalità" ambientale, zone economiche speciali (ZES) e possibili zone economiche ambientali (ZEA)*, in F. AMATUCCI e C. FONTANA (a cura di), *L'impatto delle zone economiche speciali sugli ordinamenti giuridici nazionali europei*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2022, p. 291 ss.). Lo svolgimento dell'attività di impresa nel rispetto del dettato costituzionale è finalizzato a perseguire obiettivi di sicurezza e pone l'attività economica sostenibile e quella tradizionale su due piani completamente diversi (cfr. U. SALANITRO, *La responsabilità ambientale dopo la riforma costituzionale e la lotta al cambiamento climatico*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, p. 239 ss., secondo cui la norma modifica la collocazione del conflitto tra iniziativa economica privata e ambiente). Pertanto, l'art. 41, comma 2, Cost., nel porre il rispetto dell'ambiente quale limite all'attività economica, invita a creare un bilanciamento tra attività produttive e conseguenze negative che da queste possono derivare. Infine, il terzo comma consente la predisposizione di vincoli positivi all'attività economica, orientandola verso un sistema di produzione finalizzato non solo a salvaguardare l'ambiente, ma anche a migliorarlo (L. STRIANESE, *Zone franche verdi in Italia tra principi costituzionali, aiuti a finalità regionale e sostenibilità*, in F. AMATUCCI e C. FONTANA (a cura di), *L'impatto delle zone economiche speciali sugli ordinamenti giuridici nazionali europei*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2022, p. 231; F. DE LEONARDIS, *La transizione ecologica come modello di sviluppo di sistema: spunti sul ruolo delle amministrazioni*, in *Dir. Amm.*, 2021, p. 796). Da ciò ne deriva che i programmi e i controlli cui fa riferimento la norma sono lo strumento per indirizzare l'attività economica.

[44] G. LUCHENA, *Declinazioni* cit., p.22.

[45] Secondo A. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Rivista ODC*, 2022, p. 530, la libertà di iniziativa economica non può essere limitata per tutelare l'ambiente e gli altri beni contemplati dalla norma.

fondamentali non rappresenta una novità nel panorama degli ordinamenti giuridici europei, ma è avvenuto nel solco di quello tracciato da altri Stati, i quali, nel corso degli anni, hanno sancito la necessità di riparare i danni all'ambiente e di condurre politiche pubbliche che promuovano lo sviluppo sostenibile[46]. Naturalmente, la normativa europea e le conseguenti regole adottate dai singoli Stati non stabiliscono il divieto di qualsivoglia conseguenza nociva derivante dall'esercizio dell'attività di impresa; al contrario, fissano un limite entro il quale le attività inquinanti sono legalmente consentite, con la conseguenza che l'obiettivo perseguito possa anche non essere raggiunto[47]. L'intervento del legislatore costituzionale è apprezzabile nella misura in cui non solo esclude la possibilità di interpretazioni giurisprudenziali tra loro diverse[48], ma consente di affrontare il tema della tutela ambientale sotto punti di vista molteplici. Infatti, l'ambiente può essere ora annoverato non solo come un bene giuridico, ma anche come un valore costituzionale inserito tra i principi fondamentali dello Stato e come una materia[49].

La circostanza per cui l'attività economica pubblica e privata deve essere svolta nel rispetto dei fini sociali e ambientali induce a ritenere che questi ne costituiscono tanto il limite quanto l'obiettivo[50]. Il riconoscimento dell'ambiente quale principio fondamentale, comporta come logica conseguenza che la tutela dello stesso diventa un dovere di portata generale, che trova collocazione anche nel diritto dell'impresa. In questo modo, attraverso l'attività di orientamento delle scelte imprenditoriali da parte del legislatore, la sostenibilità ambientale si affianca alla libertà di iniziativa economica e la caratterizza[51]. L'impresa deve ora svolgere la propria attività avendo quale obiettivo non solo la massimizzazione del profitto e la remunerazione dell'investimento effettuato dai soci, ma anche la tutela della collettività sino a comprendervi le generazioni future[52].

Le modifiche alla Costituzione dimostrano l'importanza che il legislatore attribuisce all'ambiente per garantire una qualità della vita adeguata. Se i fattori ESG assumono rilievo a livello normativo mediante il loro riconoscimento all'interno della Costituzione, resta da vedere come questi debbano essere perseguiti. Sembra possibile affermare che tali fattori assurgono a strumento attraverso il quale ogni impresa non deve essere attenta unicamente ai profili economici dell'attività posta in essere, ma anche al rispetto delle persone, dell'ambiente e

---

[46] Cfr. Carta dell'ambiente introdotta in Francia con legge costituzionale 1 marzo 2005, n. 205, art. 66 della Costituzione del Portogallo, art. 67 della Costituzione della Slovenia, art. 2 della Costituzione della Svezia.

[47] E. BARCELLONA, *La* sustainable corporate governance *nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del cd.* stakeholderism, in *Riv. soc.*, 2022, p. 23.

[48] L. STRIANESE, *Zone franche verdi in Italia* cit., p. 217. In senso critico M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile"* cit., p. 77 ss.

[49] V. FICARI, *Le modifiche costituzionali* cit., p. 261; R. NATOLI, *Impresa e responsabilità* cit., p. 288 ss.

[50] Secondo M. PASSALACQUA, Green New Deal *e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 16, l'ambiente costituisce l'oggetto della competizione internazionale su prodotti nuovi e assume un ruolo attivo nel disegnare processi e fattori di produzione dell'industria europea del futuro.

[51] V. FICARI, *Le modifiche costituzionali* cit., p. 262; R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, supplemento al n. 4, 2022, p. 184 ss.

[52] Si veda M. COSSU, Shareholders Theory cit., p. 793 ss., secondo cui neanche le modifiche all'art. 41 Cost. inducono a ritenere che gli amministratori hanno l'obbligo di perseguire scopi diversi da quello lucrativo.

del territorio in cui è insediata[53]; il tutto, in un'ottica di bilanciamento tra lo scopo perseguito e quello dell'intera collettività.

4. IL PROBLEMA DEL *GREENWASHING*

Sebbene le recenti modifiche alla Costituzione abbiano dato risalto alla tutela ambientale, determinando la necessità per cui l'attività di impresa venga svolta nel rispetto della sostenibilità, ad oggi, non sembra che la mancata adozione dei criteri ESG produca conseguenze negative per le imprese che formalmente dichiarano di operare in modo sostenibile, ma sostanzialmente nulla fanno per ridurre l'impatto della propria attività sull'ambiente; in altri termini, mancano strumenti di risposta all'esercizio apparente o simulato di un'attività sostenibile. Può accadere che a causa delle difficoltà e dei costi nel reperire le informazioni, nonché della volontà di non diffondere dati negativi relativi all'attività svolta[54], vengano divulgate informazioni incomplete e, di conseguenza, inaffidabili. Questa situazione può verificarsi facendo ricorso a diversi canali, quali le rendicontazioni di sostenibilità, comunicazioni informali degli organi di gestione o messaggi pubblicitari[55]. Questa forma di *marketing* ambientale ingannevole, oltre ad accrescere le asimmetrie informative tra imprese e consumatori[56], tende a spingere le prime verso obiettivi sempre più ambiziosi, che non consentono di considerare le conseguenze immediate delle scelte adottate[57]. Infatti, in un primo momento, le dichiarazioni ingannevoli favoriscono chi le rilascia a discapito delle altre imprese operanti nello stesso settore, realizzandosi una condotta distorsiva della concorrenza; in questo modo viene condizionato sia l'interesse pubblicistico al corretto funzionamento del mercato, sia l'interesse privatistico alla correttezza dei rapporti tra imprenditori[58]. Sotto diverso profilo, le dichiarazioni rilasciate costituiscono un potente strumento di pubblicità verso chi volge la propria attenzione all'ambiente e ai temi ad esso connessi; in altri termini, la promozione di caratteristiche di sostenibilità inesistenti può attirare clienti che avrebbero altrimenti effettuato le proprie scelte in modo diverso.

Tuttavia, una pratica di questo tipo, una volta emersa, produce conseguenze negative, ritorcendosi sull'impresa stessa. In Italia manca una legislazione specifica sul punto e, pertanto, a seconda dei casi, è ipotizzabile l'applicazione della disciplina in tema di condotta lesiva della concorrenza, di pubblicità ingannevole e di pratiche commerciali scorrette, che rappresentano il fulcro della repressione di condotte abusive[59];

---

[53] R. CALDERAZZI, *La sostenibilità* cit., p. 194.

[54] T. LOIZZO, F. SCHIMPERNA, *ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks*, in *Questioni di economia e finanza* (Occasional papers), 2022, p. 7.

[55] G. SCHNEIDER, *La competitività dei mercati dei capitali sostenibili: prime riflessioni sui rimedi di* private enforcement *ai danni da* greenwashing, in *Jus-online*, 2024, p. 235.

[56] F. BERTELLI, *I* green claims *tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contratto e impresa*, 2021, p. 309 ss.

[57] Cfr. S. A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG L'impresa «costituzionalmente solidale» (anche alla luce dei «nuovi» artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2022, p. 71 ss.

[58] L. ZOBOLI, *Il* greenwashing cit., p. 301.

[59] L. ZOBOLI, *Il* greenwashing cit., p. 307 ss.

naturalmente, il *greenwashing* può costituire illecito anche dal punto di vista penale sebbene non costituisca una fattispecie autonoma[60]. Nonostante questi strumenti siano teoricamente efficaci, sono stati raramente utilizzati, impedendo così la creazione di un adeguato sistema di tutela delle imprese e dei consumatori[61]. Il *greenwashing* è stato più volte sanzionato da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, la quale ha contestato che le dichiarazioni rilasciate non fossero supportate da adeguata documentazione[62]; oltre a tali provvedimenti, di recente alcune pronunce giurisprudenziali hanno dato risalto al tema in esame, evidenziando che costituisce pubblicità ingannevole qualsiasi messaggio promozionale in grado di alterare le decisioni dei consumatori, inducendoli ad adottare un comportamento che non avrebbero altrimenti tenuto, anche se è necessario attuare un approccio concreto e valutare caso per caso se una determinata affermazione di sostenibilità sia ingannevole o meno[63].

È opportuno sottolineare che quando l'infondatezza di quanto affermato diventa evidente la reputazione dell'impresa ne risulta danneggiata[64], dal momento che viene compromessa la sua credibilità sul mercato. Tale situazione può essere anche fonte di considerevoli ricadute di natura patrimoniale. In primo luogo, l'emersione del *greenwashing* può determinare la riduzione del valore delle partecipazioni sociali dell'impresa[65]. Inoltre, laddove le dichiarazioni circa l'impatto dell'attività svolta sui fattori ESG siano state alla base della concessione di un finanziamento, nulla esclude che l'ente finanziatore sia portato ad interrompere la concessione del credito o quantomeno a modificarne le condizioni[66]. Per di più, le imprese che hanno rilasciato false attestazioni sono potenzialmente esposte ad azioni inibitorie e risarcitorie[67] e a sanzioni per il mancato rispetto della normativa vigente. Ad ogni modo, l'azione dei privati, in special modo quanto è tesa a sollecitare un intervento sanzionatorio, svolge un ruolo fondamentale nella transizione ecologica, in quanto effettua un controllo diffuso a tutela dell'ambiente[68]. Infine, è necessario tenere in considerazione le potenziali reazioni degli investitori e dei

---

[60] Cfr. L. ZOBOLI, *Il* greenwashing cit., p. 282 che fa riferimento al reato di frode *ex* art. 515 c.p.

[61] L. BOTTI, Greenwashing cit., p. 502.

[62] Si vedano, ad esempio, AGCM, 16 gennaio. 2024, provvedimento n. 31025, nel caso PS12496 - Fileni; AGCM, 4 agosto 2016, provvedimento n. 26137, nel caso PS10211 - Volkswagen-Emissioni inquinanti autoveicoli *Diesel*; AGCM, 14 novembre 2012, provvedimento n. 24046, nel caso n. PS6302 - Acqua Sant'Anna - Bio *Bottle*; AGCM, 8febbraio 2012, provvedimento n. 23278, nel caso PS7235 - Ferrarelle Impatto Zero; AGCM, 11 gennaio 2006, provvedimento n. 1510, nel caso PI4927, Sacchetti Coop. degradabili al 100%; AGCM, 14 settembre 2005, provvedimento n. 1472, nel caso PI4874, Turconi - Marchi e Certificazioni.

[63] Cfr. Trib. Milano, sez. specializzata in materia di imprese, 25 luglio 2025; TAR Lazio Roma, sez. I, 29 dicembre 2025, n. 23959; Cons. Stato, 24 aprile 2024, n. 3701; Trib. Gorizia, 26 novembre 2021.

[64] D. BEVILACQUA, *Il* greenwashing cit., p. 450.

[65] A. BLANDINI, G. ALFANO, P. CAPPABIANCA, *Greenwashing-related risks: analysis and future perspectives to tackle environmentalism as a form of virtue-signalling*, in *Law and economics yearly review*, 2022, p. 241.

[66] Cfr. S. DI PAOLO, D. LIBERATI, L. RUBEO, *(Green)washing the trust: climate information and banking policies*, *Banca d'Italia*, 2026, p. 1 ss., ove si afferma che le banche, per favorire lo sviluppo sostenibile, erogano alle imprese con notevole impatto ambientale finanziamenti a tassi di interesse maggiori, oppure ne limitano l'accesso al credito.

[67] M. SENESE, *'Finanziarietà* cit., p. 106 ss.; G. SCHNEIDER, *La competitività* cit., p. 254.

[68] D. BEVILACQUA, *Il* greenwashing cit, p. 449 ss.

terzi in genere, i quali vedono tradita la fiducia riposta in un'impresa che ha posto in essere comportamenti diversi da quelli dichiarati[69]: i primi possono essere indotti a diminuire la misura del proprio investimento fino al punto di azzerarlo, mentre i secondi tendono ad allontanarsi dall'impresa non usufruendo dei prodotti o dei servizi dalla stessa forniti.

Le precedenti considerazioni inducono a ritenere che lo svolgimento di un'attività imprenditoriale richiede un'attenta valutazione del rischio di incorrere in pratiche di *greenwashing*. A tal fine, sembra fondamentale che l'organo amministrativo adotti una gestione solida dell'impresa che consista, tra le altre cose, nella revisione costante della sua struttura organizzativa e nella creazione di un adeguato sistema di controllo; il rispetto alle norme di cui al Regolamento Tassonomia potrebbe rivelarsi utile per migliorare sia la comunicazione interna, sia quella esterna, rafforzando la credibilità e l'affidabilità dei consumatori e dei terzi in genere[70]. In tale ottica, una dichiarazione di sostenibilità non costituirebbe *greenwashing* laddove ricorrano congiuntamente i seguenti requisiti: l'esistenza di un assetto organizzativo destinato a monitorare e attuare gli obiettivi dichiarati; la previsione di meccanismi di revisione periodica dello stesso; la sottoposizione delle dichiarazioni ad un controllo indipendente, quale quello affidato al revisore di sostenibilità introdotto dalla CSRD. In assenza anche di una di tali condizioni, la dichiarazione si configurerebbe come strumento di *marketing* privo di un adeguato substrato organizzativo e, pertanto, idoneo ad integrare un'ipotesi di *greenwashing* e una violazione degli obblighi di cui all'art. 2086 c.c. In aggiunta a ciò, si rende necessario non solo fornire informazioni ESG corrette e rispettare gli impegni assunti, ma anche prestare attenzione ai soggetti con i quali si instaurano rapporti commerciali della cui condotta si potrebbe risentire. Se questo è vero, ne consegue che la responsabilità per la diffusione di informazioni non veritiere non ricade unicamente su chi le ha divulgate, ossia gli organi di gestione[71], ma anche su chi ha attestato la veridicità di tali dati, ossia sul revisore di sostenibilità[72].

D'altro canto, è bene tenere in considerazione che il timore di essere accusate di *greenwashing* e, di conseguenza, la volontà di evitare danni dal punto di vista reputazionale e patrimoniale può indurre le imprese a non divulgare le proprie strategie di sostenibilità. Una condotta di questo tipo può consistere alternativamente nella totale omissione di informazioni (*greenhushing*) o nella scelta di non dichiarare alcune caratteristiche di sostenibilità del prodotto o del servizio offerto (*greenbleaching*); in altre parole, le imprese si astengono dal comunicare l'impatto ambientale della propria attività al fine di evitare gli obblighi informativi in materia di sostenibilità e i problemi legati al *greenwashing* che ne possono derivare[73]. Questo fenomeno potrebbe rappresentare un effetto indesiderato della forte pressione regolatoria in materia ESG. Appare evidente che tale pratica, sebbene protegga la reputazione dell'impresa, da un lato è difficile da individuare e, dall'altro, rischia di

[69] M. PELLEGRINI, A. DAVOLA, *Il ruolo dello Stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 95 ss.

[70] A. BLANDINI, G. ALFANO, P. CAPPABIANCA, *Greenwashing-related risks* cit., p. 243.

[71] G. SCHNEIDER, *La competitività* cit., p. 254.

[72] M. SENESE, *'Finanziarietà* cit., p. 119.

[73] A. DAVOLA, *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, in *Riv. dir. bancario*, 2024, p. 329, cui si rimanda per ulteriori richiami.

ostacolare la trasparenza e la condivisione di buone pratiche[74]. Naturalmente, spetta a chi denuncia un comportamento di questo tipo provare sia l'intenzionalità dell'omissione, sia le conseguenze che ne sono derivate, quali l'incapacità di assumere decisioni informate.

5. LA NORMATIVA EUROPEA.

Il contrasto al *greenwashing* e alle asserzioni ambientali ingannevoli appare un'attività da non poter essere rimandata, tanto che è stato inserito tra le priorità di molte autorità pubbliche; queste hanno elaborato documenti specifici, quali il Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale dell'Istituto dell'Autodisciplina Pubblicitaria, la *Sustainable Finance Roadmap* 2022-2024 della *European Securities and Markets Authority* (ESMA) e il Piano Strategico 2022-2024 della Consob[75]. Senonché, in un mercato in cui le imprese non operano unicamente a livello nazionale appare evidente la necessità di una normativa europea che disciplini ogni situazione riconducibile al *greenwashing*[76]. Tale esigenza sembra trovare la propria giustificazione nella circostanza per cui il rischio di distorsione informativa in materia ESG può essere pregiudizievole per l'attrattività del mercato dei capitali europeo rispetto ad altri mercati internazionali[77]. Per questo motivo, l'Unione Europea ha recentemente emanato una Direttiva[78], che ha modificato la Direttiva 2005/29/CE[79] e la Direttiva 2011/83/UE[80], adattandole alla transizione verde e all'economia circolare mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione[81]. Si tratta del primo passo di un più ampio processo di riforma, che prevede l'emanazione in futuro di una direttiva sui *green claims*. Secondo la normativa da ultimo emanata, il *greenwashing* si identifica nelle asserzioni ambientali ingannevoli[82], intese come qualunque messaggio o rappresentazione, in qualsiasi forma, avente carattere non obbligatorio, che asserisce o implica che un dato prodotto, categoria di prodotto, marca o operatore economico ha un impatto positivo o nullo sull'ambiente, oppure è meno dannoso per l'ambiente rispetto ad altri prodotti, categorie di prodotto, marche o operatori economici, oppure ha migliorato il proprio impatto nel corso del tempo. Ne consegue che può essere considerata ambientale ogni comunicazione con la quale viene dichiarato che un determinato prodotto o servizio ha un impatto positivo o è privo di impatto

[74] A PEDRETTI, Green claims *e sostenibilità nella comunicazione d'impresa*, in *Dir. ind.*, 2025, p. 177.

[75] Cfr. F. URBANI, *La prima pronuncia in materia di contrasto al* greenwashing*: correttezza informativa e lealtà della concorrenza fra imprese*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 664.

[76] D. BEVILACQUA, *Il* greenwashing cit, p. 450; D. ROSSANO, *Il fenomeno del* greenwashing *alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di Direttiva* Green Claims, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 4, 2023, p. 607.

[77] G. SCHNEIDER, *La competitività* cit., p. 236.

[78] Direttiva (UE) 2024/825 del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 febbraio 2024, recepita in Italia dal d.lgs. 20 febbraio 2026, n. 30.

[79] Direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2005 relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno.

[80] Direttiva 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2011 sui diritti dei consumatori.

[81] D. BEVILACQUA, *Il* greenwashing cit, p. 452; J. MACLENNAN, W. DE CATELLE, *The Revision of EU Greenwashing Laws: A New Framework of Analysis*, in *Business and human rights journal*, 2025, p. 457.

[82] Cfr. Considerando n. 1.

sull'ambiente, così orientando il comportamento del consumatore[83]. Le modifiche introdotte si aggiungono all'elenco delle pratiche vietate e si concentrano sia sull'aumento della certezza giuridica, sia sull'innalzamento significativo degli *standard* accettabili in termini di dichiarazioni ecologiche[84]. La definizione di cui alla Direttiva (UE) 2024/825 appare conforme a quella contenuta nel Regolamento Tassonomia, ove viene data rilevanza all'acquisizione in modo sleale di un vantaggio sulla concorrenza e viene evidenziato che dichiarazioni infondate sui fattori ESG possono avere l'effetto sia di pregiudicare gli interessi di sostenibilità degli investitori, sia di pregiudicare le imprese operanti nel medesimo settore[85].

Lo scopo della Direttiva emanata è quello di fare in modo che vi siano maggiori garanzie che un prodotto o un servizio indicato come rispettoso dell'ambiente lo sia effettivamente. L'obiettivo perseguito è quello di ridurre il fenomeno in questione[86], includendolo, tra le altre cose, tra le pratiche commerciali sleali e consentire ai consumatori di assumere decisioni consapevoli sulla base di informazioni veritiere e affidabili[87]. La disciplina prevista dal legislatore europeo mira a garantire che le imprese non rilascino dichiarazioni ambientali generiche e altre informazioni circa il loro impegno verso l'ambiente a meno che non siano supportate da prove[88]; qualsiasi affermazione deve essere accurata, veritiera e verificabile. In altre parole, qualora un'impresa decida di mettere in evidenza le scelte effettuate con riferimento al tema della sostenibilità, deve dimostrare che sono reali e che sta dando seguito agli impegni assunti[89], di modo che i soggetti interessati possano compiere scelte avvedute. Tale soluzione appare coerente con quanto previsto sia dal Regolamento SFDR in tema di sostenibilità dei prodotti finanziari, ove è prescritto che gli investitori sono destinatari di più obblighi informativi riguardanti l'oggetto, le caratteristiche, l'impatto e i rischi del singolo prodotto, sia dal Regolamento Tassonomia che prevede la creazione di un sistema chiaro e trasparente per consentire la consapevolezza delle decisioni. In questo modo si avvia un processo di riequilibrio dei diversi interessi in gioco, proteggendo non solo i destinatari delle dichiarazioni ambientali, ma anche le altre imprese che vengono danneggiate da tale pratica sleale. Infatti, la tutela dei consumatori non costituisce unicamente un tassello fondamentale della legislazione europea, ma implica anche una protezione del mercato nella sua interezza.

La protezione dei consumatori e dell'ambiente, benché pratiche tra loro distinte, diventano lo strumento per rafforzarsi reciprocamente: l'obbligo di veridicità delle asserzioni ambientali amplia le garanzie a tutela degli *stakeholders*, mentre la disciplina che protegge l'affidamento di questi ultimi viene adoperata per scongiurare un

---

[83] C. GALLI, A. RAINONE, *La Direttiva "greenwashing": un common ground per la sostenibilità in Europa*, in *Dir. ind.*, 2025, p. 15.

[84] J. MACLENNAN, W. DE CATELLE, *The Revision* cit., p. 459.

[85] G. SCHNEIDER, *La competitività* cit., p. 262.

[86] D. ROSSANO, *Il fenomeno* cit., p. 607.

[87] Si veda G. SELETTO, Green claim *e sostenibilità nella comunicazione d'impresa*, in *Dir. ind.*, 2025, p. 180 secondo cui la Direttiva introduce precise definizioni in materia di sostenibilità, nuovi divieti in materia di *green claim*s e un elenco di pratiche commerciali vietate.

[88] A. PISTILLI, *Non sempre è verde* cit., p. 487.

[89] D. BEVILACQUA, *Il* greenwashing cit., p. 452.

ambientalismo di facciata. Se questo è vero, ne deriva che l'intervento del legislatore europeo ha una funzione di regolazione indiretta, che agisce sulla comunicazione di impresa e combatte tecniche di *marketing* ingannevole capaci di influenzare le scelte dei consumatori[90]; le norme a tutela dei terzi e della concorrenza condizionano gli operatori economici verso scelte che non possono tradire le promesse fatte se non a rischio di un danno reputazionale ed economico[91].

È opportuno osservare come l'adozione di regole idonee ad evitare che le imprese forniscano informazioni fuorvianti appare quantomeno adeguata, considerato che un determinato comportamento può essere ritenuto doveroso solo se appositamente disciplinato; così, chi afferma di operare in modo rispettoso dell'ambiente, ma non agisce conformemente a quanto dichiarato può essere chiamato a rispondere delle scelte adottate. Tuttavia, è lecito nutrire dubbi che l'introduzione di norme regolatrici della materia possa essere realmente efficace in assenza di forme di supervisione e controllo che tutelino le regole del mercato. Naturalmente, la loro applicazione all'interno dei singoli Stati richiede specifiche legislazioni di recepimento, con la conseguenza che il loro impatto può apparire in un certo senso remoto; infatti, l'efficacia della disciplina prevista dipenderà in larga misura dalla capacità dei singoli ordinamenti di dotarsi di risorse adeguate e vi è il rischio che la normativa emanata operi nel vuoto. Le considerazioni che precedono non intendono negare il valore sistematico dell'intervento europeo, ma impongono di considerarlo come una tappa di un percorso regolatorio ancora incompiuto. Resta fermo che fino a quando le regole europee non verranno recepite all'interno di ciascun ordinamento nazionale, è necessario valutare di volta in volta quali siano le norme applicabili al caso concreto e le possibili conseguenze. Ad ogni modo, sembra possibile affermare che nel nostro ordinamento sarà necessario coordinare le nuove norme con la disciplina esistente in tema di informativa non finanziaria, SFDR e vigilanza Consob, che già consente di sanzionare comunicazioni ESG ingannevoli nei documenti societari e nei prodotti finanziari.

6. CONCLUSIONI

Da quanto esposto sinora emerge come il tema della sostenibilità rivesta un ruolo fondamentale anche nel diritto dell'impresa. La locuzione ESG individua gli scenari in cui si esplicano azioni ed investimenti sostenibili; ciò avviene ponendo attenzione non solo all'ambiente, ma anche alle attività umane e alla gestione delle imprese[92]. I diversi interventi legislativi hanno rivolto la propria attenzione alla sostenibilità, evidenziando che lo scopo cui devono tendere gli organi di governo dell'impresa è quello di creare un contemperamento tra gli interessi dei soci e le istanze sociali di sostenibilità di cui sono portatori gli *stakeholders*[93]; tale impostazione ha trovato accoglimento anche nella normativa italiana, se pur a livello regolamentare e con riferimento alle società

[90] C. GALLI, A. RAINONE, *La Direttiva* cit., p. 14.

[91] D. BEVILACQUA, *Il* greenwashing cit., p. 454.

[92] D. CERINI, From "green" to "blue": *l'assicurazione tra sostenibilità e regole di mercato*, in *Assicurazioni*, 2022, p. 15.

[93] Di contrario avviso S. ROSSI, *Il diritto* cit., p. 110 ss.

quotate[94], per le quali è previsto che gli amministratori guidano la società perseguendone il successo sostenibile[95], inteso come obiettivo che crea valore a beneficio non solo dei soci, ma anche degli altri *stakeholders* rilevanti per la società. Sembra emergere così un ampliamento dello scopo dell'impresa, che non sarebbe limitato unicamente al raggiungimento di un vantaggio patrimoniale, ma consisterebbe anche nella salvaguardia degli interessi dei terzi che entrano in contatto con la stessa[96]. Naturalmente, interessi della società e interessi degli *stakeholders* possono coesistere senza escludersi, anche se non si trovano su piani omogenei. Infatti, l'attenzione esclusiva agli interessi dei terzi si pone in contrasto con lo scopo dell'impresa e, pertanto, espone l'organo amministrativo a richieste risarcitorie per violazione dei propri doveri.

Con riferimento al *greenwashing*, come detto, questo può generare un contrasto tra apparenza e realtà in grado di influenzare negativamente il mercato. Tuttavia, il confine tra mere dichiarazioni di facciata e la sostenibilità in concreto realizzata dalle imprese appare labile, anche per la difficoltà di valutare correttamente i dati e i risultati raggiunti[97]. Infatti, può essere difficile individuare quando un'impresa adotti un comportamento qualificabile come *greenwashing*, e conseguentemente sanzionarla. In una prospettiva di questo tipo, uno strumento utile potrebbe essere quello di sensibilizzare i destinatari delle comunicazioni rilasciate a comprendere quando si trovano dinanzi a dichiarazioni ingannevoli[98]. L'intervento dell'Unione Europea è sicuramente di aiuto, in quanto consente non solo di tutelare i consumatori e le imprese che operano nello stesso settore, ma svolge anche una funzione regolatrice a tutela dell'ambiente. La correttezza delle informazioni di sostenibilità costituisce una precondizione per un mercato efficiente ove non proliferino condotte anticoncorrenziali. Naturalmente, i singoli ordinamenti sono gravati del compito di svolgere un'intensa funzione di vigilanza; il che rende evidente l'esigenza di dotarsi di strumenti e mezzi adeguati. L'ambientalismo simulato praticato da molte imprese può essere fonte di danno, in primo luogo, per i clienti delle stesse, i quali vengono indotti ad effettuare scelte diverse da quelle che avrebbero altrimenti fatto; allo stesso modo, può ledere anche gli altri operatori del medesimo settore, che possono far ricorso agli strumenti previsti in tema di lesione della concorrenza. A ciò si aggiunge inevitabilmente anche un danno alla reputazione di chi attua pratiche di questo tipo. Infatti, nel mercato odierno, i clienti e i terzi in genere hanno facilità di accesso ad ogni tipo di informazione ed in particolare a quelle verso le quali mostrano particolare interesse; la loro attenzione è rivolta sempre più a comportamenti socialmente responsabili a tutela dell'ambiente e dei diritti umani da parte delle singole imprese. Di conseguenza, oltre a

---

[94] Art. 1 Codice di *Corporate Governance* italiano del 2020.

[95] P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 268 ss.; P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 79 ss.; F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, p. 235; G. STRAMPELLI, Soft law *e fattori ESG: dai codici di* corporate governance *alle* corporate *e* index guidelines, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1100 ss.; P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di* Corporate Governance, in *Riv.* Corporate Governance, 2021, p. 1 ss.; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in in M. VENTORUZZO, P. MARCHETTI, G. STRAMPELLI, F. URBANI, S. P. ROSSI (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, II, Giuffrè, Milano, 2024, p. 313.

[96] Si veda A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa*, 2022, p. 372. Si veda anche M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca Impresa Società*, 2022, p. 477.

[97] L. BOTTI, Greenwashing cit., p. 500.

[98] A. BLANDINI, G. ALFANO, P. CAPPABIANCA, *Greenwashing-related risks* cit., p. 235.

rispettare gli obblighi legali e contrattuali, gli organi amministrativi dovrebbero tendere ad operare in modo etico e socialmente responsabile, al fine di ottenere vantaggi in termini di immagine e reputazione dell'impresa[99].

Le precedenti considerazioni inducono a ritenere che lo svolgimento di un'attività imprenditoriale maggiormente sostenibile implica il rimodellamento delle strutture organizzative e delle regole di *business*. Alle imprese è affidato un ruolo importante per la tutela dell'ambiente e dei diritti umani e per svolgere tale compito sono chiamate a modificare il loro modo di essere e di agire. È diffusa la convinzione per cui una gestione sostenibile non implica unicamente un impatto positivo dal punto di vista ambientale, ma significa anche garantire che l'impresa operi in armonia con il sistema economico e sociale. Se questo è vero, ne deriva che ogni impresa dovrebbe disporre di solide politiche di sostenibilità interne di modo che tanto i suoi organi di vertice quanto i dipendenti comprendano i principi fondamentali dei fattori ESG e i rischi del *greenwashing*. A ciò si aggiunga anche la considerazione per cui la gestione sostenibile contribuirebbe a scongiurare l'insorgere di future crisi. Il raggiungimento di questo obiettivo richiederebbe uno spostamento verso modelli di *business* incentrati sulla creazione di valore a lungo termine piuttosto che a breve termine.

Le imprese più socialmente responsabili da un lato rivedono costantemente i propri programmi a breve e lungo termine e, dall'altro modificano l'approccio con gli investitori e i terzi in genere in un'ottica di sviluppo sostenibile[100]; le relazioni che un'impresa ha con i lavoratori e con altri soggetti, quali clienti, fornitori, investitori e Pubblica Amministrazione, sono fondamentali per il suo successo, tanto quanto la capacità di adottare una politica di responsabilità sociale.

Questo cambiamento nei comportamenti e nei modelli di *business* delle imprese è già in atto, diretto in gran parte dall'interno e stimolato anche da fattori di rischio reputazionale[101], inteso come ogni azione, evento o circostanza che potrebbe avere un impatto negativo o positivo sull'organizzazione imprenditoriale[102]. È opportuno ricordare che la reputazione di un'impresa viene determinata dai comportamenti assunti, che consentiranno di intrattenere con i diversi *stakholders* un rapporto basato sulla fiducia e sul convincimento che l'impresa continuerà ad operare in modo rispettoso e leale[103]. Da ciò ne deriva che laddove un'impresa ostenti falsamente la propria attenzione al tema della sostenibilità va incontro unicamente ad effetti negativi che si riflettono fatalmente sulla sua credibilità e reputazione[104]. Per tale ragione, le imprese hanno avvertito l'esigenza di aderire a standard ESG sempre più stringenti e di esplorare modelli di *business* di sviluppo sostenibile[105]; in

---

[99] Cfr. B. BRANCH, J. MERTON, *Fiduciary duty and social responsibility*, in *www.westga.edu/~bquest/2017/fiduciary2017.pdf*, p. 4 ss.

[100] N. B. M. MAKANDAR, *Special economic zones* cit., p. 213.

[101] R. ZERBE, M. FOLTYN-ZARYCHTA, *The Economics of csr: the role of citizen-consumer mix in the social responsible investing*, in M. CASTELLANETA, F. VESSIA (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, ESI, Napoli, 2019, p. 115; P. BENAZZO, Compliance cit., p. 970; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori* cit., p. 329.

[102] J. RAYNER, *Managing reputational risk: curbing threads, leveraging opportunities*, Chichester, 2004, p. 20.

[103] A. TROISI, *Enforcement* cit., p. 1271.

[104] L. BOTTI, *Greenwashing* cit., p. 503.

[105] R. NERULA, J. ZHAN, *Using special economic zones to facilitate development: policy implications*, in *Transnational corporations journal*, vol. 26, 2, 2019, p. 17 ss.

questo modo, iniziative diverse si incontrano al fine di creare un sistema per favorire pratiche ecosostenibili. Infatti, nonostante il rispetto di regole di responsabilità etica non sia sempre obbligatorio, la loro adozione può avere ricadute significative in termini di protezione del valore dell'impresa e, di conseguenza, dei creditori e dei terzi in genere; in altre parole, una cattiva percezione dell'impresa da parte degli *stakeholders* si traduce inevitabilmente in una perdita del valore delle partecipazioni sociali e, di conseguenza, in un danno per i soci[106]. L'inerzia relativa a temi di questo genere può sicuramente ledere l'impresa, esponendola non solo a perdite finanziarie, ma anche a contenziosi[107].

Lo svolgimento dell'attività in modo sostenibile incide sulla dimensione organizzativa dell'impresa[108] e, di conseguenza, solleva varie questioni sul piano delle regole applicabili. In Italia, è convinzione sempre più diffusa che l'impresa debba essere svolta tenendo in considerazione i criteri ESG e che questi ne costituiscono non solo il mezzo, ma anche il fine[109]; in altre parole, la sostenibilità e i fattori ESG dovrebbero essere parte integrante dell'organizzazione dell'impresa e fungere da ulteriore obiettivo della stessa. Allo scopo di raggiungere il massimo profitto possibile si aggiungerebbe quello di perseguire risultati secondari, che convergono verso la realizzazione di un contesto economico e sociale migliore[110]. Tuttavia, lo svolgimento dell'attività di impresa in modo sostenibile non si traduce unicamente in un'operazione di *marketing* e di comunicazione. Al contrario, perseguire obiettivi di sostenibilità implica un'operazione che può coinvolgere tutta la struttura imprenditoriale, richiedendo anche una trasformazione dei modelli e degli assetti organizzativi già adottati[111].

---

[106] G. GIANNELLI, *Gli assetti organizzativi per la prevenzione della crisi nei controlli nelle società per azioni*, in M. CALLEGARI, S. A. CERRATO, E. R. DESANA (a cura di), Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Giappichelli, Torino, 2022, p. 1721 ss.; A. BASSI, *La CSR* doctrine *di fronte ai creditori,* stakeholders *di prima istanza*, in *Giur. comm.*, 2022, p. 178 ss.

[107] S. EISENBERG, *Broader horizons*, in *Credit Union Management*, vol. 22, 1999, p. 38 ss.; S. BRUNO, *ESG come fattore* cit., p. 826 ss.

[108] M. PELLEGRINI, A. DAVOLA, *Il ruolo dello Stato* cit., p. 88.

[109] R. CALDERAZZI, *La sostenibilità* cit., p. 169 ss. Si veda anche M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1005.

[110] Cfr. B. CELATI, *Diritto per lo sviluppo economico nella transizione climatica*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, p. 280.

[111] L. BOTTI, *Greenwashing* cit., p. 505.

TRUST, FREEDOM OF CONTRACT AND MACHINE INTELLIGENCE IN THE CAPITAL MARKETS

Paolo Gaggero

Trust, Freedom of Contract and Machine Intelligence in the Capital Markets (*)

(*Fiducia, libertà contrattuale e* machine intelligence *nel mercato dei capitali)*

Paolo Gaggero

Professore Ordinario di Diritto dell'economia presso la Sapienza Università di Roma

ABSTRACT [En]:

In markets, and especially the capital markets, trust – including collective trust – operates as immaterial infrastructure of exchanges. It is sustained by the centrality of individual freedom of contract, and therefore by the protection of the will to contract, which however is put under strain by financial complexity, standardisation, and machine intelligence, which all reconfigure decision-making processes, requiring the law to preserve the role traditionally assigned to consent.

Keywords: trust; freedom of contract; will to contract; machine intelligence; capital markets.

ABSTRACT [IT]:

Nel mercato, specie dei capitali, la fiducia – anche collettiva – opera come infrastruttura immateriale dello scambio. Essa si nutre della centralità della volontà negoziale individuale, dunque della sua tutela, messa in tensione da complessità finanziaria, standardizzazione e *machine intelligence* che riconfigurano i processi decisionali, consegnando al diritto il compito di preservare il ruolo tradizionalmente assegnato al consenso.

Parole chiave: fiducia, libertà contrattuale; consenso; *machine intelligence*; mercato dei capitali.

CONTENTS: 1. Trust and the market. – 2. Trust as market infrastructure: capital markets and trust *inter absentes*. – 3. Collective trust and regulation: freedom of contract, financial complexity, and machine intelligence. – 4. Algorithmic trust and imputable will. – 5. Trust and law in the digital ecosystem.

1. TRUST AND THE MARKET.

Trust is an indispensable precondition on which the market depends: in its absence, the market does not only encounter an obstacle to its functioning, but has its very existence put at risk. Trust presents itself not only as a precondition of efficiency, of vitality, of furtherance of market dynamics, but also as an ontological

prerequisite for the market's very existence. As a system of exchanges[1], or more essentially a *locus* of exchanges[2], the market rests on the expectation that the obligations assumed will be performed; accordingly, mistrust in the counterparty or in the proper performance of the contract undermines economic cooperation and jeopardises the allocative function of the market. Market cooperation requires that the creditor "act on the expectation" that the debtor will perform, even though the debtor has the possibility of deviating from the agreement[3]. Every exchange thus presupposes mutual reliance, an intangible credit placed in the promises made and in the certainty of performance. If mistrust germinates – in the counterparty, in performance, in the stability of the rules – the market loses its vital sap and dissolves into a web of suspicion.

It follows that trust must be the subject-matter of normative and institutional safeguards: trust, as an attitude and, in this sense, a fact of economic relevance, also acquires legal relevance. Indeed, it has long been highlighted that "trust in the law", "trust through the operation of law" and "trust as defined by the law" are three distinct yet interconnected juridical dimensions to trust[4]. Moreover, trust must be safeguarded, nurtured

*Il contributo è stato approvarto dai revisori.

[1] The idea of the system recurs among economists: cf., among others, B. JOSSA, *Il Keynes di Leijonhufvud: considerazioni critiche*, in *Riv. int. Scienze sociali*, 1972, 41 ff., and R.A. EPSTEIN and M.J. RIZZO, *The Ends of Capitalism: An Introduction*, in *Sup. Ct. Econ. Rev.* 2015, No. 23, 1 ff. The idea that "the market is a system of exchanges" emerges explicitly in the commercial law scholarship on negotiable instruments: starting from the conception of the market as a structured space of transfers, it has been argued that "the market is a system of exchanges and, therefore, only those acts whose systematic performance is capable of giving rise to a market activity fall within market operations" (see F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito*, Giuffrè, Milano, 1977, 550). From an economic perspective, a similar definition is proposed by N.V. HUSARINA, H.O. HRATSIOTOVA and K.S. BRADUL, *Theoretical Essence of the Market: Functions, Forms, Structural Components and Market Infrastructure of Ukraine*, in *Economic Journal Odessa Polytechnic University*, 2023, no. 3, 23 ff., according to which "[t]he market is a sphere of exchange and a system of commodity-monetary relations between producers and consumers of material goods and services" (ibid., 23) and "represents a complex system of relations between all subjects that exchange all types of goods and resources, setting prices based on the interaction of supply and demand" (ibid., 24). In the extensive literature, see also L. DE ROSA, *Economisti meridionali*, Ist. Italiano Studi Filosofici, Napoli, 1995, e.g. 21; M. POLATO, *La securities exchange industry in Italia. Listing, trading e post trading nel mercato azionario*, Giappichelli, Torino, 2004, 18; A. FERRARI, E. GUALANDRI, A. LANDI and P. VEZZANI, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, 6th ed., Giappichelli, Torino, 2018, 2; and, more broadly, U. GOBBI, *Trattato di economia*, Società Editrice Libraria, Milano, 1919, passim. See also G. BARDEN, *Essays on a Philosophical Interpretation of Justice: The Virtue of Justice*, Edwin Mellen, Lewiston, 1999, 89.

[2] It is debated whether it is a *locus artificialis* or *naturalis*. In the former sense, which presupposes and endorses the logical priority of law over the market, see N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Roma – Bari, 1998, esp. 28, according to whom the form of the economy is one with its normative structure, with its intrinsic and constitutive legality (within a framework in which law appears exhausted in the content of sources that are *lato sensu* legislative), and cf. previously B. LEONI, *Obbligo e pretesa nella dogmatica, nella teoria generale e nella filosofia del diritto*, in *Studi in onore di Emilio Betti*, I, Giuffrè, Milano, 1962, 541 ff. (repr. in ID., *Scritti di scienza politica e teoria del diritto*, with an introductory essay by M. STOPPINO, Giuffrè, Milano, 1980), however radically critical of the identification of law with legislation alone, considered a source of negative consequences for the market (see ID., *Freedom and the Law*, D. Van Nostrand, Princeton, 1961, also in the Italian translation ID., *La libertà e la legge*, ed. by M.C. PIEVATOLO, with introduction by R. CUBEDDU, Liberilibri, Macerata, 1994; see also ID., *Diritto e politica*, in *Riv. internaz. fil. dir.*, 1961, 83 ff.). A different view is taken by G. ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, 1443 ff., and see also P. SCHLESINGER, *Intervento*, in *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Roma – Bari, 1999, 29 ff., as to the capacity of the economy to express its own rules independently of legislative intervention, which is exemplified in relation to the black market and the grey market.

[3] Cf., e.g., A. DIEKMANN and W. PRZEPIORKA, *Trust and Reputation in Markets*, in F. GIARDINI and R. WITTEK (eds), *The Oxford Handbook of Gossip and Reputation*, Oxford University Press, New York, 2019, 383 ff.

[4] See P.O. MÜLBERT and A. SAJNOVITS, *The Element of Trust in Financial Markets Law*, in *German Law Journal*, 2017, 1 ff.

and defended all the more intensely where the market is characterised by a high degree of intermediation[5] and dealings between absentees, as occurs in the capital markets. There, physical distance and informational asymmetry[6] between parties render reliance even more fragile and mediated by a complex network of intermediaries; reliance is not, or at least not only, personal, but rather systemic, channelled through guarantee mechanisms and supervisory structures.

However, the law's ability to safeguard and promote trust lies above all in the fact that trust arises from, and is nourished by, the protection of freedom to contract, the expression of which constitutes the crossroads at which liberty and responsibility meet[7]. Hence why it is proper to inquire into the current role of freedom of contract in markets permeated by technological innovation, by the computerisation of infrastructures and by the incursion of machine intelligence devices which contribute, with a degree of autonomy, to the formation and performance of the contract.

2. TRUST AS MARKET INFRASTRUCTURE: CAPITAL MARKETS AND TRUST *INTER ABSENTES*.

In classical economic thought, the market has often been described as a machine capable of self-regulation through the interplay of supply and demand[8]. Especially in relation to this vision, particular relevance attaches to the fabric of trust which, by persuading parties to exchange goods, services and promises, amounts to a constitutive element of the market. It is this "spirit (or principle) of trust" that makes it possible to reduce complexity and to replace uncertainty with predictability[9].

---

[5] Among others, cf. J.H. DALHUISEN, *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law*, vol. 6, *Financial Regulation*, 8th edn., Bloomsbury Publishing, Oxford – New York – Dublin, 2022, 376 f.; F. BULFONE and A. SMOLEŃSKA, *The internal and external Centralisation of Capital Markets Union regulatory structures: the case of Central Counterparties*, in A. HÉRITIER and M.G. SCHOELLER (eds.), *Governing Finance in Europe: A Centralisation of Rulemaking?*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton, 2020, 52 ff.; J. HUANG, *The Law and Regulation of Central Counterparties*, Bloomsbury Publishing, Oxford – Portland, 2010; and F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 11th ed., Giappichelli, Torino, 2021, 355.

[6] On asymmetric contracts, see, for a leading account, V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 769 ff., and ID., *Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico (schivando il terzo contratto)?*, in G. Vettori (ed.), *Remedies in contract*, Cedam, Padova, 2009, 207 ff.

[7] Cf. V. SCIALOJA, *Responsabilità e volontà nei negozi giuridici. Prolusione al corso di pandette nella R. Università di Roma*, Stabilimento tipografico italiano, Roma, 1885, 6 ff., e.g. 22.

[8] On the preconditions, see, within the vast literature, A. LEIJONHUFVUD, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, Oxford University Press, New York, 1968, 393: on the assumption of a dual role of the price mechanism, prices should disseminate the information necessary to coordinate economic activities and the plans of the dependent units engaging in commercial transactions, and prices should provide incentives to those units engaging in commercial transactions to adjust their activities so that they become mutually compatible overall.

[9] The reference is to the scholarship of N. LUHMANN, *Vertrauen. Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität*, Enke, Stuttgart, 1968 (Id., *La fiducia*, Il Mulino, Bologna, 2002, Italian translation of the 2nd expanded ed., Enke, Stuttgart, 1973), where, within a sophisticated theory of (social) systems, trust is conceived as a structural mechanism for reducing complexity and assuming risk in interactions: a basic (relational) positive evaluative disposition towards others and towards the future, which supports coordinated action by becoming a criterion which regulates action that allows one to act without having to recalculate all risks each time, indispensable for coping with everyday life; a structural element of the dynamic functioning of social systems and a condition for the survival of society, implying the duty to take into account others' reliance, therefore mutual responsibility in relationships; a precondition for the reduction of uncertainty and

And, indeed, both in economic analysis and in systems theory, trust is described as a device for reducing complexity and stabilising expectations[10]. The two-tier monetary architecture itself – central bank and commercial banks – is today interpreted, when formulating regulatory policy decisions, as an institutional construct that "transfers" trust in central bank money to the entire financial system[11]. The law intervenes to render this trust juridically sound and credible, ensuring the certainty of obligations, the possibility of compelling performance, the sanctioning of non-performance and abuse and, more generally, regulating remedies and information duties[12]. The law does not create trust, but provides the systemic scaffolding that supports, promotes and protects it.

When trust deteriorates, transaction costs increase[13], needs for verification and control intensify, and the

complexity and a factor guiding decisions, grounding a structure of expectations that promotes risk-taking. See also ID., *Rechtssystem und Rechtsdogmatik*, Kohlhammer, Stuttgart, 1974, also in the Italian translation ID., *Sistema giuridico e dogmatica giuridica*, Il Mulino, Bologna 1978, where trust underlies the stabilisation of normative expectations and the conception of law as a device for the generalisation of expectations (cf. M. FINCO, *Diritti fondamentali e diritti umani: il contributo della sociologia di Niklas Luhmann*, in *Revista Direito Mackenzie*, 2017, 152 ff.); and N. LUHMANN, *Familiarità, confidare e fiducia: problemi e alternative*, in D. GAMBETTA (ed.), *Le strategie della fiducia. Indagini sulla razionalità della cooperazione*, Einaudi, Torino, 1989, 123 ff. Cf. also A. PINTORE, *Il dovere della sfiducia*, in *Teoria e storia del diritto privato*, special issue ed. by D. MANCUSO and V. GIORDANO, *Ombre del diritto*, 2022, 1 ff., and T. GRECO, *La legge della fiducia*, Laterza, Roma-Bari, 2021, as well as P. DASGUPTA, *La fiducia come bene economico*, in D. GAMBETTA (ed.), *Le strategie*, cit., 63 ff., É. LAURENT, *Économie de la confiance*, La Découverte, Paris, 2012 (Italian translation ID., *L'economia della fiducia*, Castelvecchi, Roma, 2013), and I. CUCCO, *Fiducia e diritto. Una prospettiva di ricerca tra antropologia culturale e sociologia giuridica*, in *Riv. trim. sc. amm.*, 1 ff., https://doi.org/10.32049/RTSA.2024.4.07.

[10] Cf. OECD, *Government at a Glance 2025*, Paris, 2025, esp. ch. 2, https://doi.org/10.1787/0efd0bcd-en, and A. DIEKMANN and W. PRZEPIORKA, *Trust*, cit., 383 ff.

[11] Cf., within the interpretations of the Bank for International Settlements, A. CARSTENS, *Trust and macroeconomic stability: a virtuous circle*, Mayekawa Lecture, IMES Conference, Tokyo, 27 May 2025, 1 ff., available at the web address corresponding to the URL https://www.bis.org/speeches/sp250527.htm, and ID., *Trust and public policies*, Speech at High-level seminar on central banking: past and present challenges, São Paulo, 19 May 2023, 1 ff., https://www.bis.org/speeches/sp230519.htm.

[12] Cf., e.g., R.J. COLOMBO, *The Role of Trust in Financial Regulation*, in *Vill. L. Rev.*, 2010, No. 55, 577 ff.

[13] On the notion, see J.R. COMMONS, *Institutional Economics*, Macmillan, New York, 1934, which suggests conceiving of the transaction as the unit of institutional analysis, and especially R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937, No. 4, 386 ff., which introduces the idea of the costs of using the price mechanism (cf., e.g., C. DAHLMAN, *The open field system and beyond: a property rights analysis of an economic institution*, Cambridge University Press, Cambridge – New York – Melbourne, 1980, 77, and H.B. MALMGREN, *Information, expectations, and the theory of the firm*, in N.J. FOSS (ed.), *The theory of the firm: critical perspectives on business and management*, vol. II, Routledge, London – New York, 2000, 256 ff., and, therein, 257), and R.H. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law and Economics*, 1960, No. 3, 1 ff., which places transaction costs – and their role – within the relationship between market, externalities and public intervention. For a development of the theory, among others see especially O.E. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York, 1975, ID., *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*, in *Journal of Law and Economics*, 1979, No. 22, 233 ff., ID., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York, 1985, for a systematic exposition of transaction cost economics in which the concepts of asset specificity, bounded rationality, and opportunism emerge (cf. P. BROMILEY and J. HARRIS, *Trust, transaction cost economics, and mechanisms*, in R. BACHMANN and A. ZAHEER (eds.), *Handbook of Trust Research*, Edward Elgar, Cheltenham – Northampton, 2006, 124 ff., and, therein, 129), and, again, O.E. WILLIAMSON, *Transaction Cost Economics*, in R. SCHMALENSEE and R.D. WILLIG (eds.), *Handbook of Industrial Organization*, vol. 1, Elsevier, Amsterdam – New York – Oxford – Tokyo, 1989, 135 ff. On the topic, for other classic contributions within the institutional economics perspective, see also D.C. NORTH, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge – New York – Melbourne – Madrid – Cape Town, 1990, for the systematic use of the category of transaction costs to explain institutions and economic development, as well as A.A. ALCHIAN and H. DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in *Am. Ec. Rev.*, 1972, No. 62, 777 ff.

logic of exchange is supplanted by a defensive logic[14]. The market then becomes inefficient not due to a lack of competition, but due to an excess of suspicion[15]. Hence the systemic relevance of trust, which is today underscored also by economic policy authorities, who regard it as a condition for the effectiveness of monetary, fiscal, and regulatory policies taken as a whole[16].

The capital markets are paradigmatic in highlighting this dimension of trust: no sector more than the capital markets demonstrates how trust has become a public – or at least a common – good[17]. In such markets, exchange takes place almost exclusively between absentees, through a dense network of intermediaries, platforms, clearing houses and post-trading infrastructures[18]. Within such markets, the distance between investor and issuer is, frequently, virtually total; information circulates in mediated, standardised and often asymmetric form. The trust relationship is not so much personal as institutional and systemic, resting on the quality of legal rules, the soundness of supervised intermediaries, the transparency of intermediaries, and the oversight exercised by authorities – that is, on the ability of national and supranational authorities to manage micro- and macro-prudential risks[19].

Trust accordingly assumes a systemic dimension and an infrastructural character: it is embedded in clearing and settlement circuits, in compliance protocols, in due diligence procedures. And it must be preserved, since it is anything but indestructible, as demonstrated recently by the financial crises which have taken place in the last few decades and have shown that the loss of trust, once triggered, spreads rapidly and pervasively, overwhelming institutions and retail investors alike[20].

Legal scholarship on financial markets has perceptively captured how the function of regulation is also

---

[14] See A. DIEKMANN and W. PRZEPIORKA, *Trust*, cit., 383 ff.

[15] On the influence of the "transactional atmosphere" on exchanges and the relevant costs, cf. O.E. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York, 1983, 38 f. (orig. ed. 1975, cit.).

[16] Cf. A. CARSTENS, *Trust and macroeconomic*, cit., 1 ff., and ID., *Trust and public policies*, cit., 1 ff.

[17] On the confusion between the two categories, from a historical perspective see F. SCHUPFER, *Il diritto privato dei popoli germanici con speciale riguardo all'Italia. II. Possessi e dominii*, Casa editrice S. Lapi, Città di Castello, nonché E. Loescher e C., Roma – Torino – Firenze, 1907, 67. On the shift from public goods to common goods as a result of privatisation, see J. ZIEGLER, *Les nouveaux maîtres du monde et ceux qui leur résistent*, Fayard, Paris, 2002, also in the Italian translation by M. FIORINI, *La privatizzazione del mondo*, Net, Milano, 2005, 90.

[18] In addition to the bibliography cited above, see ESMA, *Artificial intelligence in EU securities markets*, Paris, 2023, 3 ff., available at the web address corresponding to the URL https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-6247-AI_in_securities_markets.pdf. For a related discussion, see also Esma, *ESMA Digital Strategy 2026–2028*, 13 January 2026, ESMA65-955014868-12887, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-01/ESMA65-955014868-12887_ESMA_Digital_Strategy_2026_-_2028.pdf.

[19] Cf. ESMA, *Artificial intelligence*, cit., 3 ff., and EBA, *Machine learning for IRB models. Follow-up report from the consultation on the discussion paper on machine learning for IRB models*, August 2023, EBA/REP/2023/28, 3 ff., available at the web address corresponding to the URL https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1061483/Follow-up%20report%20on%20machine%20learning%20for%20IRB%20models.pdf.

[20] For an overview, in the extensive literature, see F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2008). Il caso italiano*, Cedam, Padova, 2009; ID. and G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Utet, Torino, 2012; F. CAPRIGLIONE and A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Utet, Torino, 2014.

to "restore" or "strengthen" trust following the occurrence of market crises, thereby giving credibility to the promises of stability and integrity[21]. In this light, European authorities (ESMA, EBA, the ECB and national authorities) seem to increasingly conceive stability as a dynamic equilibrium between innovation, competition, and the protection of investor reliance[22].

So the regulation of the capital markets protects savings also by preserving the collective capacity to believe in economic institutions. And trust is an intangible asset the erosion of which has effects as ruinous as a liquidity crisis, which after all can be triggered by such erosion[23].

3. COLLECTIVE TRUST AND REGULATION: FREEDOM OF CONTRACT, FINANCIAL COMPLEXITY AND MACHINE INTELLIGENCE.

This collective trust, furthermore, is rooted in an individual element, namely freedom of contract. It is in the freedom to wish, to choose and to assume – to "will" – obligations, under conditions allowing reasonable awareness to mature[24], that trust takes hold and, with it, the economic and legal foundation of the market.

Against this backdrop, freedom of contract represents the intersection of the subjective and systemic dimensions. Freedom of contract is, so to speak, the micro-element of the macro-system of trust: its effectiveness implies that the exchange act is the expression of personal autonomy, that is, of a conscious and tendentially rational choice[25]. Although contractual freedom is not absolute[26]: the law regulates it, sets limits,

---

[21] Cf. P.O. MÜLBERT and A. SAJNOVITS, *The Element*, cit., 1 ff., and R.J. COLOMBO, *The Role*, cit., 577 ff.

[22] Cf., again, ESMA, *Artificial intelligence*, cit., 3 ff., and EBA, *Machine learning*, cit., 3 ff.

[23] On the (two-way) link between crises of trust and liquidity crises, in the extensive literature one may refer to C. VAN DER CRUIJSEN, J. DE HAAN and D.-J. JANSEN, *Trust and Financial Crisis Experiences*, in *Soc Indic Res*, 2015, No. 127, 577 ff.; B. BOSSONE, *Liquidity and capital under uncertainty and changing market sentiment: A simple analysis*, in *Review of Financial Economics*, 2014, No. 23, 98 ff.; ID., *On Trust, Uncertainty and Liquidity*, in *Quaderni di Economia e Finanza*, 1997, no. 2, 109 ff.; L. GUISO, *A trust-driven financial crisis. Implications for the future of financial markets*, in *The EEAG report on the European economy 2010*, CESifo Group, Munich, 2010, 53 ff.; D. COLANDER et al., *The financial crisis and the systemic failure of academic economics*, in *Kiel Working Paper*, No. 1489, 2009, 2 ff.; F. ROTH, *The Effect of the Financial Crisis on Systemic Trust*, in *Intereconomics*, 2009, No. 44, 203 ff. For a related perspective, see also A. SHLEIFER and L.H. SUMMERS, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in A.J. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, 1988, 33 ff., and P. KRUGMAN, *End This Depression Now!*, W W Norton & Co, New York, 2012.

[24] Cf. T.H. GREEN, *Liberal Legislation and Freedom of Contract. A Lecture*, Slatter and Rose, Oxford - London, 1881; P.S. ATIYAH, *Freedom of Contract and the New Right*, in Id., *Essays on Contract*, Clarendon Press, Oxford, 1990, 355 ss.; D. KIMEL, *From Promise to Contract: Toward a Liberal Theory of Contract*, Bloomsbury Publishing, Oxford, 2003, 117 ff.

[25] Behavioural economics has indeed warned of the risk of cognitive failures and bounded rationality, which justify supplementary rules aimed at mitigating information asymmetries in order to safeguard the effectiveness of consent, typically favouring forms of weak paternalism designed to ensure a choice architecture that allows individuals to pursue their own goals as they themselves perceive them: cf. C.R. SUNSTEIN, *Why Nudge? The Politics of Libertarian Paternalism*, Yale University Press, New Haven – London, 2014, 19 f., also in the Italian translation ID., *Effetto nudge. La politica del paternalismo libertario*, Università Bocconi Editore, Milano, 2015.

[26] See, for a leading account, G. ALPA, *Il contratto in generale*, I, *Fonti, teorie, metodi*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, formerly directed by A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, continued by P. SCHLESINGER, Giuffrè, Milano 2014, according to whom the manifestation of the parties' will is only the nucleus of the contract, which is then enriched by everything that the legal system requires to be included in a contract (ibid., 389). The problem of freedom without equality resolves itself into that of reconciling freedom and control, reproposing under different guises the ancient relationship between freedom and authority (ibid., 412): autonomy is born limited and from the contract as manifestation or declaration of will, the so-called "intended", one must distinguish the contractual regulation, composed of intended + normatively determined

contemplates presumptions, and establishes protections against deception and manipulation.

The validity of the contract presupposes that one can recognise a manifestation of the will to contract which is attributable to a subject capable of understanding and of willing, albeit within the bounds of limited rationality[27]. Given the conceptual distance between decision, autonomy and will, not just any decision can suffice. As the market evolves towards greater complexity, freedom of contract finds itself constrained: it must confront standardised contractual instruments, financial "products" characterised by technical opacity which may be considerable (*i.e.,* for reasons that pertain to the technical-specialistic complexity of the structures and the language) and automated procedures that do not only narrow the actual scope of freedom of choice[28]. Contractual standardisation, technical sophistication of products and multilevel intermediation place the genuineness, the authenticity of the will to contract under strain, exposing it to the risk that the content of expressions of one's will is influenced by informational asymmetries and structural opacity[29].

The problem is not only the classic one of vitiated consent, but also that of an intent formed in contexts that are structurally affected by market architecture and, in a wider sense, the rules of the game that is played within the market[30]. Hence the importance of conduct-of-business rules, disclosure obligations, and suitability and appropriateness controls, through which the European legislator seeks to preserve a space of actual self-determination[31] even in the context of that sector of the capital markets which consists of transactions with

(ibid., 138). Thus, the contract becomes the contractual regulation (ibid., 127), an instrument of freedom but also of equalisation (ibid., 5).

[27] Cf. P.O. MÜLBERT and A. SAJNOVITS, *The Element*, cit., 1 ff.

[28] See, e.g., M. LIBERTINI, *I titoli di credito nella dottrina giuscommercialistica italiana*, in *ODC*, 2017, no. 3, 1 ff. and, therein, 12, according to whom markets are less and less places in which voluntary exchanges "among equals" take place, and increasingly become places in which certain firms offer their products or services, in standardised ways, to potential users, who exercise their freedom of choice among the various offers available in the market.

[29] Cf. P.O. MÜLBERT and A. SAJNOVITS, *The Element*, cit., 1 ff., and R.J. COLOMBO, *The Role*, cit., 577 ff.

[30] Cf. A. DIEKMANN and W. PRZEPIORKA, *Trust*, cit., 383 ff.

[31] Thus anticipating (or preventing) recourse to the classical remedies that allow the contractual obligation to be denied even though the formal requirements for the bond are present. For instance, in the United States experience, while starting from recognition of the principle of freedom of contract, it is where there is an intrinsic adequacy of the contractual relationship between the parties that courts have no hesitation in enforcing contracts without regard to inequalities, unfairness, imbalances or ex post grievances; otherwise, even where the formal requirements of offer, acceptance and consideration are present, courts resort to the doctrines of unconscionability, economic duress and undue influence to deny the binding effect, showing that the underlying obligation of good faith and fair dealing – notwithstanding the aforementioned principle, which might make it appear of occasional relevance – is not exceptional in nature, since fairness constitutes a condition for the legitimacy of an otherwise valid agreement. Cf., e.g., *Williams v. Walker-Thomas Furn. Co.*, 350 F.2d 445 (Ct. App. DC Cir., 1965), on unconscionability; *Odorizzi v. Bloomfield School Dist.*, 246 Cal. App. 2d 123 (Ct. App. California, 1966) on undue influence; and *Austin Instr., Inc. v. Loral Corp.*, 29 N.Y. 2d 124 (Ct. App. New York, 1971), on economic duress. Such relational adequacy rests on the existence of conditions for the conscious manifestation of consent, hence on the genuineness of intent and the willingness to assume contractual obligations, which does not depend on, does not presuppose, nor is necessarily ensured by the actual negotiability of the contractual terms, the absence of which does not exclude the bilateral nature of consent, of which, conversely, the conduct of bilateral negotiation is not an unequivocal or absolute indicator. As regards – in particular – standard form contracts, typically standardised through the unilateral drafting of general terms and conditions, that is, in situations in which, in fact, relational adequacy may be weakened, if not entirely lacking, due to significant asymmetries between parties only formally equal within the contractual relationship, those conditions are entrusted to legal constraints external to the relational foundation of the contractual regulation: to regulation, expressed through disclosure obligations, mandatory rules of conduct, supervisory controls aimed at protection and public enforcement, and to a careful interpretation, all of which cooperate in providing external limits to private powers (cf. O. BEN-SHAHAR and C.E. SCHNEIDER, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated*

retail rather than professional investors and, therefore, of mass investment[32].

All the more so in a context where so-called digital contracting is widespread and weakens human relations[33].

All the more so, that is, in the digital space, where contracting is often mediated, if not actually replaced, by IT processes[34]. And where machine intelligence is perceived as a new protagonist of the contractual relationship. With respect to the technological construct, we are faced with a paradigm shift: such construct is no longer merely a technical-infrastructural organisational tool, since the computerisation of the market does not concern only – for example – the speed of entry into, and performance of, transactions[35]. Machine intelligence reconfigures contracting in that it operates as a device capable of gathering information, formulating proposals, executing contracts, and – prospectively – adapting them dynamically to changing circumstances: it thus presents itself as a co-decision-maker.

4. ALGORITHMIC TRUST AND IMPUTABLE WILL.

The irruption of machine intelligence into the processes of formation, performance and oversight of contracts in the capital markets introduces a further level of complexity. The use of constructs provided by artificial intelligence in the provision of investment services, while on the one hand promising greater efficiency, on the other hand entails risks associated with algorithmic biases, decision opacity, and a (possibly) excessive reliance on automated tools[36]. So, for instance, the use of machine learning in internal models for evaluating credit risk gives rise to delicate issues of transparency, auditability, and human oversight[37].

In this scenario, the algorithm tends to assume a central role in shaping the will to contract: both where the algorithm remains confined to the area of recommendations, of the formulation of scenarios which may be accepted or rejected, and, *a fortiori*, where it is the tool entrusted with decisions that are instrumental to completing the initial volitional act and thus called upon to perform an immediately duty-creating function. In both cases, with varying intensity, the algorithm tends to present itself as a co-decision-maker, influencing the selection of counterparties, the assessment of risk, the determination of prices and, looking ahead, the very

Disclosure, Princeton University Press, Princeton – Woodstock, 2014, passim, and M.J. RADIN, *Boilerplate: The Fine Print, Vanishing Rights, and the Rule of Law*, Princeton University Press, Princeton – Woodstock, 2013, passim).

[32] Cf. ESMA, *Artificial intelligence*, cit., 3 ff., and ID., *Public Statement. On the use of Artificial Intelligence (AI) in the provision of retail investment services*, 30 May 2024, ESMA35-335435667-5924, 1 ff., available at the web address corresponding to the URL https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA35-335435667-5924__Public_Statement_on_AI_and_investment_services.pdf.

[33] Digital contracting weakens human relations, e.g., for B. FRISCHMANN and M.Y. VARDI, *Better Digital Contracts with Prosocial Friction-in-Design*, in *Jurimetrics Journal*, 2025 (Fall), No. 65, 1 ff.

[34] See, among others, E. BATTELLI, *Questioni aperte in materia di contrattazione nelle piattaforme online*, in *Contratti*, 2022, 563 ff., and C. CAMARDI, *Contratti digitali e mercati delle piattaforme*, in *Jus Civile*, 2021, 901 ff. More broadly, F. RUGGERI, *Poteri privati e mercati digitali. Modalità di esercizio e strumenti di controllo*, Roma Tre-Press, Roma, 2023.

[35] Cf. the tormented reflection of P. VIRILIO, *La bombe informatique*, Galilée, Paris, 1998.

[36] Cf. ESMA, *Public Statement*, cit., 1 ff., and ID., *Artificial intelligence*, cit., 3 ff.

[37] See EBA, *Machine learning for IRB models. Follow-up report from the consultation on the discussion paper on machine learning for IRB models*, cit., 3 ff.

dynamics of contract performance[38].

This does not mean that the will to contract can no longer be regarded as the free and conscious expression of the party merely because its expression is heavily mediated by systems that select, filter and pre-structure available options[39]. It does, however, invite inquiry into the appropriate safeguards.

Traditional (at least Italian) dogmatics on "atto negoziale" rests on the attribution of intent to a person[40], natural or legal, according to well-established criteria of imputability and responsibility[41]. The use of AI systems is not incompatible with this traditional framework, since one may conclude that the decision of the AI system expresses the requisite intent by participating in the fixing of contractual terms which are deliberately completed *per relationem*. Where agreement is formed through the intermediation of machine intelligence, the will to contract does not vanish: it is situated among the prior facts, constituting an antecedent which makes it possible to attribute the contract to the person who chose to rely on the technological instrument as a projection of that person's freedom. And this holds even where the outcome – the contract – appears to be predominantly technical in nature and even if it results from the application of probabilistic logics that are not always decipherable.

The fact that these are (at least partially) autonomous decisions, trained on historical data and liable to evolve over time[42], may also – and if anything – have an impact in areas where the notions of "error" or "negligence" operate, notions which may acquire new connotations when confronted with phenomena of technical opacity and statistical complexity[43]. But the use of machine intelligence in contracting does not seem to call into question the classical legal model which links the validity of the contract to the ability to recognise an attributable intent[44]. Attribution is not precluded in the case of automated or more or less autonomous decisions entrusted to machine intelligence, so that it is not on this account that trust in the contractual bond may lose its foundation. There are no insurmountable obstacles to recognising the continuing centrality of the

---

[38] Cf. ESMA, *Artificial intelligence in EU investment funds: adoption, strategies and portfolio exposures*, 25 February 2025, ESMA50-43599798-9923, available at the web address corresponding to the URL https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-02/ESMA50-43599798-9923_TRV_Article_Artificial_intelligence_in_EU_investment_funds.pdf, and Id., *Artificial intelligence in EU securities markets*, cit., 3 ff.

[39] See the white paper by ASSOGESTIONI, *AI in asset management: from vision to action. Strategies, policies and new perspectives in Italian Asset Management*, ed. by R. D'APICE, June 2025, 9 ff., available at the web address corresponding to the URL https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/assogestioni_whitepaper_ai_in_asset_management_june2025_en_0.pdf, and EBA, *Machine learning*, cit., 3 ff.

[40] But see F. FISICHELLA, *La teoria dei contratti nella filosofia del diritto. Studi*, De Stefano, Messina, 1890, 67. More broadly, v. F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, nel *Tratt. dir. civ. e comm.*, previously directed by A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, and continued da P. SCHLESINGER, 2nd edn., Giuffrè, Milano, 2002, 27 ff. and passim.

[41] See P.O. MÜLBERT and A. SAJNOVITS, *The Element*, cit., 1 ff. In the extensive literature, also from a historical perspective, see the volume edited by T. DALLA MASSARA, *Individual Will and the Civil Law Tradition. Rethinking Lex Privata*, Giappichelli e Routledge, Abingdon – New York – Torino, 2026.

[42] Cf. EBA, *Machine learning*, cit., 3 ff.

[43] Cf. ASSOGESTIONI, *AI in asset management*, cit., 9 ff.

[44] For an overview, see A. GENTILI, *Le invalidità*, in E. GABRIELLI (ed.), *I contratti in generale*, vol. II, Giappichelli, Torino, 2026, 1501 ff., esp. 1544 ff.

will to contract even when mediated by technology, it being sufficient to acknowledge forms of "assisted" or "programmed" will. This renders otiose the question of whether individual autonomy can survive the machine, it being irrelevant that, by a voluntary individual choice, contractual elements are completed in an environment in which the choice is executed by algorithms that encounter more or less limited possibilities and alternatives.

Correlatively, it seems that a form of trust in algorithms may be emerging. Investors, intermediaries and supervisory authorities may be induced to rely on the quality of the code, the robustness of the data and the governance procedures surrounding AI systems[45]. In this perspective, what matters is not only the risk that the "machine" may discriminate, manipulate or exclude, but more generally the phenomenon by which trust, hitherto grounded in the counterparty's word or in the authority of the institution, should move towards the reliability of code and IT processes, thereby calling for transparency in those respects.

On this point, the most recent assessments of supervisory authorities, particularly attentive to the opportunities and limits of SupTech[46], insist on the need for AI to remain a "support tool" and not to replace human judgement, precisely in order to maintain a final guarantee of responsibility and controllable discretionary assessment[47].

Yet the issue is broader, in the sense that the law is called upon to safeguard not only the parties' will as to the content of the contract, but also the epistemic soundness of the process that generates it. At least at the level of the establishment and maintenance, as noted, of an area of actual self-determination through the imposition of the conditions functionally conducive – at least in the abstract – to the conscious manifestation of consent.

5. TRUST AND LAW IN THE DIGITAL ECOSYSTEM.

The protection of trust in digitalised capital markets is increasingly furthered by safeguarding freedom of contract in an environment where the will to contract itself is assisted, filtered and at times induced by technical IT devices[48]. Accordingly, the law is also called upon to shape the process by which the content of the economic and legal transaction is decided, providing for safeguards to transparency, to controllability, and to the possibility of a meaningful human intervention.

In relation to activities and relationships located in a digital dimension, the preservation of trust is furthered by unprecedented forms of regulation and supervision that concern technological devices and processes of an IT character as well as their applications. Intermediaries and authorities become custodians of complex IT ecosystems in respect of which trust is built and maintained no longer only *ex post*, at the

[45] Cf. ESMA, *Public Statement*, cit., 1 ff., and ID., *Artificial intelligence in EU securities markets*, cit., 3 ff.

[46] Among others, see G. SCOPINO, *Algo Bots and the Law. Technology, Automation, and the Regulation of Futures and Other Derivatives*, Cambridge University Press, Cambridge – New York – Port Melbourne – New Delhi – Singapore, 2020, 183.

[47] See P. DERIU and S. RACIOPPI, *Riflessioni in tema di intelligenza artificiale e attività di vigilanza*, with presentation by A. Lalli, in *Quaderni Fintech*, No. 15, 2025, 11 ff.

[48] Cf. EBA, *Machine learning*, cit., 3 ff., and ESMA, *Public Statement*, cit., 1 ff.

performance stage, by reason of performance, by the degree of the certainty of performance, but also *ex ante*, through validation or certification, traceability and auditing of IT algorithms and, earlier still, the adoption of the paradigm of including by design, within such algorithms, features deemed to be desirable such as security[49].

This is a transformation, or at least an evolution, which is not only a prerequisite of the prototype of regulation that emerges from the combination of ex post supervision and ex ante responsibility, which is thereby justified and recommended, but which is also a stimulus for rethinking such regulatory prototype. The above-mentioned combination, beyond the appearance of a static quality which it may reflect, tends to become – to blur into – a circular model of continuous interoperability between rules, instruments, and behaviour, which it supplements.

It is a systemic paradigm of trust in which trust itself becomes the object of multi-level regulation, embedded in IT protocols and compliance standards.

In this perspective, the interplay between financial markets regulation, AI regulation and supervision, and data protection law delineates a modern, complex juridical dimension in which trust is no longer solely a product of (the positing of) substantive rules, but also of technical standards, audit processes and mechanisms of algorithmic accountability. This is necessary to prevent technological innovation from provoking a deficit of will and, consequently, a silent yet profound erosion of the trust that sustains the market.

Faced with automating technology, the law ought to prevent radical de-humanisation[50]. Even in relation to the digitalised market, trust remains an act of mutual belief, a human phenomenon which is up to the law to foster by ensuring the conditions for the (in this sense legal) genesis of trust, which is always relational, since it implies that someone, while able to doubt, chooses to rely.

In the face of innovation, defending intent means defending the human dimension within the digital market. Not out of nostalgia for an analogue past, but in order to safeguard the principle of personal responsibility that gives meaning to the contract as an instrument of free and conscious cooperation. With the obvious twofold limit by virtue of which, on the one hand, one person's freedom to want must confront that of the other person, not only as to the content of the contractual regime, but also as to the negotiating techniques chosen to enter into the contract. And by virtue of which, on the other hand, from a classically liberal perspective, if one wants to preserve the meaning itself of contract, its ontological status among economic institutions, the law must establish the conditions for expressing a conscious consent without prejudice to the principle of self-responsibility. While it is – as a general rule – not appropriate for the law to manufacture the contract for the parties, and even less so for such manufacturing to be done – even *a posteriori* – in the applicative phase by judicial

[49] A sometimes normative model, following the example offered by the Digital Operational Resilience Act or DORA (Regulation of the European Parliament and of the Council 14 December 2022, no. 2022/2554): see, *inter alios*, J. HINCHLIFFE and A. SCHEEN, *Integrated Operational Risk Management. Tools, Techniques and Meeting Regulatory Expectations*, Wiley, Hoboken, 2025, 119, and cf. E. BEULEN and M.A. DANS, *Data Analytics and Digital Transformation*, Routledge, Abingdon – New York, 2024, § 14.1.

[50] Cf. G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, I, 525 ff., in reply to N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 347 ff. See then ID., *"È vero ma…" (Replica a Giorgio Oppo)*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, I, 273 ff.

creationism[51].

Over these years of acceleration in the evolution of information technology and in the circulation of the relevant constructs, trust has migrated, expanding from individuals to institutions, from institutions to systems, and from systems, finally, to IT algorithms. However, in the context of the market, although trust may take different forms, the essential core on which it rests seems to remain unchanged: the possibility of attributing meaning to a promise, of recognising a will behind an act[52] and, consequently, to place one's trust in performance.

For this reason, the digital transformation should not be permitted to dissolve the very idea of freedom of contract into neutral automatism, recognising the task of the law as being that of safeguarding trust as the market's (economic and moral) infrastructure, even when technical forms of contracting change radically. So that the market, though transformed by technology, may continue (or return) to be what it is ontologically, naturally meant to be: the place, fragile and fertile, where each person's freedom encounters the trust of others.

[51] See L. FERRAJOLI, *Contro la giurisprudenza creativa*, in *Questione giustizia*, 2016, No. 4, 13 ff., and M. LUCIANI, *Ogni cosa al suo posto. Restaurare l'ordine costituzionale dei poteri*, Giuffrè, Milano, 2023, passim, and, earlier, ID., *Interpretazione conforme a costituzione*, in *Enc. dir. Annali*, IX, Giuffrè, Milano, 2016, 391 ff.

[52] More broadly, cf. A. GENTILI, *Senso e consenso. Storia, teoria e tecnica dell'interpretazione dei contratti*, 2 vols., esp. vol. I, *Storia e teoria*, Giappichelli, Torino, 2015, passim.

LA “RIFORMA” DEI POTERI SPECIALI NEL SETTORE BANCARIO: BREVI RIFLESSIONI A MARGINE DELLE VICENDE UNICREDIT - BANCO BPM E CEDACRI

Vincenzo Orsini

Edoardo De Chiara

La "riforma" dei poteri speciali nel settore bancario: brevi riflessioni a margine delle vicende UniCredit - Banco BPM e Cedacri*

(*The "Reform" of Special Powers in the Banking Sector: Brief Reflections on the UniCredit–Banco BPM and Cedacri Cases*)

Vincenzo Orsini**

Docente a contratto in Diritto dell'Economia presso l'Università degli studi di Salerno e l'Università degli studi Roma Tre

Edoardo De Chiara**

Ricercatore in Diritto Commerciale presso l'Università degli Studi di Salerno

ABSTRACT [En]:

The paper examines the extension of special powers (golden power) to the banking sector, using the UniCredit–Banco BPM and Cedacri cases as paradigmatic case studies. It aims, on the one hand, to analyse the complex interactions between special powers and the functions of supervisory authorities and, on the other, to highlight – albeit briefly – the critical issues arising from the substantive approach that has emerged in regulatory and financial practice. On this basis, the article finally assesses the most recent reform of special powers, intended to reduce frictions with EU law and to facilitate the closure of the related infringement procedure.

Keywords: Golden power; Banking sector; EU competition law; Financial supervision; Special powers.

ABSTRACT[IT]:

Il contributo esamina l'estensione dei poteri speciali (*golden power*) al settore bancario, assumendo le vicende UniCredit–Banco BPM e Cedacri come casi di studio paradigmatici. Il saggio si propone, da un lato, di analizzare i complessi rapporti di interferenza tra i poteri speciali e le funzioni delle autorità di vigilanza e, dall'altro, di mettere in luce – sia pur sinteticamente – le criticità dell'approccio sostanzialistico affermatosi nella prassi applicativa. Su tali basi, il lavoro valuta infine la recentissima riforma dei poteri speciali, volta a ridurne l'attrito con il diritto dell'Unione europea e a favorire l'archiviazione della procedura di infrazione

Parole chiave: *Golden power*; Settore bancario; Vigilanza bancaria; Concorrenza; Sicurezza economica.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'evoluzione normativa. – 3. La natura, i rimedi e gli effetti dei poteri speciali. – 4. Rapporti di interferenza. – 5. Il caso UniCredit-Banco BPM. – 5.1. La giurisprudenza amministrativa. – 5.2. La valutazione preliminare della Commissione. – 5.3. Gli sviluppi della vicenda. – 6. Il caso Cedacri. – 6.1. Il TAR Lazio. – 6.2. Il Consiglio di Stato. – 6.3. Critiche agli orientamenti giurisprudenziali. – 7. Similitudini e differenze tra le vicende – 8. Riflessioni di sintesi.

1. PREMESSA.

Il presente contributo si concentra principalmente sull'estensione dei poteri speciali[1] al comparto bancario[2] e sui complessi rapporti di interferenza con le funzioni delle autorità di vigilanza settoriali e le prerogative delle autorità competenti in materia di concorrenza. In tale prospettiva, la vicenda UniCredit–Banco BPM assume il rilievo di caso emblematico, utile a delineare i confini applicativi dello strumento e a valutare i potenziali profili di illegittimità – anche di matrice unionale[3] – dell'intervento governativo in questo contesto. Il saggio, inoltre, seppure sinteticamente, esamina anche la vicenda Cedacri, poiché questa costituisce un importante caso di studio capace di sottoporre a prova di resistenza la solidità dell'impostazione sostanzialistica adottata dal governo. Tale approccio esegetico, emerso nella prassi[4]

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

** Il lavoro è frutto di riflessioni congiunte, tuttavia, sono da attribuire a V. Orsini i paragrafi 5, 5.1, 5.2, 5.3 e 6, 6.1, 6.2 nonché 7; mentre ad E. De Chiara i paragrafi 1-4 e 6.3; le riflessioni di sintesi sono da attribuirsi a entrambi gli autori.

[1] Sulla conformazione originaria dei settori si rinvia, tra i tanti, a M. LAMANDINI - F. PELLEGRINI, *Libera circolazione dei capitali, diritto di stabilimento e diritti speciali a favore dello stato: dalla* golden share *al* golden power, in *Diritto Societario Europeo e Internazionale* diretto da M. Benedettelli - M. Lamandini, Utet, Torino, 2016, p. 123; C. SAN MAURO, *I poteri speciali del governo nei confronti delle società che operano nei settori strategici: dalla* golden share *ai* golden powers, in *Foro Amm.*, n. 11, 2015, p. 2956 ss.; più di recente, G. SERAFIN, Golden power*: vecchi problemi e nuovi temi societari*, in *Riv. ODC*, 2021, p. 1014 ss.

[2] Sul tema di recente anche M. PIGNATTI, Golden power *ed enti creditizi. Le ragioni di un difficile rapporto*, Giappichelli, Torino, 2025, p. 67 ss.

[3] Sulla dimensione unionale F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, in *Rivista.eurojus.it*, fasc. 1/2026, p. 170 ss., ricorda come a partire dal 2009, con la riforma dell'art. 207 TFUE, per la politica commerciale comune, e dunque il lato "esterno" dell'UE, la competenza dell'Unione europea è esclusiva sugli investimenti diretti esteri, mentre resta agli Stati membri la competenza sugli investimenti indiretti esteri; viceversa per il mercato interno, invece, sugli investimenti esteri, sia diretti sia indiretti, la competenza è concorrente tra Unione e Stati membri secondo la logica della sussidiarietà. Ciò non è privo di conseguenze, diversi sono infatti i motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica previsti dall'art. 52 TFUE, azionabili sul mercato interno e interpretati in base alla giurisprudenza dell'UE, e i motivi di sicurezza nazionale previsti dall'art. 4, comma 2, TUE e dall'art. 346 TFUE, azionabili nei confronti degli investimenti provenienti da paesi terzi e interpretati in base alla giurisprudenza arbitrale internazionale. Secondo la Corte poi l'investimento è estero se extra-UE in quanto effettuato da un investitore di un paese terzo, mentre non è estero se intra-UE, irrilevante essendo il controllo ultimo di questi. Nel primo caso operano le tutele dei Trattati arbitrali bilaterali in materia di investimenti, e la giurisprudenza dell'UE quanto ai soli investimenti diretti. Nel secondo caso operano le norme del diritto di stabilimento, e quindi il principio del trattamento nazionale, che all'investitore garantisce maggior tutela. Il che è considerato ineccepibile se l'obiettivo è la protezione dell'investimento estero, mentre è invece inutile se l'obiettivo è proteggere il sistema economico e produttivo da investimenti ritenuti ostili in quanto, ad esempio, mossi da motivazioni geopolitiche.

[4] Simili tendenze antiformalistiche – giustificate da taluni in virtù di esigenze di giustizia sostanziale e/o per la necessità di prevenire l'inefficacia dello strumento – appaiono ancor più insidiose nel contesto delle notifiche posto che sotto tale profilo non dovrebbero residuare margini di discrezionalità (cfr. G. DIBATTISTA, *La geometria (imprevedibilmente)*

governativa, è spesso ritenuto legittima da una parte della giurisprudenza ed avallato della dottrina, sembrerebbe emergere e consolidarsi non solo in sede di interpretazione dei doveri di notifica[5], ma anche nelle fasi di accertamento della sussistenza di una minaccia agli interessi pubblici presidiati e nella concreta strutturazione e declinazione del potere[6]. Si tenterà pertanto di dimostrare come questo generale e discutibile approccio, massimamente sostanzialistico, proprio in ambito bancario, parrebbe trovare la sua acme.

2. L'EVOLUZIONE NORMATIVA.

La disciplina italiana dei poteri speciali, come noto, trovava la sua prima formulazione nell'art. 2 del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito nella l. 30 luglio 1994, n. 474, che consentiva allo Stato, in sede di privatizzazione delle imprese pubbliche, di preservare determinate prerogative sulle società risultanti. Il sistema era infatti concepito per garantire che il processo di dismissione delle partecipazioni, cioè il passaggio dalla privatizzazione formale a quella sostanziale, non determinasse la perdita di ogni forma di controllo su attività ritenute essenziali per la sicurezza e l'interesse nazionale. In base a tale disposizione, nelle società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato e operanti nei settori della difesa, dell'energia, dei trasporti, delle telecomunicazioni e dei pubblici servizi, venivano ad essere inserite clausole, nei relativi statuti, che attribuivano al Ministro del Tesoro specifici poteri di intervento da esercitarsi d'intesa con gli altri ministeri competenti. In Italia, almeno secondo taluni studiosi[7], in disparte dalla dizione comunemente utilizzata, non si è però mai avuta una vera istituzione della *golden share*, almeno in senso proprio, posta la permanenza del potere speciale pure al venir

*variabile del "*golden power*"*, in *Società*, 2024, p. 675, ove l'A. contesta la recente giurisprudenza amministrativa che riconosce nell'indeterminatezza un elemento di pregio della disciplina oltre che adeguato in quanto elastico e flessibile e quindi capace di fornire una normativa dalle maglie larghe. Secondo l'A. ciò implica però una confusione di piani, quello della discrezionalità nell'esercizio del potere con quello della identificazione delle fattispecie soggette a notifica), a differenza di quanto accade (da ultimo si v. TAR Lazio, 9 giugno 2025, n. 11160, ove si afferma che la decisione dello Stato di esercitare o meno i poteri speciali in materia di *golden power*, attraverso l'imposizione di prescrizioni o condizioni, ovvero opponendosi all'operazione, si connota per una amplissima discrezionalità), invece, in sede di esercizio del potere ove il relativo margine è piuttosto ampio seppur limitato, da un lato, dal principio di ragionevolezza/logicità e, dell'altro, dal principio di proporzionalità (cfr. A. CANDIAN - S. LANDINI*, Golden Power between the exercise of economic freedoms and protection of economic-financial security*, in *Law and economics yearly review*, n. 1, 2024, p. 30 ss., ove si sottolinea comunque i rischi dell'eccessiva discrezionalità). Vale osservare che, nonostante ciò, talvolta, almeno in sede di enunciato, la giurisprudenza afferma comunque che è escluso che l'esercizio dei poteri possa riguardare operazioni diverse da quelle previste dalla legge ovvero *asset* non individuati tra quelli "strategici" (cfr. TAR Lazio, 24 luglio 2020, n. 8742; TAR Lazio, 13 aprile 2022, nn. 4486 e 4488, con nota di E. M. TEPEDINO, Golden powers*: i poteri speciali del Governo al vaglio del giudice amministrativo*, in *Amm. Camm.*, 21 giugno 2022).

[5] Sul tema sia consentito il rinvio a E. DE CHIARA, *Poteri amministrativi ed autonomia privata nella conformazione giuridica del mercato,* Cacucci, Bari, 2025, *passim*. Di recente, contro l'applicazione analogica si pone anche S. FIORENTINO, *Il* golden power *ed il diritto dell'Unione europea,* in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese* a cura di C.E. Cazzato - S. Fiorentino, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna, 2025, p. 44.

[6] Mentre il potere di veto o opposizione ha un contenuto chiaro e predeterminato dalla legge, il potere di imporre prescrizioni e condizioni o l'assunzione di impegni, risulta dal punto di vista del contenuto non delineato e flessibile. Tuttavia, come noto, il potere deve necessariamente essere assegnato da una norma (principio di legalità) che descrive un caso; se il fatto non può essere adeguatamente ricondotto al caso descritto dalla norma giuridica, il potere conferito da tale norma non può essere esercitato. Su tale ultimo aspetto si veda L.R. PERFETTI, *Complexity, discretion, public interest*, in *PA Pers. Amm.*, n.1, 2023, p. 27.

[7] Sul tema P. MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Italia: la legge 474/1994 e ulteriori documenti*, in *Riv. soc.*, 1994, p. 749; J. SODI, *Poteri speciali,* golden share *e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.*, I, 1996, p. 379.

meno della partecipazione[8]. Sicché, forse, si è più semplicemente assistito alla istituzione di poteri speciali, in origine caratterizzati da una dubbia natura ed intermediati dal riconoscimento statutario, perciò limitati alle sole società derivanti da processi di privatizzazione in passaggio dalla fase formale a quella sostanziale[9].

L'evoluzione della disciplina, anche dal punto di vista funzionale[10], è stata imposta dalla normativa europea per come interpretata dalla giurisprudenza della Corte di giustizia[11]. Tale processo di adeguamento ai dettami comunitari si è però inizialmente caratterizzato per il tentativo di limitarsi ad interventi sporadici e complementari all'originario ordito normativo. Solo con il d.l. 15 marzo 2012, n. 21, convertito con modifiche dalla l. 11 maggio 2012, n. 56, si è invece introdotto un nuovo e più compiuto assetto regolamentare, per certi versi dotato di una portata precettiva ben maggiore, anche in ragione di un più ampio ambito applicativo, non più limitato alle imprese privatizzate, in virtù del venir meno del fondamento statutario del potere[12]. Nonostante queste evidenze empiriche e pur in presenza di poteri dal contenuto precettivo potenzialmente più indeterminato (si pensi ad esempio alle prescrizioni o alle condizioni) rispetto a quelli caratterizzanti i pregressi regimi, vale osservare, quasi paradossalmente, che il nuovo compendio normativo non ha riproposto, almeno in origine, i dubbi di compatibilità con la disciplina eurounitaria, in parte proprio per il superamento di ogni connessione con la stagione delle privatizzazioni[13]. L'assenza di ulteriori censure, però, ha probabilmente favorito la tendenza[14] all'ampliamento dei settori di intervento e della platea dei destinatari, nonché all'espansione dei presupposti oggettivi di applicazione. Tali spinte sono proseguite incessantemente fino ai giorni nostri a causa: 1) dei processi di sviluppo tecnologico; 2) dell'introduzione del reg. 19 marzo 2019, n. 452 sul controllo degli investimenti esteri diretti (IDE); 3) delle vicende pandemiche; 4) dei conflitti tra stati nazionali ma di rilievo globale. Risulta pertanto possibile interpretare questa evoluzione non soltanto come un adattamento del diritto interno alle nuove esigenze di sicurezza e protezione economica ma anche come uno degli indicatori più significativi di un più ampio processo di ridefinizione dei

---

[8] Sull'attribuzione del potere speciale anche ove non più azionista il soggetto pubblico si v. già L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente e limiti al diritto di voto*, Giuffré, Milano, 1999, p. 175. Sul tema anche A. SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in *Trattato delle società* diretto da V. Donativi, Tomo IV, Utet, Torino, 2022, p. 845.

[9] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 54.

[10] Si veda A. DAIDONE, *Il* golden power, in *Codice delle società a partecipazione pubblica* a cura di G. Morbidelli, Giuffré, Milano, 2018, p. 527.

[11] Si rinvia sul tema, tra i tanti, a F. MERUSI, *La Corte di giustizia condanna la "*golden share*" all'italiana e il ritardo del legislatore*, in *Dir. pubb. comp. eur.*, 2000, p. 1236 ss.; T. BALLARINO - L. BELLODI, *La* Golden Share *nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 2 ss.; F. SANTONASTASO, *La "saga" della "*golden share*" tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 333 ss.; I. DEMURO, *Società privatizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, p. 1177 ss.; C. SAN MAURO, *La disciplina della* golden share *dopo la sentenza della Corte di giustizia C-326/07,* in *Riv. trim. dir. econ.*, II, 4/2009, p. 198 ss.; L. SCIPIONE, *La «*golden share*» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Società*, 2010, p. 855 ss.; I. DEMURO, *Un altro tentativo ("chirurgico" e "distratto") di adeguamento all'ordinamento comunitario in materia di esercizio della golden share: il DPCM 20 maggio 2010*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, p. 25 ss.; M. LAMANDINI, Golden share *e libera circolazione dei capitali in Europa e in Italia*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2016, p. 671 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 31 ss.

[12] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 54 ss.

[13] Sul punto però F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 176 ss., ove si afferma che la scelta italiana è stata quella di applicare principi, contenuti e procedure del lodo belga non alle imprese partecipate dallo stato – come sarebbe stato sufficiente per superare le obiezioni della Corte di giustizia alle golden shares – ma, seguendo il sistema delle liste, a tutti i settori ritenuti strategici nonché alle infrastrutture critiche. Pertanto, la norma italiana si poneva come obiettivo primario, quello di superare le procedure di infrazione sulle *golden share*, e come obiettivo secondario, quello di creare una disciplina generale sugli investimenti diretti esteri, in attesa delle norme europee di coordinamento previste dall'art. 207 TFUE per l'applicazione da parte delle istituzioni europee della nuova politica commerciale comune, integrata.

[14] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 55; B.G. MATTARELLA, *Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa,* in *Luiss Law Review*, n. 1, 2024, p. 96.

termini della globalizzazione.

Tali vicissitudini hanno ordunque amplificato la rilevanza e l'operatività dei *golden power*[15]. In tal contesto si pensi, tra le altre cose, anche:

a) alla rilevanza dei c.d. investimenti *greenfield*[16] realizzati mediante la creazione *ex novo* di un'attività economica nello Stato, anziché attraverso l'acquisizione o mutamento di assetti di imprese già esistenti, ove lo scrutinio si appunta sulla stessa "costituzione" dell'impresa che svolge attività di rilevanza strategica o detiene attivi strategici;

b) alla sempre maggior estensione della disciplina dei poteri speciali per acquisizioni[17], operazioni[18] intra-europee e persino nazionali, non più solo nei settori di cui all'art. 1 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21;

c) all'ampliamento dei *golden power* all'acquisto di determinate partecipazioni di minoranza[19] anche nei settori di cui all'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21;

d) alla introduzione, nel macrosettore della difesa e sicurezza nazionale, del sub-compendio dedicato ai servizi 5G, alla tecnologia *cloud* e ad altri attivi tecnologici[20], ove assumono rilievo non gli acquisti di partecipazioni o le operazioni societarie, come tradizionalmente accaduto nella disciplina dei poteri speciali, ma gli acquisti di tali attivi rilevanti;

e) alla significatività, a determinate condizioni, finanche delle operazioni infragruppo[21].

Ai fini del presente scritto, si ponga infine mente proprio alla applicabilità – in origine assente – dei *golden power* anche

---

[15] In tema di ampliamenti, F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 180, ove si parla di trasformazione del Governo in "Leviatano".

[16] Sul punto, tra i tanti, si v. R. CHIEPPA - C.D. PIRO, *Dal D.L. n. 21/2012 al D.L. n. 21/2022 e agli ultimi interventi normativi*, in *Golden Power,* a cura di R. Chieppa - C.D. Piro - R. Tuccillo, La Tribuna, Piacenza, 2023, p. 32; V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, ivi, p. 169; M. PIGNATTI, *Gli investimenti esteri diretti e i rischi da investimenti "*greenfield*": il ruolo della vigilanza*, in *Riv. dir. banc.*, p. 304; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 144 ss.

[17] In tema, R. CHIEPPA - C.D. PIRO, *op. cit.*, 28.; V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 148; L. BOGGIO, Golden powers, *poteri di vigilanza e libertà fondamentali nel contesto dell'Unione bancaria Europea*, in *Riv. dir. soc.*, p. 660 ss.

[18] Sia consentito il rinvio a E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 123.

[19] Cfr. R. CHIEPPA - C.D. PIRO, *op. cit.*, 29; V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 148 ss; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 105 ss.

[20] In tema si rinvia, *ex multis*, a R. CHIEPPA - C.D. PIRO, *op. cit.* p. 35; R. TUCCILLO, *Le reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5 G* in AA. VV., *Golden Power,* cit., p. 319 ss.; I. DI PIETRO, Il *cloud e gli ulteriori servizi, beni, rapporti ed attività e tecnologie rilevanti ai fini della sicurezza cibernetica*, ivi, p. 333 ss.; P. CIRIELLI, *Profili procedurali*, ivi, p. 351 ss.; B.G. MATTARELLA, *I poteri speciali in materia di* cybersecurity, ivi, p. 373 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 147 ss.

[21] Si v. R. CHIEPPA - C.D. PIRO, *op. cit.*, p. 42; V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 129; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 143 ss.

al settore finanziario[22] espressamente comprensivo di quello creditizio[23] e assicurativo[24]. La stabilizzazione di un simile regime[25] ha comportato l'estensione: 1) agli acquisti di partecipazioni di controllo non solo unionali ma anche intra-nazionali[26]; 2) alle delibere, atti ed operazioni capaci di modificare la titolarità, il controllo o la disponibilità degli attivi rilevanti anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea[27]. In astratto tale ampliamento potrebbe apparire potenzialmente giustificabile – specie in un sistema economico bancocentrico come quello italiano – in virtù della gestione di infrastrutture critiche, dell'utilizzo e dello sviluppo di tecnologie critiche, nonché della disponibilità di dati rilevanti[28].

---

[22] Come premesso, in origine il settore finanziario non era ricompreso, poi con la l. 4 dicembre n. 172 del 2017, in sede di conversione del d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, il legislatore ampliò gli interessi essenziali anche ai settori dell'alta intensità tecnologica, tra i quali venivano ricomprese le infrastrutture finanziarie. Successivamente il c.d. Decreto Liquidità ha espressamente incluso nel settore finanziario anche le banche e le assicurazioni. Ciò pose anche il problema di capire se la specificazione fosse stata solo una previsione meramente interpretativa o se invece dovesse intendersi come una effettiva estensione della disciplina ad efficacia transitoria. Sul tema si rinvia a F. ANNUNZIATA, *Infrastrutture finanziarie e controllo degli investimenti esteri*, in *Foreign Direct Investments Screening,* cit., p. 105 ss.; F. ANNUNZIATA - A. SACCO GINEVRI - C. SAN MAURO, *I* golden powers *fra Stato e mercato*, in *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia* a cura di U. Malvagna - A. Sciarrone Alibrandi, Pacini giuridica, Pisa, 2020, p. 433 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei* golden powers *fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2019, p. 152 ss.; ID., Golden powers *e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, rinvenibile in *www.dirittobancario.it*, *passim*; ID., Golden powers *e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Riv. reg. merc*., 2021, p. 58 ss.; R. LENER, *Brevi note sul golden power nel «settore finanziario» alla luce del Decreto Liquidità*, in *Analisi giur. econ*., 2020, p. 545 ss.; ID., Golden powers *e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie, in Riv. trim. dir. econ*., 2020, p. 236 ss.; F. RIGANTI, *Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal «governo» delle banche al governo nelle banche?*, in *Analisi giur. econ*., 2022, p. 116 ss. Sul punto è poi intervento il d.l. 21 marzo 2022, n. 21, con l'art. 25, il quale, tra le altre cose, ha parzialmente stabilizzato il regime transitorio novellando l'art. 2, comma 5, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, prescrivendo l'obbligo di notifica, nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, anche gli acquisti, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto. Sul tema, da ultimo, si v. L. LOCCI - A.K. JENA, *The strategic relevance of banking and finance sectors under the FDI screening prespective*, in *Law and Economics Yearly Review*, Vol. 13 – Part. 2 – Special issue – 2024, p. 328 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 56.; M. PIGNATTI, Golden power ed enti creditizi, cit., p. 68 ss. Vale ricordare, infine, che l'art. 25 del d.l. 21 marzo 2022, n. 21, ha novellato pure il comma 2-*bis*, dell'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, che oggi prescrive l'obbligo di notifica anche per delibere, atti ed operazioni adottate da un'impresa che detiene uno o più degli attivi rilevanti e che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi medesimi, nei settori individuati nel secondo periodo del comma 5, anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea. In tema E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 123.

[23] Di recente, M. LAMANDINI, *Interstate banks' consolidation and group-wide capital and liquidity management to foster financial stability and deepen market integration*, in *Giur. comm*., 2024, I, p. 279 ss., ove si afferma che: «For the same reason, also national public law barriers to interstate consolidation of banks and financial conglomerates should be ruled out. To this aim, it would be enough to insert a provision in Regulation (EU) 2019/452, conferring only upon the European Commission, in line with Article 21 of the Merger Regulation, the exercise of a fairly circumscribed golden power vis-à-vis transactions leading to interstate financial consolidation, so as to pre-empt national powers vis-à-vis banks and financial conglomerates».

[24] Sul tema, più puntualmente, A. DI AMATO, *I* golden powers *del decreto liquidità applicabili alle imprese di assicurazione*, in *Dir. mer. ass. fin*., n. 1, 2020, p. 111 ss.

[25] Cfr. F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 189, ove si afferma che la "griglia" europea è diversa dalle liste nazionali, perché diverso è l'obiettivo: tutelare la sicurezza del mercato interno, per evitare che un evento negativo in uno Stato membro si propaghi su altri Stati generando effetti sistemici, si giustifica così, ad esempio, l'inclusione nella disciplina europea del settore finanziario.

[26] La ricomprensione anche degli acquisti intra nazionali, secondo alcuni, è stata imposta dalla necessità di evitare contestazioni circa la natura discriminatoria della disposizione e dunque per scongiurare violazioni dei principi di diritto europeo. In tema anche L. PICOTTI, *Torna il faro dell'UE sui poteri speciali: libertà dei Trattati, l'ombra della golden share e nuovi paradigmi*, 1° luglio 2025, disponibile all'indirizzo *https://www.osservatoriogoldenpower.eu,* ove però, se non si fraintende, l'A. considera forse non convincente l'*escamotage* della ricomprensione delle operazioni meramente domestiche.

[27] Cfr. Art. 2, comma 2-*bis*, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21.

[28] In tema si v. l'art. 2, comma 1-*ter*, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21 e le lettere a) e b) del comma 1 dell'art. 8 del DPCM 18 dicembre 2020, n. 179, che individuano, tra i beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, nel

Tuttavia, come ben noto[29], il pericolo evidente è quello di una possibile strumentalizzazione dell'istituto, il quale, laddove piegato ad interessi "diversi" da quelli legati alla tutela di simili infrastrutture, tecnologie e dati – come quando utilizzato in chiave meramente protezionistica – appare potenzialmente capace di compromettere, se non annichilire, gli auspicati processi di aggregazione a livello europeo, riproponendo distorsioni non troppo dissimili da quelle tipiche della vigilanza propriamente strutturale[30].

In tal contesto[31], particolari criticità pone la lett. *c*) [32] del comma 1 dell'art. 8 del DPCM 18 dicembre 2020, n. 179. Questo articolo infatti individua, nel settore finanziario, i beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, tuttavia, mentre le lettere *a*) e *b*) selezionano le infrastrutture e le tecnologie critiche, invece, la lett. *c*) ricomprende *tout court* le imprese (*rectius*: le attività economiche) finanziarie creditizie ed assicurative, sebbene al superamento di determinate soglie[33]. A tali problematiche va poi aggiunta quella derivante da una certa ambiguità nella determinazione delle condizioni

settore finanziario, proprio i medesimi sopra riportati. Si prevede infatti che: «1. Nel settore finanziario, i beni e i rapporti di cui all'articolo 1, sono i seguenti:

a) le infrastrutture critiche, incluse le piattaforme, per la negoziazione multilaterale di strumenti finanziari o di depositi monetari, per l'offerta di servizi di base dei depositari centrali di titoli e di servizi di compensazione in qualità di controparte centrale nonché per la compensazione o il regolamento dei pagamenti;

b) le tecnologie critiche:

1) quali l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti, funzionali all'innovazione di servizi e di prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo e dei mercati regolamentati, di cui all'articolo 36, comma 2-*bis*, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 giugno 2019, n. 58;

2) digitali relative a sistemi e servizi di pagamento, di moneta elettronica e di trasferimento di denaro, gestione della liquidità, attività di prestito, factoring, trading, gestione di investimenti;

3) digitali applicate in ambito assicurativo (Insurtech);

4) per lo sviluppo di software per la protezione dei dati relativi alla persona, alla negoziazione e allo scambio di dati e prodotti, nonché alla gestione documentale nell'ambito della gestione delle attività finanziarie;

5) «basate su registri distribuiti» (blochchain) di cui all'articolo 8-*ter* del decreto-legge 14 dicembre 2018, n. 135, convertito, con modificazioni, dalla legge 11 febbraio 2019, n. 12, su cui operano «smart contract» come definiti al secondo comma del medesimo articolo».

[29] Sul tema anche P. GUALTIERI, *Golden power da riscrivere per le banche*, in *Il sole 24 ore*, 12 gennaio 2024, ove si afferma che lo strumento entra in contraddizione con gli obiettivi Ue di conseguire un maggior grado di integrazione finanziaria in Europa e pone un problema di coordinamento con la disciplina di vigilanza prudenziale. Lo strumento ostacola quindi lo sviluppo dell'industria bancaria e finanziaria europea verso un processo di concentrazione in modo da costituire dei campioni europei capaci di: a) investire adeguatamente nelle nuove tecnologie e migliorare i servizi alle imprese e ai risparmiatori in termini di qualità e costo; b) competere con i "giganti" mondiali.

[30] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 56.

[31] Sul punto assume rilievo l'art. 2, comma 1-*ter*, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21.

[32] Nel settore finanziario, si individuano tra i beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, anche: «[…] c) le attività economiche di rilevanza strategica finanziarie, creditizie e assicurative, anche se svolte da intermediari, esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e aventi un numero medio annuale di dipendenti non inferiore a duecentocinquanta unità».

[33] Sul punto anche M. PIGNATTI, *op. cit.*, p. 74, ove si evidenziano dubbi sollevati circa il valore della soglia se sia assoluto o meno, se cioè quella sottosoglia sono sempre irrilevanti o meno.

di notifica[34] e di esercizio del potere[35], questione quest'ultima di particolare pregnanza, specie in settore vigilati, per il concreto pericolo di sovrapposizione con funzioni che dovrebbero esser riservate ad altre autorità (di cui si dirà *infra*).

Vale infine anticipare che di recente[36] c'è stata una novella della normativa nazionale sui poteri speciali, volta, almeno nell'intenzione del legislatore, a porre rimedio a siffatte incertezze. In tal guisa, da un lato, si è introdotto un esplicito riferimento[37] alla sicurezza economica e finanziaria nazionale tra i criteri di esercizio dei *golden power*, nonché rafforzato il principio di sussidiarietà o *extrema ratio*; dall'altro lato[38], è stata prevista una forma di coordinamento meramente procedurale, almeno in ambito finanziario, volta ad impedire l'esercizio del potere nazionale prima della conclusione dei procedimenti pendenti dinanzi alle Autorità dell'Unione europea. Del resto, il reg. 19 marzo 2019, n. 452, non pare possa da sé risolvere simili problemi di "interferenza", non solo per il diverso perimetro di riferimento[39] ma anche in ragione della sua atipica[40] forma di coordinamento/cooperazione non fondata sull'accentramento delle funzioni e dei poteri a livello UE. Il quadro così descritto, d'altronde, non dovrebbe esser sostanzialmente mutato nemmeno laddove entrasse

---

[34] Cfr. art. 2, comma 5, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, ove si prevede che l'obbligo di notifica nel settore finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, sorge in caso di un acquisto, a qualsiasi titolo, di partecipazioni da parte di soggetti anche appartenenti all'Ue e persino nazionali, ove sia tale da determinare un insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto di acquisto ai sensi dell'art. 2359 c.c. e del TUF. Parte Autorevole della dottrina non a caso ipotizza che possa essere escluso già sul piano testuale l'assoggettamento a controllo di acquisizioni da parte di altre banche quantomeno nazionali, posto che sono già insediate come tali. In tal senso, se non ci si inganna, A. MIRONE, *L'impatto del* Golden Power *sul mercato delle acquisizioni bancarie: riflessioni a partire dal caso Unicredit/BPM*, in *Riv. ODC*, n. 3, 2025, p. 1374.

[35] Si v. l'art. 2, comma 6, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, ove per gli acquisti non ci si limita (come nell'art. 2, comma 3, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, dedicato alle delibere, atti ed operazioni) a richiamare le già indeterminate minacce di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza, al funzionamento delle reti e degli impianti ed alla continuità degli approvvigionamenti, ma si aggiunge il ben più generico riferimento al pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico.

[36] È stata approvata dalla Camera in via definitiva, il disegno di legge di conversione del D.L. 175/2025. Il disegno di legge, ora Legge 15 gennaio 2026, n. 4, recante misure urgenti in materia di Piano Transizione 5.0 e di produzione di energia da fonti rinnovabili, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 15 del 20 gennaio 2026. In particolare, assume rilievo l'art. 2-*bis* (modifiche in materia di golden power), che modifica l'art. 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21. Sul punto, si v. *https://www.dirittobancario.it/art/golden-power-le-modifiche-approvate-dalla-camera-per-il-settore-finanziario/*.

[37] Nell'art. 2 al comma 7, lettera b-bis) le parole: «anche il pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico» sono sostituite dalle seguenti: «anche la sussistenza di pericoli per l'ordine pubblico o la sicurezza pubblica, ivi inclusa la sicurezza economica e finanziaria nazionale, nella misura in cui la protezione degli interessi essenziali dello Stato non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore ai sensi del comma 3».

[38] Nell'art. 2 al comma 3, dopo le parole: «normativa nazionale ed europea di settore» sono inserite le seguenti: «ivi inclusa, fermo quanto previsto dal comma 4, quella in materia di valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario nonché in materia di controllo delle concentrazioni tra imprese»; al comma 4 sono aggiunti, in fine, i seguenti periodi: «Nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, qualora la delibera, l'atto o l'operazione siano soggetti anche all'autorizzazione di Autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possono essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali Autorità. In tal caso il termine di cui ai commi 2 e 2-bis per la notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri non decorre fino alla definizione dei suddetti procedimenti»; dopo il comma 6 è inserito il comma «6-bis. Nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, qualora l'acquisto di cui al comma 5 sia soggetto anche all'autorizzazione di Autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possono essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali Autorità e il termine di cui al comma 5 per la notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri non decorre fino alla definizione dei suddetti procedimenti».

[39] Cfr. F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 190, ove si ribadisce che il Regolamento in parola si occupa solo degli investimenti extra-UE, mentre per quelli intra-UE (considerati esteri solo dagli stati membri) valgono la libertà di circolazione e diritto di stabilimento.

[40] Cfr. F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 192.

in vigore la riforma della disciplina degli investimenti esteri[41], per come attualmente prospettata, infatti, pur a fronte di un previsto ampliamento delle prerogative della Commissione[42] – parzialmente capaci di attenuare le problematiche evidenziate – non dovrebbero esser integralmente centralizzate le decisioni[43].

3. LA NATURA, I RIMEDI E GLI EFFETTI DEI POTERI SPECIALI.

L'importanza cui assurgono oggi i *golden power* appare, come premesso, notevolmente maggiore rispetto al recente passato per il significativo ampliamento del loro ambito di applicazione sia dal punto di vista soggettivo[44] che oggettivo[45]. Tale estensione di incidenza è in buona parte frutto della crisi pandemica oltre che dei recenti "conflitti" tra Stati. Questi ultimi, mettendo in discussione l'ordine economico mondiale affermatosi nella seconda metà del secolo scorso, in presenza di evidenti spinte verso una ridefinizione dei termini della globalizzazione[46], tendono ad assurgere così al ruolo di non

[41] In tema, tra i tanti, R. LENER - R. MAGLIANO, *"Screening" degli investimenti esteri diretti e "golden power" nel quadro della nuova sicurezza economica dell'UE*, in *Analisi giur. econ.*, 2/2025, p. 547 ss.; R. FELICETTI, *Il "golden power" tra Italia ed Europa. Sovranità senza misura? Dati, analisi, proposte*, in *Analisi giur. econ.*, 2/2025, p. 575, ove si afferma che di recente, un ulteriore passo in avanti è stato fatto con la pubblicazione, lo scorso 24 gennaio 2024, di una proposta della Commissione per un nuovo regolamento relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione (2024/0017 (COD).

[42] Sul punto di recente D. ROSSANO - M. PIGNATTI, *Golden power e controllo sugli investimenti esteri diretti: verso un sistema europeo di screening coordinato*, in *Dialoghi dir. econ.*, suppl. 2025, p. 106 ss., ove si afferma che: "Ebbene, la Commissione UE, da un lato parteciperebbe al dialogo tra gli Stati membri contribuendo alla definizione di 'interessi comuni', dall'altro, gli emendamenti approvati dal Parlamento UE, introdurrebbero poteri di "obiezione" (con conseguente sospensione della procedura di controllo) e poteri di "accertamento" (con la possibilità di imporre "ammende" o "penalità di mora"). La Commissione UE risulterebbe titolare così di un potere decisionale, potendo altresì "proporre misure volte ad attenuare i probabili effetti negativi dell'investimento sulla sicurezza e sull'ordine pubblico", subordinando l'investimento a "misure di mitigazione" o vietarlo, "qualora constati che i rischi per la sicurezza e l'ordine pubblico dell'Unione non possono essere adeguatamente affrontati mediante misure di mitigazione". Detta Istituzione europea in altri termini si avvierebbe ad assumere sul piano delle concretezze un ruolo significativo nella definizione degli equilibri tra l'apertura del mercato interno e la tutela dell'interesse strategico europeo; circostanza che segnerebbe il passaggio da un modello di cooperazione tra Stati ad uno di governance accentrata. Ulteriore indice dell'ampliamento delle prerogative della Commissione è rappresentato dalla possibilità, ove ritenga che la decisione presa dallo Stato in cui si svolge lo IED non rispetti i principi fondamentali dell'Unione, di intervenire in sede contenziosa dinanzi alla Corte di Giustizia UE al fine di sindacare la compatibilità della decisione nazionale con l'ordinamento giuridico europeo. Tale ultimo potere trova giustificazione in forza del principio di proporzionalità applicato in relazione alla motivazione fornita dallo Stato membro e alle informazioni raccolte attraverso il meccanismo di collaborazione e la banca dati istituita dalla Commissione UE".

[43] In favore di una maggiore centralizzazione R. LENER - R. MAGLIANO, *Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudenziale,* in *Dialoghi dir. econ.*, suppl. 2025, p. 26.

[44] Sulle ragioni, ad esempio, della tendenza costante alla estensione soggettiva anche alla dimensione nazionale ed in special modo sulla necessità di evitare censure unionali per violazione del principio di non discriminazione si veda S. FIORENTINO, *op. cit.,* p. 43 ss. Sul tema pure E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 55.

[45] R. CHIEPPA - C.D. PIRO, *Dal D.L. n. 21/2012 al D.L. n. 21/2022 e agli ultimi interventi normativi*, cit., p. 21 ss.; E. RIMINI, *Golden power: nuove regole per le imprese o neo protezionismo*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2024, p. 1223 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 55.

[46] La stagione successiva alla pandemia da Covid-19 e alla guerra russo-ucraina è stata frequentemente letta come l'avvio di una fase di deglobalizzazione (si v. F. FRACCHIA, *Coronavirus, senso del limite, deglobalizzazione e diritto amministrativo: nulla sarà più come prima?*, in *Dir. econ.*, n. 3, 2019, 577 ss.; P. GERBAUDO, *Controllare e proteggere. Il ritorno dello Stato*, Milano, 2022; M. CLARICH, *L'intervento dello Stato nell'economia all'epoca della deglobalizzazione*, in *LUISS L. Rev.*, n. 1, 2023, 6 ss.). Tale qualificazione è stata tuttavia problematizzata da chi ha escluso un arretramento strutturale dell'integrazione economica globale (cfr. S. CASSESE, *Stato e globalizzazione, chi vince e chi perde?*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, n. 2, 2024, 531 ss.; I. COLANTONE, *De-Globalization and Fragmentation*, in *IEP@BU Working Paper Series*, 7 aprile 2025, disponibile su *iep.unibocconi.eu*), parlando piuttosto di rallentamento (*slowbalization*) e di frammentazione geopolitica (*fragmentation*). Nondimeno, le più recenti politiche protezionistiche e neoimperialiste statunitensi – segnate dalla riaffermazione di sfere di influenza, dall'uso strumentale dei dazi e dalla subordinazione delle relazioni economiche a interessi strategici nazionali – sembrano indicare

mero regolatore ma anche di "stratega", "supervisore" o "doganiere"[47].

Le estensioni di ambito applicativo sopra enucleate sembrano però contraddire la logica della specialità[48] e della eccezionalità[49] sottesa a tali poteri[50]. Questi ultimi, infatti, sono definiti "speciali"[51] dallo stesso legislatore, in quanto evidentemente misure di *extrema-ratio*[52] che mirano a salvaguardare gli interessi nazionali[53] preminenti[54] incidendo in via eccezionale sull'autonomia privata[55]. Ne discende la necessità di un'interpretazione particolarmente rigorosa[56] della

un mutamento più profondo dei paradigmi dell'ordine economico globale, nel quale l'apertura dei mercati tende a lasciare spazio a logiche di intervento pubblico più accentuate. In tale cornice si comprendono l'espansione dei meccanismi di *screening* degli investimenti esteri e l'ampliamento dei poteri speciali, ormai operanti anche nel settore finanziario (cfr. S. CASSESE, *Il controllo degli investimenti esteri*, in *Gior. Dir. amm.*, n. 1, 2025, 11 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, 221 ss.; A. PERICU, *L'evoluzione dei poteri speciali nell'esperienza italiana e nella prospettiva europea*, in *Banca imp. Soc.*, n. 3, 2024, 373 ss.). Resta aperto se tale evoluzione preluda a una vera deglobalizzazione o se rappresenti, piuttosto, una trasformazione conflittuale dell'interdipendenza globale. In tema anche G. MONTEDORO, *Il Golden power fra globalizzazione e deglobalizzazione, negli orientamenti della Commissione e della giurisprudenza del Consiglio di Stato e dei giudici amministrativi,* in *Dialoghi dir. econ.*, suppl. 2025, p. 67 ss.

[47] Si v. G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale dir. amm.*, 2019, p. 549 ss.; A. SANDULLI, *La febbre del* golden power, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2022, p. 750; R. GAROFOLI, Golden power *e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi.it*, 18 settembre 2019, p. 9; M. PELLEGRINI - A. SACCO GINEVRI, *Il ruolo dello stato nei settori strategici dell'economia*, in *Corso di diritto pubblico dell'economia* a cura di M. Pellegrini, Cedam, Padova, 2016, p. 462.

[48] Si veda del resto A. SACCO GINEVRI, Golden powers *e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, cit., p. 3, ove si afferma che si riesuma, nell'ottica della protezione degli interessi pubblici essenziali, l'accostamento fra settori strategici "tradizionali" (energia, trasporto, comunicazioni, ecc.) e settori bancario e assicurativo, come accadeva in passato con le privatizzazioni, ove si consentivano a tutti gli operatori in parola di aprire il proprio azionariato al pubblico preservando l'indirizzo dello Stato; R. LENER, *Brevi note sul golden power nel «settore finanziario» alla luce del Decreto Liquidità*, cit., p. 547, ove si sostiene che il campo di intervento del *golden power* è stato ampliato in maniera tale che appare più agevole definire le ipotesi in cui *non può* intervenire di quelle in cui può farlo.

[49] Taluni non a caso parlano di «eccezione che si fa regola» (cfr. L. PICOTTI, *La legge del più forte. Il diritto come strumento di competizione tra Stati*, Roma, 2023, p. 89; in senso non dissimile pure P.G. VISCONTI, Golden power *e libertà europee: verso una restrizione delle normative sul controllo degli investimenti esteri?*, in *Dir. econ.*, n. 2, 2024, p. 351).

[50] Sul punto si è anche discusso se le cessioni di "NPLs" dovessero essere notificate al Governo poiché soggette alla disciplina dei poteri speciali. Sul punto la tesi prevalente tende, tuttavia, ad escludere tale esegesi. Si v. S. SANTAMARIA, *Il controllo governativo sulla cessione dei crediti deteriorati tra dubbi, esigenze di protezionismo e vincoli europei. Alla ricerca di una soluzione*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 116 ss.; G. CONSOLI - G. NAPOLITANO, *Attivi ma non critici: perché il golden power non può applicarsi agli Npl*, in *IlSole24Ore*, 8 giugno 2020.

[51] In tema A. CANDIAN - S. LANDINI*, op. cit.,* p. 20.

[52] Sul punto A. GEMMI, *La golden power come potere amministrativo. Primi spunti per uno studio sui poteri speciali e sul loro rafforzamento*, in *PA Pers. Amm.*, 2020, p. 404. Si vedano poi A. SACCO GINEVRI - E.M. SBARBARO, *La transizione dalla Golden share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello Stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, p. 147 ss., ove si sottolinea la particolarità della disciplina per la funzione di indirizzo dell'attività verso obiettivi difformi da quelli propriamente d'impresa.

[53] Sul punto M. D'ALBERTI, *Il* golden power *in Italia: norme ed equilibri*, in *Foreign Direct Investments Screening. Il controllo sugli investimenti esteri diretti* a cura di G. Napolitano, Il Mulino, Bologna, 2019, p. 83.

[54] In tema M. CLARICH, *La disciplina del Golden power tra Stato, mercato ed equilibri geopolitici*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2024, p. 702 ss.

[55] Sul tema A. ABU AWWAD, *Sul c.d.* Golden Power, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, p. 1413, ove l'A. afferma che la disciplina si pone in contrasto o quantomeno in deroga di norme centrali del diritto societario come l'art. 2380-*bis* c.c., nonché agli artt. 2475 e 2479 c.c., rimettendo ad un terzo, dall'esterno, la decisione su determinate operazioni.

[56] In senso opposto, tra i tanti, se non si si inganna, anche M. DUGATO, *I* golden powers *tra espansione ed atipicità*, in *Munus*, n. 1, 2023, p. VII, ove l'A., pare affermare che enfatizzare la tipicità dei settori espone al rischio di escludere dall'ambito normativo alcuni degli ambiti più strategici per il futuro, sicché si dovrebbe ragionare di una atipicità delle elencazioni e ponendo al centro gli effetti strategici determinati dall'operazione.

disciplina che li regola (già di per sé indubbiamente "pasticciata"[57] e "affastellata"[58]). Tale esigenza di rigore ermeneutico, tuttavia, non pare però del tutto avvertita o condivisa nella prassi, come dimostrano persino alcune vicende giurisprudenziali[59].

Per il tramite di tali poteri amministrativi, sebbene di natura incerta[60] anche per la peculiarità procedimentali[61], si dovrebbero pertanto poter produrre effetti conformativi[62], non ablatori, sulle situazioni giuridiche soggettive dell'azionista, sull'impresa, nonché almeno indirettamente sul mercato[63]. Ciò non toglie però che essi rappresentino esercizio di autoritatività[64] e non di pariteticità, sicché il loro esercizio non può comportare l'applicazione dei rimedi e della disciplina propria del diritto societario comune[65]. Ne discende che la tutela delle posizioni giuridiche soggettive pregiudicate dall'esercizio dei poteri speciali è dunque limitata alle forme giurisdizionali amministrative. Tale ricostruzione, volta a negare spazi anche al recesso[66] ed agli altri rimedi privatistici, non parrebbe però implicare un pericolo di espropriazione,

---

[57] Sul punto si v. A. NIGRO, *Le operazioni straordinarie nel diritto societario: note introduttive*, in *Diritto delle operazioni straordinarie* a cura di A. Nigro, Bologna, 2022, p. 34. Meno duro ma comunque critico il giudizio di B.G. MATTARELLA, *Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa,* cit., p. 101.

[58] Cfr. A. SACCO GINEVRI, *Rileggendo "Le privatizzazioni in Italia" di Laura Ammannati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. 1, 2024, p. 47 ss.

[59] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 62 ss.

[60] Sul punto discusso è se siano atti di alta amministrazione (in tal senso la giurisprudenza prevalente e, in dottrina, F. CINTIOLI, *La natura amministrativa delle decisioni sull'esercizio dei poteri speciali e la sua sottoposizione al sindacato del giudice amministrativo*, in AA. VV., *Golden power*, cit., p. 252 ss., sebbene se ne ritiene espanso il suo concetto), atti politici eccezionalmente sindacabili (sul punto, se non ci si inganna, S. VALAGUZZA, *Il* Golden power *nella prospettiva del diritto amministrativo: osservazioni sullo strumento e sulle dinamiche,* in *Dir. econ.,* n. 2 2024, p. 293 ss.) o atti amministrativi ad altissimo tasso di discrezionalità (cfr. M. SANTORO, *La sindacabilità dei provvedimenti golden power*, in *La disciplina del golden power. Evoluzione normativa e novità italiane ed europee per le imprese*, a cura di C.E. Cazzato e S. Fiorentino, Santarcangelo di Romagna, 2025, p. 333). A parere di chi scrive potrebbe essere inteso forse come *genus* autonomo rispetto alle categorie tradizionali.

[61] Sul tema D. ZANELLI, *La natura giuridica dei golden powers e la soggezione ai principi dell'agire amministrativo: "non è tutto oro quello che luccica"*, in *Banca imp. soc.*, 3/2025, p. 548 ss., ove rispetto al ruolo del gruppo di coordinamento nella fase istruttoria, si sottolinea il potere del governo di discostarsi dalle conclusioni del gruppo ove non ritenute conformi agli interessi pubblici coinvolti. Sicché taluni ritengono vacillante la tesi della natura puramente amministrativa, ponendosi a cavallo tra alta amministrazione e alta politica.

[62] Sul punto si v. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 20 ss.; B.G. MATTARELLA, *Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa,* cit., p. 97.

[63] Sul *golden power* come strumento di politica industriale, A. URSO, nella relazione al convegno *Golden Power tra diritto, mercato e politica industriale,* in memoria di Ariberto Mignoli, 8 novembre 2024, in *https://www.ilsole24ore.com*. Di diverso avviso B.G. MATTARELLA, *Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa,* cit., p. 95.

[64] Cfr. A. SANDULLI, *La febbre del* golden power, cit., p. 749.

[65] Tra i tanti si rimanda a L. ARDIZZONE - M.L. VITALI, *I poteri speciali dello stato nei settori di pubblica utilità,* in *Giur. comm.*, n. 1, 2013, p. 945 ss.

[66] In tal senso, tra i tanti, L. ARDIZZONE - M.L. VITALI, *op. cit.,* p. 941; V. DONATIVI, *Golden powers*, cit., p. 229 ss. *Contra*, in senso favorevole al recesso, se non ci si inganna, A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e funzionamento delle imprese strategiche*, in *Foreign Direct Investment Screening*, cit., p. 157; M. RESCIGNO, *Il nuovo regolamento UE 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti: integrazione dei mercati, sistemi nazionali e ruolo dell'Europa*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2020, p. 858 ss.; E. RIMINI, *Gli investimenti esteri diretti in Italia e dall'Italia verso Paesi terzi: è ravvisabile un percorso che possa davvero agevolare "un commercio libero ed equo"?,* in *Giur. comm.*, n. 1, 2020, p. 1152. Per le argomentazioni contrarie al recesso sia consentito il rinvia anche ad E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 82 ss. Alle argomentazioni ivi addotte va probabilmente aggiunta, sempre a modesto parere di chi scrive, l'inapplicabilità della disciplina delle ipotesi di recesso nei gruppi *ex* art. 2497-*quater*, c.c., tanto ancora una volta in ragione della natura pubblicistica del potere, quanto in virtù della impossibilità di assimilare lo Stato nell'esercizio di poteri pubblici ad una capogruppo che esercita direzione e coordinamento, senza dover necessariamente valorizzare nemmeno l'art. 19, comma 6, del d.l. 1 luglio 2009, n. 78 convertito con modificazioni dalla l. 3 agosto 2009, n. 102.

anche solo larvata o di valore, della "proprietà"[67] ed in assenza di indennizzo[68], nemmeno nel caso di esercizio dei poteri speciali sotto forma di veto o opposizione, ciò in ragione della natura particolare e specifica del provvedimento che non preclude *tout court* le prerogative del titolare e/o la possibilità di diversi acquisti, operazioni e negozi. Ciò pare corroborato persino dalla vicenda Cedacri ove il provvedimento di divieto d'estensione del pegno è stato comunque annullato dal Consiglio di Stato. Simili considerazioni, inoltre, valgono non solo per l'opposizione all'acquisto od il veto all'operazione (o al piano), ma anche per l'imposizione di "condizioni", "impegni" e "prescrizioni", benché questi ultimi concetti, da un lato, appaiono più generici e meno definiti, tuttavia, dall'altro, tendenzialmente sono tra loro assimilati potendo consistere[69] tanto in obblighi di tipo comportamentale, quanto in obblighi di tipo strutturale, incidenti sul singolo e specifico acquisto o sulla singola e specifica operazione. Se ne può pertanto tendenzialmente escludere la portata ablatoria del provvedimento che non vincola *tout court* le prerogative del titolare e/o la possibilità di diversi acquisti, operazioni e negozi[70]. In tal guisa però si attribuisce un potere che, seppure non libero nel fine, viene rimesso al Governo nella sua concreta strutturazione delle modalità di incidenza sull'autonomia privata, di talché sembrerebbe ridursi comunque il principio di legalità alla sua accezione "debole" o "formale". Nonostante ciò, anzi proprio alla luce di quanto sopra ricostruito, potrebbe opinarsi (come comunemente avviene) che l'opposizione ed il veto siano le modalità più pregnanti di esercizio del potere. In realtà, ciò non sembra sempre vero, anche ove si convenga sulla tendenziale inesistenza di forme di ablazione della proprietà privata[71], sia pure solo larvata o di valore, in ragione di una dimensione meramente conformativa delle situazioni giuridiche soggettive[72]. Sicché, vale osservare come in concreto i maggiori pericoli possono derivare proprio dalla imposizione di condizioni, impegni prescrizioni. Questi poteri, dal contenuto indeterminato e "malleabile", rischiano di poter produrre una significativa eterodirezione dirigistica dell'iniziativa economica privata, funzionalizzando l'impresa (ed i suoi soci) e non meramente conformandola all'interesse pubblico[73], almeno nei casi in cui tali "strumenti" vengono piegati ad interessi

---

[67] Sulla delicatezza però dei poteri di veto rispetto alla nozione ed ai poteri derivanti dalla proprietà si veda B.G. MATTARELLA, *Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa,* cit., p. 98.

[68] Sono tuttavia previste misure di sostegno a richiesta di parte, la cui funzione è ben diversa da quella dell'indennizzo. Sul punto si veda E. DE CHIARA, *op. cit*., p. 53.

[69] Cfr. M. LAMANDINI - F. PELLEGRINI*, op. cit*., p. 129; V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Giappichelli, Torino, 2019*,* p. 140.

[70] Vale la pena, ad esempio, sottolineare che il contenuto delle facoltà proprietarie non viene compresso in via generale; ciò che forma oggetto di incidenza è, piuttosto, la specifica operazione negoziale, individuata nei suoi elementi concreti – controparte, condizioni e struttura – che l'autorità governativa ritiene non compatibile con gli interessi tutelati.

[71] Ciò in virtù della natura particolare e specifica del provvedimento che non preclude *tout court* le prerogative del titolare e/o la possibilità di diversi acquisti, operazioni e negozi.

[72] Sul punto sia consentito rinviare a E. DE CHIARA, *op. cit*., p. 17 e 84. Più di recente anche TAR Lazio, 9 giugno 2025, n. 11160, ove si riconosce che il potere non ha natura ablatoria rispetto alla capacità (ed alla libertà) economica dell'operatore, limitandosi ad inibire singoli atti rientranti nell'esplicazione della capacità imprenditoriale, laddove in conflitto con interessi superiori dello Stato, pertanto non può configurarsi alcun obbligo di indennizzo, atteso che l'atto di esercizio del potere si limita a vietare la singola operazione, ma non preclude il perfezionamento di altre operazioni commerciali, ove non in contrasto con interessi dello Stato. In seno diverso, se non ci si inganna, parrebbe porsi in favore della previsione di forme di indennizzo, F. SACCUCCI, *"Golden power" e interferenze nell'esercizio dei diritti riconducibili alla partecipazione sociale: il caso UniCredit S.p.A.,* in Riv. dir. comm., 5/2025, p. 635.

[73] Appare ben noto che, a differenza della conformazione, la funzionalizzazione si connette alla direzione tipica dei mercati amministrati. Si pensi, ad esempio, che anche dopo l'entrata in vigore del TUB, si è continuato a ragione in termini di conformazione non funzionalizzata dell'impresa bancaria, quindi, confermando la piena compatibilità dei poteri conformativi con la concezione d'impresa e con l'impostazione di mercato concorrenziale configurato dal sistema comunitario, posto che i precetti e gli interventi conformativi sono finalizzati proprio al corretto ed ottimale stare sul mercato di tutte e di ciascuna impresa. Cfr. S. AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune,* in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, p. 71 ss.; ID., *Modelli ricostruttivi dell'ordinamento amministrativo delle banche: dal mercato "chiuso" alla regulation unica europea*, in *Banca, Borsa tit. cred*., 2016, p. 399 ss., ove si afferma

"particolari"[74] e/o siano ispirati da logiche di mero protezionismo. Vieppiù che, quantomeno indirettamente, in virtù dell'effetto potenzialmente disincentivante[75], anche esse espongono finanche al concreto pericolo di rilegittimare distorsioni di mercato non troppo dissimili da quelle tipiche della vigilanza propriamente strutturale. L'effetto dissuasivo se non propriamente preclusivo pare del resto testimoniato dalle significative conseguenze e delle "imponenti" sanzioni – sotto il profilo quindi non solo civilistico – derivanti dall'inadempimento o dalle violazioni di tali precetti. Ciò è plasticamente confermato[76] dal caso UniCredit ove l'intervento governativo, pur non essendosi tradotto in un divieto espresso e generalizzato dell'operazione, tuttavia, si è declinato attraverso l'imposizione di condizioni di contenuto e ampiezza tali da incidere in modo sostanziale sull'equilibrio economico e strategico della vicenda, rendendone, in concreto, non più conveniente o praticabile la prosecuzione ed inducendo l'offerente a rinunciare all'offerta pubblica.

4. RAPPORTI DI INTERFERENZA.

Sebbene sia ormai opinione largamente condivisa che, nel corso dell'ultimo quinquennio, il contesto globale abbia subito trasformazioni profonde[77], tali da imporre all'Italia e alla stessa Unione europea un necessario adeguamento ai mutamenti geopolitici tuttora in atto, ciò non dovrebbe tuttavia comportare[78], né tantomeno legittimare, un arretramento verso modelli del passato. Di qui la centralità del tema del sindacato – o, più propriamente, della giustiziabilità – dell'esercizio del potere[79]. Cionondimeno, prima di affrontare incidentalmente tale profilo, appare ineludibile un esame

che la conformazione è tipica del resto del diritto amministrativo moderno.

[74] Cfr. G. PRESTI, *Il mercato del controllo*, in *Riv. soc.*, I, 2025, p. 112. Sul punto si v. poi le riflessioni di F. VELLA, *Golden power non fa rima con mercato unico dei capitali,* in *Lavoce.info,* 18 luglio 2025, ove si afferma che se all'inizio degli anni Novanta del secolo scorso con il Testo unico bancario era definitivamente finita in soffitta la vocazione dirigistica e totalmente discrezionale della Legge bancaria, la sensazione è che ora quella vocazione stia rientrando dalla finestra, attaccata al vagone dei poteri speciali, con l'arbitro che può anche indirizzare il tipo di gioco più gradito; ID., *Il fascino discreto del golden power all'italiana*, in *Lavoce.info,* 30 aprile 2025*,* ove si sostiene che «In sostanza, soprattutto alla luce degli effetti del periodo pandemico, poteva avere un senso una protezione emergenziale per garantire l'"italianità" degli intermediari contro il rischio di investimenti esteri predatori, ma proprio in ragione della particolarità ed estensione delle discipline e dei controlli settoriali, i poteri speciali in capo al governo dovevano mantenere un ruolo residuale, una sorta di extrema ratio. Il fatto che vengano adesso utilizzati non per garantire l'"italianità", ma per orientare quella più consona ai desiderata governativi (in altre parole, ci sono italiani meno italiani degli altri) getta una luce sinistra sulla evoluzione dei nostri mercati».

[75] Si pensi proprio alla vicenda Unicredit ed al ritiro dell'offerta per Banco BPM. Sulla questione, più in generale, si rimanda a L. SCIPIONE, *Il golden power alla prova del diritto. Riflessioni alla luce della sentenza del Tar Lazio sul caso Unicredit-Banco BPM*, in *Riv. Dir. Risp.*, n. 2, 2025; ID., *Il golden power tra interessi nazionali e vincoli europei. I rilievi della Commissione europea sull'OPS UniCredit–Banco BPM,* in *Riv. Dir. Risp.*, n. 2, 2025.

[76] *Infra*, §§ 5 ss.

[77] Si v. il discorso di M. DRAGHI, *L'Europa tra oggi e domani,* Meeting di Rimini, 22 agosto 2025, disponibile all'indirizzo *https://www.corriere.it/politica/25_agosto_22/discorso-mario-draghi-meeting-rimini-2025-7cc4ad01-43e3-46ea-b486-9ac1be2b9xlk.shtml*, ove si afferma che «[m]entre prima ci si affidava giustamente o ingiustamente ai mercati per la direzione dell'economia, oggi ci sono politiche industriali di grande respiro. Mentre prima c'era il rispetto delle regole, oggi c'è l'uso della forza militare e della potenza economica per proteggere gli interessi nazionali. Mentre prima lo Stato vedeva ridursi i suoi poteri, tutti gli strumenti sono oggi impiegati in nome del dello Stato. L'Europa è poco attrezzata in un mondo dove geo-economia, sicurezza e stabilità delle fonti di approvvigionamento, più che non l'efficienza, ispirano le relazioni commerciali internazionali. La nostra organizzazione politica deve adattarsi alle esigenze del suo tempo quando esse sono esistenziali».

[78] Sulla rilevanza delle situazioni geopolitiche si v. anche F. SPORTA CAPUTI, *Le rinnovate tensioni applicative della disciplina del* golden power, in *Riv. ODC*, n. 2, 2025, p. 558.

[79] Sulla centralità del sindacato, tra i tanti, D. IELO, *Riflessioni sul sindacato del giudice amministrativo sui cosiddetti "*Golden Powers*"*, in *Ceridap*, n. 4, 2021, p. 74 ss. Sulla giustificazione del sindacato attuale (in parte dovuto alle informazioni riservate

preliminare delle criticità emerse in termini di sovrapposizione dei poteri speciali con quelli delle autorità settoriali e *antitrust*[80], non risolte dall'art. 2, comma 3 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21[81], ove sembra essere statuito, almeno per il settore diverso dalla difesa e per la fattispecie delle "delibere, atti ed operazioni" rilevanti, un principio di sussidiarietà della normativa sui poteri speciali quando la disciplina di settore nazionale o unionale non garantisce adeguatamente la tutela dell'interesse protetto[82]. Sicché, seppur alla luce di tale norma i poteri speciali non possono applicarsi fintanto che la disciplina settoriale, nazionale o unionale, assicuri una tutela adeguata degli interessi protetti, non solo resta probabilmente impregiudicato l'obbligo di notifica al fine di vagliare proprio l'adeguatezza della tutela ma permangono alcuni significativi dubbi attinenti alle modalità di coordinamento[83]. Si discute, in primo luogo, se la sussidiarietà possa operare anche nei settori di cui all'art. 1, pur in assenza di esplicito riferimento, lacuna che potrebbe essere giustificata in settori di maggior rilevanza come quelli della sicurezza e difesa nazionale. In secondo luogo, appare incerto se tale principio possa valere non solo per le delibere, atti ed operazioni, ma anche per gli acquisti di partecipazioni rilevanti. Inoltre, è controverso se rilevi la sussidiarietà solo rispetto al potere di veto o anche a fronte degli altri nominativamente individuati dal legislatore. Infine, si dibatte se lo stesso ragionamento dovrebbe valere anche rispetto alle discipline trasversali ai settori. Per chi scrive[84], in ossequio alla necessità di ricondurre i poteri speciali alla loro funzione di *extrema ratio*, il principio di sussidiarietà dovrebbe estendersi anche ai settori di cui all'art. 1, agli acquisti di partecipazioni, nonché ad ogni tipologia di potere speciale, e finanche a fronte di determinate discipline trasversali[85]. Il che parrebbe in parte confermato, almeno in ambito finanziario, anche dalla disciplina secondaria[86].

La nitidezza di una simile analisi è però più apparente che reale. Viene, infatti, comunemente posta in discussione l'effettiva sussistenza del c.d. principio di sussidiarietà dei poteri speciali. Si è, del resto, messo in risalto[87] come il più delle

---

o meglio segrete spesso sottese al provvedimento, nonché al contesto storico e geopolitico) ma con evidenza dei pericoli di compatibilità almeno in prospettiva, si veda E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 89. Sulla necessità di un sindacato più incisivo e più pieno si veda F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 196 e 197.

[80] Sottolinea la complessità della vicenda, parlando di «sovrapposizione dei diversi percorsi procedimentali», P. VALENSISE, *Cronache dal caso Unicredit/BPM: alcuni riflessi procedimentali e risvolti sostanziali sulla disciplina delle offerte pubbliche*, in *Riv. ODC*, n. 3, 2025, p. 1379. Analizza il rapporto tra *golden power* e disciplina *antitrust*, anche F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, in *Riv. reg. merc.*, n. 2, 2025, p. 295 ss.

[81] "3. Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri adottato su conforme deliberazione del Consiglio dei Ministri, da trasmettere tempestivamente e per estratto alle Commissioni parlamentari competenti, può essere espresso il veto alle delibere, atti e operazioni di cui ai commi 2 e 2-bis, che diano luogo a una situazione eccezionale, non disciplinata dalla normativa nazionale ed europea di settore, di minaccia di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza e al funzionamento delle reti e degli impianti e alla continuità degli approvvigionamenti.".

[82] In senso forse dissimile l'art. 13, ultimo comma, d.l. 10 agosto 2023, n. 104, in tema però di rapporti tra disciplina dei poteri speciali ed il potere del Consiglio dei ministri di deliberare il preminente interesse strategico di un programma di grandi investimenti esteri sul territorio italiano. In tal caso si fa infatti salvo l'esercizio dei poteri speciali pur a fronte della delibera con cui si dichiara di interesse nazionale un programma di investimenti. Su tale tema si veda R. CHIEPPA - C.D. PIRO, *op. cit.*, p. 41.

[83] *Ex multis*, sottolinea i dubbi sulle modalità di coordinamento, A. ABU AWWAD, *Sul c.d.* Golden Power, cit., p. 1410.

[84] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 157 ss.

[85] Si pensi tendenzialmente anche alla concorrenza.

[86] Cfr. art. 14, comma 1, del DPCM 18 dicembre 2020, n. 179.

[87] In tema, tra i tanti, si rimanda a M. LAMANDINI - F. PELLEGRINI*, op. cit.,* p. 129; R. LENER, Golden powers *e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie,* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, p. 240; ID., *Brevi note sul golden power nel «settore finanziario» alla luce del Decreto Liquidità,* in *Analisi giru. econ.,* 2020, p. 550; M. CARPAGNANO, *Il rapporto tra la disciplina* golden power *e le altre discipline di settore,* in AA. VV., *Golden power*, cit., p. 173 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 158.

volte (o comunque in presenza di un rapporto di "specialità reciproca" tra le relative norme) la disciplina dei poteri speciali non entri in dialettica con le discipline settoriali o trasversali, come nei casi in cui i beni giuridici tutelati dalle normative siano diversi. In tali evenienze, che per il vero parrebbero costituire "la regola", non dovrebbe dunque trovare applicazione il principio di prevalenza della disciplina settoriale o trasversale su quella dei poteri speciali. Di talché, specie ove le differenti funzioni e condizioni di esercizio dei *golden power* siano descritte con formule generiche, ambigue o non puntualmente definite, la disciplina di settore o trasversale difficilmente potrà costituire un limite oggettivo all'applicazione della disciplina dei poteri speciali[88]. Il che risulta corroborato anche dalla condivisa constatazione[89] che persino gli strumenti di diritto societario non sono adeguati a realizzare gli obiettivi tipici dei poteri speciali, sebbene ciò non esclude possibili forme di concorso tra gli strumenti per irrobustire la tutela degli interessi presidiati.

Alla luce di quanto sopra, alcuni acquisti o operazioni, oltre ad integrare i presupposti per la soggezione alla disciplina dei poteri speciali, possono assumere rilevanza anche ai fini del controllo delle concentrazioni[90]. In simili ipotesi, nelle quali risultino integrati i presupposti tanto per la notifica al Governo quanto per la notifica all'AGCM o alla Commissione europea[91], si pone il problema di verificare se i rispettivi vagli siano o meno sovrapponibili, specie in virtù del considerando 36 del Regolamento IDE[92]. Secondo l'impostazione generalmente accolta[93], tuttavia, il controllo delle concentrazioni e il vaglio governativo ai fini dell'esercizio dei poteri speciali rispondono a logiche differenti, in quanto funzionalmente

---

[88] Ciò potrebbe aver rilievo anche rispetto alla già menzionata vicenda Unicredit-Banco BPM.

[89] Sul punto si rinvia a F. PRENESTINI, Golden power *e meccanismi societari di difesa dall'acquisto del controllo*, in *Federalismi.it*, 14 dicembre 2022, p. 72 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 175 ss. Sul punto anche F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, cit., p. 305 ss. per il quale però la pretesa neutralità concorrenziale dei poteri speciali è solo apparente, senza che ciò consenta tuttavia di ricostruirli come strumenti complementari all'*enforcement antitrust*, poiché il loro esercizio può incidere su operazioni concorrenzialmente lecite e sul mercato del controllo societario. Si v. inoltre le riflessioni di L. ENRIQUES, *Per un diritto societario resistente alle pandemie*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 714.

[90] Si consideri A. LALLI, *Effetti istituzionali e strutturali dell'espansione dei* golden powers, cit., p. 93, ove l'A. afferma che il potere speciale appare assimilabile al potere di controllo dell'Antitrust sulle operazioni di concentrazione tra imprese, inoltre quest'ultimo è qualificato non come potere autorizzatorio ma di controllo in funzione repressiva dell'autonomia privata, quando l'operazione progettata, espressione della libertà di impresa, possa dare luogo ai rischi che la normativa intende evitare.

[91] Una concentrazione di rilievo comunitario può riguardare società con attivi strategici, in tal caso c'è possibilità di intersezione di discipline, infatti, oltre alla notifica c'è però anche la comunicazione alla Commissione (in tema già R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del* golden power, in *Riv. dir. soc.*, n. 3, 2018, p. 696 ss.). Del resto, il considerando 36 del Regolamento IDE richiama il 21, par. 4, del Regolamento (CE) n. 139/2004. Vi sono però delle eccezioni alla competenza esclusiva del Commissione nel controllo delle concentrazioni che consentono di non procedere ad una preventiva comunicazione alla Commissione (es. la sicurezza pubblica dello Stato). Si veda però la decisione della Commissione del 21 febbraio 2022 (Caso M.10494 – VIG/AEGON CEE) ove rispetto ad un provvedimento di veto del Ministro ungherese motivato con il richiamo alla sicurezza pubblica, la Commissione europea ha avviato una indagine che è poi sfociata nella decisione che ha accertato la violazione dell'art. 21, par. 4, del c.d. Regolamento Merger ed ordinato il ritiro del veto al fine di consentire alla Commissione procedere al vaglio antitrust. Si è affermato infatti che il semplice fatto che il veto fosse stato adottato (secondo quanto asserito) a tutela della sicurezza pubblica non impedisce alla Commissione di procedere. Cfr. M. FARNESE*, Il coordinamento delle discipline golden power e antitrust: il caso* VIG/AEGON, in *Laboratorio per l'Innovazione Pubblica*, 20 febbraio 2023; L. LOCCI, *Controllo degli investimenti esteri diretti e libertà europee nel caso VIG/AEGON*, in *Riv. trim. dir. econ.*, II, 1/2024, p. 6 ss.

[92] Per approfondimenti della dottrina sul considerando 36 del Regolamento IDE, si veda E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 159, nt. 14.

[93] Sul punto, tra i tanti, si v. pure R. CHIEPPA, *Conclusioni*, in *Foreign direct investments screening,* cit., p. 188; M. D'ALBERTI, *Il* golden power *in Italia: norme ed equilibri*, *ivi,* p. 87 ss.; M. CARPAGNANO, *Il rapporto tra la disciplina* golden power *e le altre discipline di settore,* cit., p. 178 ss.; T. DI PROSPERO, Golden power *tra compatibilità sovrananzionale e parallelismi d'intervento pubblico*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 3, 2023, p. 401. Sul tema degli interessi anche L. ARNAUDO, *À l'économie comme à la guerre. Note su golden power, concorrenza e geo-economia,* in *Merc. conc. reg.*, n. 3, 2017, p. 442; R. ANGELINI, *Stato dell'arte e profili evolutivi dei poteri speciali: al crocevia del* golden power, cit., p. 696 ss.

orientati alla tutela di interessi diversi[94]. In tale ottica, la disciplina dei poteri speciali non sarebbe infatti diretta ad assicurare il corretto funzionamento della concorrenza nel mercato, bensì alla salvaguardia di specifici interessi nazionali. Sicché non varrebbe il principio di prevalenza della regolazione settoriale o trasversale rispetto a quella dei *golden power*[95]. Né la validità di tale assunto sarebbe pregiudicata dal fatto che, ad esempio, un provvedimento del Garante che disconosca la compatibilità della "concentrazione" possa, in concreto, rendere superfluo il vaglio governativo e viceversa.

Ancóra, un ragionamento analogo potrebbe valere in presenza di un'offerta pubblica di acquisto (OPA) o di scambio (OPS)[96] che assuma rilievo anche ai fini della disciplina dei poteri speciali[97], da cui consegue un onere di "notifica"

[94] Si consideri però F. PRENESTINI, Golden power*, acquisto del controllo e profili di diritto societario*, in *Nuovo dir. soc.,* 2022, p. 2349 ss., ove si mettono in evidenza le similitudini almeno procedurali che emergono dal raffronto tra il controllo delle concentrazioni e quello *golden power*. In tema si v. poi anche F. ROSSI DAL POZZO - E. LATORRE, *La tutela del mercato unico fra golden power, antitrust e controllo sui sussidi esteri*, in *Riv. ita. dir. pubbl. comun*., 2023, p. 737 ss., in particolare par. 4.

[95] Una simile conclusione potrebbe in realtà essere attenuata o ridimensionata ove si ponesse mente al fatto che, seppur forse non formalmente, dal punto di vista sostanziale entrambi i vagli assumono (*rectius*: dovrebbero assumere) una funzione pro-concorrenziale, rappresentando due facce di una stessa medaglia. La stessa deroga alla normale concorrenza funge dunque da strumento funzionale a realizzare una vera e corretta concorrenza, prevenendo le alterazioni delle logiche e degli equilibri di mercato. Si v. del resto L. DI VIA - P. LEONE, *Controllo sugli investimenti stranieri e antitrust. Un matrimonio che s'ha da fare*, in *Merc. Conc. reg*., 2020, p. 111, ove si afferma che la tutela della concorrenza e la tutela rispetto agli investimenti esteri dovrebbero rappresentare strumenti complementari nel perseguimento dell'interesse pubblico euro-unitario. Più di recente, sul tema, si v. A. LICASTRO, *Salvaguardia dell'autonomia strategica dell'Unione europea e tutela della competitività del mercato unico. La linea sottile tra golden power ed antitrust*, in *Riv. ODC*, n. 2, 2025, p. 594 ss.

[96] Assume qui, infatti, rilievo centrale ai fini del discorso l'art. 102 t.u.f. Tale norma impone, tra le altre cose, che: a) la promozione di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio è senza indugio comunicata alla Consob e contestualmente resa pubblica; b) nell'ipotesi in cui, per lo svolgimento dell'offerta, la normativa di settore richieda autorizzazioni di altre autorità, la Consob approva il documento d'offerta entro cinque giorni dalla comunicazione delle autorizzazioni stesse.

[97] In relazione alle offerte pubbliche di acquisto il tema dell'interferenza con altre regolazioni si amplifica alla luce della regola della passività. Infatti, l'art. 104 t.u.f., come noto, vieta alla società oggetto di un'OPA/OPS di porre in essere atti ed operazioni potenzialmente idonei a comprometterne il successo, salvo autorizzazione assembleare. Il comma 1-*bis* estende tale vincolo anche a decisioni adottate prima dell'annuncio dell'offerta, ma non ancora realizzate, qualora esse: a) non si collochino nella gestione ordinaria; b) possano interferire con gli obiettivi dell'offerente. Tale soggezione alla passività, se non si fraintende, non dovrebbe comunque operare per gli atti e le operazioni adottate, nel senso di decise e attuate, prima della comunicazione dell'offerta ovvero per condotte che non costituiscono una misura difensive. Prima dell'introduzione del comma 1-*bis*, la Consob aveva elaborato un orientamento secondo cui non ricadevano nella *passivity rule* persino: gli atti meramente esecutivi di impegni già assunti; le operazioni attuative di piani già definiti e conosciuti dal mercato prima dell'offerta. La *ratio* risiedeva nell'esigenza di permettere agli amministratori di garantire continuità gestionale e di non paralizzare la società *target* durante l'offerta. Con l'intervento del legislatore del 2009 sorgono però dubbi sulla persistenza di questo orientamento, tuttavia, parte della dottrina ipotizza possibilità di intendere in modo restrittivo il comma 1-*bis*. Sul tema si rinvia, con posizione in parte diverse, tra i tanti, a P. VALENSISE, *Cronache dal caso Unicredit/BPM: alcune riflessi procedimentali e risvolti sostanziali sulla disciplina delle offerte pubbliche*, cit., p. 1388 ss.; M. ARRIGONI - E.R. RESTELLI, *Offerta pubblica di acquisto e doveri degli amministratori di una banca quotata,* in *Banca, borsa tit. cred*., 4/2024, p. 679 ss.; M. SAGLIOCCA, *Il lato oscuro della* passity rule, in *Riv. soc*., 1/2024, p. 116 ss.

multipla[98], ancor più ove l'ente sia bancario o assicurativo[99] e/o l'operazione sia transfrontaliera[100]. Tali rapporti dovrebbero in ogni caso essere risolti facendo ricorso ai princìpi sopra richiamati, con applicazione dunque della regola di sussidiarietà dei poteri speciali, fatta salva (come di norma) la diversa funzione teleologica[101], il che ovviamente però non toglie le concrete difficoltà di coordinamento procedimentale, specie per le notifiche in compresenza di rapporti tra "autorizzazioni" preventive e successive[102].

---

[98] Sicché si dovrà indicare tra le condizioni di efficacia dell'offerta pubblica il superamento del vaglio del Governo e però, onde facilitare la procedura ed il coordinamento, si potrebbe anche dare avvio alla c.d. prenotifica. Cfr. M. CARPAGNANO, *Il rapporto tra la disciplina* golden power *e le altre discipline di settore,* cit., p. 184 ss.

[99] Sul tema si veda F. ANNUNZIATA - M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati di capitali*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 622, ove gli Autori ponevano già in risalto le difficoltà di coordinamento dei poteri speciali con le regole del settore finanziario. In senso non dissimile si vedano pure G. SERAFIN, Golden power*: vecchi problemi e nuovi temi societari*, cit., p. 1055, ove si afferma che "*Una questione particolarmente delicata si pone in termini di coordinamento tra la disciplina dei poteri speciali e quella prevista per le società operanti in settori vigilati, quali banche e imprese di assicurazione. Le norme riguardanti tali soggetti impongono già rilevanti obblighi di comunicazione a favore delle relative autorità di vigilanza, nonché ampi poteri di controllo e di intervento in capo a queste ultime in relazione a diverse situazioni riguardanti l'attività di tali società. Tale profilo richiede maggiore attenzione, anche in ragione della possibile sovrapposizione tra provvedimenti emanati dalle Autorità di settore (…)*"; F. RIGANTI*, Investimenti esteri diretti e supervisione finanziaria e bancaria: dal «governo» delle banche al governo nelle banche?*, cit., p. 121 ss., ove ci si pone il problema dell'incontro/scontro tra golden powers e vigilanza bancaria; A. SACCO GINEVRI, *I* golden powers *fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 291, ove si afferma che i golden powers mirano a tutela interessi pubblici non perfettamente coincidenti con quelli protetti in ambito settoriale dalla regolazione bancaria ed assicurativa. Si veda però anche L. SCIPIONE, *Mutamenti degli assetti proprietari in ambito bancario. Il difficile connubio tra disciplina di settore, normativa sull'OPA e Golden powers*, in *Banca imp. soc.*, aprile 2023, p. 98, ove si afferma che il legislatore, nel considerando 37 del reg. (UE) 452/2019 puntualizza che detta regolamentazione non intende incidere sui regimi di valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario, valutazione questa che costituisce «una procedura distinta con un obiettivo specifico». Di talché si esclude che l'esercizio dei golden powers possa richiedere l'accertamento discrezionale dei requisiti e dei criteri prescritti dalle disposizioni della CRD IV per come declinati dal legislatore nazionale negli artt. 19/25 T.U.B.

[100] Sul tema si v. A. SACCO GINEVRI, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni societarie transfrontaliere*, in *Dialoghi dir. econ.*, ottobre 2023, p. 2., ove si afferma che le operazioni straordinarie *cross-border* sollevano problematiche di natura regolamentare qualora a parteciparvi siano banche, imprese di assicurazione o altri intermediari vigilati, atteso che tali fattispecie sono oggetto di specifica autorizzazione oltre che di scrutini ancillari da parte delle autorità di vigilanza. Nonostante la rilevanza della questione, l'art. 4, comma 6, del recente d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19 sulle operazioni transfrontaliere si limita a precisare che resta salva la disciplina ed i poteri previsti da TUB, TUF, CAP, legge *antitrust* e normativa *golden powers*. Sicché il coordinamento fra disciplina societaria e regolamentare è rimesso, nell'ambito delle operazioni di riorganizzazione transfrontaliera, all'esegeta.

[101] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 162.

[102] Sul punto L. SCIPIONE, *Mutamenti degli assetti proprietari in ambito bancario*, cit., p. 99 ss., ove si afferma che specie ove l'acquisizione assuma le forme dell'opa, sul versante procedurale, si assiste ad un difetto di coordinamento. Il documento d'offerta dovrà condizionare il perfezionamento dell'operazione, non solo al vaglio positivo delle varie autorità coinvolte, ma anche al vaglio governativo e cioè alla c.d. condizione *golden power*. Sul tema anche L. PICOTTI, *Offerte pubbliche d'acquisto e Golden Power: tempi, meccanismi, prassi*, 3 gennaio 2025, disponibile all'indirizzo *https://www.osservatoriogoldenpower.eu/*, ove si afferma che vi sono alcuni settori, come quello bancario, i tempi sono dilatati dall'art. 102, co. 4 TUF. Si riconosce che in tal contesto la Consob non può approvare il documento d'offerta prima delle autorizzazioni delle altre autorità. Di talché, da un lato, vi è la necessità di un coordinamento, dall'altro si assiste all'uso frequente della c.d. condizione *golden power* o c.d. condizione autorizzazioni. Sarebbe problematico aspettare, ai fini della notifica, il termine della procedura e l'effettiva integrazione del presupposto. Da qui, l'emergere nella prassi della notifica al momento del lancio dell'operazione, con specifica condizione *golden power*. Ciò ha condotto, in operazioni complesse come le offerte pubbliche, ad una unificazione del momento della notifica alle varie autorità, anticipando nella maggior parte dei casi quelle non preventive (Golden Power o Antitrust) al momento della effettuazione di quelle preventive (BI-BCE o IVASS). Con la conseguenza che l'istruttoria viene fatta su una operazione che è, in quella fase, ancora potenziale, senza che si siano integrati i presupposti del *trigger event*.

5. IL CASO UNICREDIT-BANCO BPM.

Il caso UniCredit-Banco BPM segna una tappa fondamentale per la definizione dell'ambito di applicazione dei poteri speciali nel settore bancario, costituendo il presupposto fattuale della sentenza del TAR Lazio, Sez. I, 12 luglio 2025, n. 13748, con la quale, per la prima volta, è stato parzialmente censurato l'esercizio dei *golden power* in ambito propriamente creditizio.

La vicenda prende avvio nel mese di novembre 2024. In particolare, il 6 novembre 2024 Banco BPM, per il tramite della propria controllata Banco BPM Vita, annuncia la promozione di un'OPA sulle azioni di Anima Holding. Successivamente, in data 25 novembre 2024, UniCredit comunica al mercato l'intenzione di promuovere un'OPS volontaria, ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, t.u.f., avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Banco BPM[103]. L'operazione, integralmente domestica, prevedeva che per ciascuna azione Banco BPM fosse corrisposto un controvalore di 0,175 azioni ordinarie di nuova emissione UniCredit[104].

Il 28 marzo 2025 UniCredit ottiene, all'esito dell'istruttoria svolta dalla Banca d'Italia e decisa dalla BCE, le autorizzazioni prudenziali per acquisire – a esito positivo dell'offerta – il controllo diretto di Banco BPM S.p.A. e, in via indiretta, partecipazioni qualificate nelle società del Gruppo Banco BPM e del Gruppo Anima[105]. Tali autorizzazioni, riferite ai profili di sana e prudente gestione, costituiscono il presupposto per il vaglio della Consob, limitato ai profili informativi e di trasparenza del documento d'offerta, approvato il 1° aprile 2025[106] (con avvio del periodo di adesione inizialmente[107] fissato al 28 aprile 2025). Successivamente, in data 19 giugno 2025, la Commissione europea autorizza

---

[103] Banco BPM ha sempre contestato un uso asseritamente strumentale dell'OPS di UniCredit, proposta a un corrispettivo ritenuto non congruo e volta principalmente a far scattare la *passivity rule*, comprimendo così l'autonomia di Banco BPM e incidendo indirettamente sull'OPA da questa promossa sulle azioni di Anima Holding (si v., da ultimo, il comunicato stampa rilasciato da Banco BPM il 23 luglio 2025 all'indirizzo *https://gruppo.bancobpm.it/media/dlm_uploads/Cs_-Commento-fine-offerta_23.7.25.pdf*). Sul punto si v., inoltre, P. VALENSISE, *Cronache dal caso Unicredit/BPM: alcuni riflessi procedimentali e risvolti sostanziali sulla disciplina delle offerte pubbliche*, cit., p. 1388 ss., secondo cui la vicenda in esame consente di mettere in particolare evidenza la complessità del perimetro applicativo della *passivity rule* di cui all'art. 104 t.u.f., soprattutto con riferimento alle operazioni deliberate prima dell'annuncio dell'offerta e non ancora integralmente attuate. In tale prospettiva, l'A. richiama il dibattito sull'estensione dell'obbligo di autorizzazione assembleare e sulla possibilità di ricondurre talune operazioni nel corso normale delle attività della società *target*, valorizzando un'interpretazione di carattere teleologico che tenga conto dei doveri gestori degli amministratori e, nel caso delle banche, delle esigenze di sana e prudente gestione.

[104] Il documento di offerta è reperibile all'indirizzo *https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/it/investors/dedicated-to-investors/1-IT-Documento-di-Offerta-final-1.pdf*.

[105] Si v. il comunicato stampa di Unicredit reperibile su *https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/it/investors/dedicated-to-investors/CS-UniCredit-autorizzazione-BCE-offerta-Banco-BPM-28032025.pdf*

[106] Cfr. CONSOB, 1° aprile 2025, n. 23492, reperibile all'indirizzo *https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/delibera-n-23492*.

[107] Con delibera 21 maggio 2025, n. 23562 (reperibile all'indirizzo *https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/delibera-n-23562*), la Consob ha disposto la sospensione dell'OPS promossa da UniCredit sulle azioni di Banco BPM per trenta giorni, ai sensi dell'art. 102, comma 6, lett. b), t.u.f., al fine di assicurare un quadro informativo completo per il mercato. La sospensione fu giustificata dalle iniziative assunte dall'offerente in relazione alle prescrizioni *golden power*, in particolare dall'istanza di autotutela presentata alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, ritenute idonee a incidere sull'esito e sulla prosecuzione dell'offerta. Sul punto si v., inoltre, P. VALENSISE, *Cronache dal caso Unicredit/BPM: alcuni riflessi procedimentali e risvolti sostanziali sulla disciplina delle offerte pubbliche*, cit., p. 1391 ss., secondo cui il potere di sospensione *ex* art. 102, comma 6, lett. b), t.u.f. è funzionale ad assicurare agli oblati un quadro informativo adeguato e sufficientemente stabile, ma in presenza di fatti sopravvenuti inseriti in procedimenti complessi e in evoluzione, come nel caso delle prescrizioni golden

l'operazione sotto i profili *antitrust* ai sensi del reg. 20 gennaio 2004, n. 139 (reg. concentrazioni), rilasciando un via libera condizionato al rispetto di specifiche misure pro-concorrenziali[108].

Senza attendere il vaglio della Commissione, però, il Governo italiano era già intervenuto esercitando il *golden power* con DPCM 18 aprile 2025, volto ad imporre ad UniCredit una serie di prescrizioni vincolanti, riguardanti: (a) il divieto di ridurre, per un periodo di cinque anni, il rapporto impieghi/depositi in Italia, con l'obiettivo di incrementare gli impieghi a favore di famiglie e PMI; (b) il divieto di ridurre il livello del portafoglio di *project finance* detenuto in Italia; (c) l'obbligo di mantenere, per almeno cinque anni, il peso attuale degli investimenti di Anima Holding S.p.A. in titoli di emittenti italiani e di sostenere lo sviluppo della società; (d) la cessazione di tutte le attività in Russia entro nove mesi; (e) una clausola procedurale che, in caso di impossibilità di adempiere a una o più prescrizioni, prevede l'obbligo di darne immediata comunicazione al Ministero dell'economia e delle finanze, competente per il monitoraggio, indicando le ragioni dell'impossibilità di adempimento[109].

In tal contesto UniCredit dapprima contesta l'applicazione dei *golden power*[110] e, successivamente, propone ricorso al

---

power e delle iniziative dell'offerente, tale strumento può risultare solo parzialmente idoneo, poiché le incertezze sottostanti non sono risolvibili nei tempi ristretti previsti dalla norma.

[108] Nell'indagine la Commissione aveva riscontrato, a livello locale, che l'operazione proposta sollevava problemi di concorrenza nei mercati dei depositi e dei prestiti, sia per quanto riguarda i servizi bancari destinati ai consumatori al dettaglio che per quelli destinati alle le PMI. Per la significativa sovrapposizione orizzontale tra le attività delle società e delle sue succursali in 181 aree locali, la Commissione temeva che le società avrebbero potuto acquisire un potere di mercato eccessivo, con un conseguente aumento dei prezzi e una riduzione della concorrenza in tali zone. Sicché per rispondere alle preoccupazioni della Commissione in materia di concorrenza, UniCredit si è impegnata a cedere 209 succursali fisiche situate in aree geografiche in cui vi è una sovrapposizione problematica. Tali impegni hanno superato le preoccupazioni in materia di concorrenza individuate dalla Commissione eliminando la sovrapposizione orizzontale tra le attività delle imprese in tali settori e salvaguardando la concorrenza. A seguito dei riscontri positivi ricevuti durante il test di mercato, la Commissione ha concluso che l'operazione, così come modificata dagli impegni, non sollevano più problemi di concorrenza sui mercati dei depositi e dei prestiti. Ciò è dovuto al fatto che, a seguito della cessione, le quote di mercato combinate dell'entità risultante dalla concentrazione nelle aree locali interessate saranno moderate. La decisione resta però subordinata al pieno rispetto degli impegni, di cui un esperto indipendente controllerà l'attuazione, sotto la supervisione della Commissione. A livello regionale, l'operazione proposta non sollevava invece problemi di concorrenza per i servizi bancari destinati a clienti di imprese di grandi dimensioni, in quanto diversi altri concorrenti consolidati rimarrebbero attivi sul mercato dopo l'operazione. L'operazione non sollevava poi preoccupazioni in merito ai possibili rischi di coordinamento nel mercato bancario italiano, a causa: i) della natura frammentata e competitiva del mercato; ii) della scarsa trasparenza nella determinazione dei prezzi al consumo; e iii) di un monitoraggio limitato da parte dei concorrenti del rispettivo comportamento di mercato a livello sia regionale che provinciale. Si rinvia all'indirizzo *https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/la-commissione-approva-lacquisizione-di-banco-bpm-da-parte-di-unicredit-determinate-condizioni-2025-06-19_it*.

[109] A seguito dell'adozione del decreto, UniCredit si è rivolta al MEF per rappresentare l'impossibilità di adempiere ad alcune prescrizioni; con nota di riscontro del 29 maggio 2025, il Ministero non ha reso un accertamento definitivo sulla possibilità di adempimento, limitandosi a delineare la portata applicativa delle prescrizioni medesime. Su tale profilo si è soffermata la dottrina, rilevando che la clausola, priva di precedenti nella prassi dei poteri speciali, non si atteggia come una vera condizione dell'atto, ma piuttosto come una clausola prescrittiva atipica, che introduce un onere informativo e rinvia a una futura, indeterminata, possibile rimodulazione delle prescrizioni. Ne deriva un significativo grado di incertezza quanto agli effetti e alla stabilità del regime imposto, difficilmente conciliabile con le esigenze di determinatezza e prevedibilità che dovrebbero connotare l'esercizio del *golden power*. Tale incertezza risulta particolarmente critica nel contesto di un'OPS, caratterizzato da stringenti obblighi di trasparenza e certezza informativa verso il mercato. La clausola appare pertanto suscettibile di porsi in tensione con il principio di legalità sostanziale e con la *ratio* stessa delle prescrizioni: se queste sono necessarie per la tutela della sicurezza nazionale, la loro possibile deroga *ex post* ne indebolisce la giustificazione; se, invece, l'impossibilità era originaria, avrebbe dovuto essere adeguatamente considerata in sede istruttoria (cfr. T. DI PROSPERO, *La sottile linea d'oro. L'esercizio dei poteri speciali nel caso UniCredit/BPM*, in *Giornale dir. amm.*, n. 6, 2025, p. 810).

[110] Le misure imposte dal governo hanno suscitato immediatamente forti perplessità in UniCredit, che con comunicati stampa del 18 e 22 aprile 2025, ha contestato la scarsa trasparenza delle prescrizioni e la discutibile applicazione

TAR Lazio, articolando tre motivi:

1) difetto dei presupposti applicativi della disciplina sui poteri speciali, poiché un'operazione tra due enti italiani, sottoposti alla vigilanza delle autorità nazionali ed europee, non avrebbe potuto costituire una minaccia per la sicurezza o l'interesse nazionale; da ciò deriverebbe, secondo la ricorrente, la violazione degli artt. 49 e 54 TFUE (libertà di stabilimento) e 63 e 65 TFUE (libera circolazione dei capitali), essendo le restrizioni imposte motivate da considerazioni meramente economiche;

2) violazione dell'art. 1 reg concentrazioni, poiché le prescrizioni governative non erano state preventivamente notificate alla Commissione europea, non rientrando tra gli "interessi legittimi riconosciuti" ai sensi dell'art. 21, par. 4, del medesimo regolamento[111];

3) sproporzione e genericità delle prescrizioni, le quali avrebbero inciso in modo eccessivo sull'autonomia gestionale e strategica della banca, imponendo vincoli non adeguatamente circoscritti quanto a durata e finalità. In particolare, la clausola di mantenimento del portafoglio di *project finance*, priva di limiti temporali, e l'obbligo di cessazione delle attività in Russia, qualificato come "abnorme" in quanto subordinato ad autorizzazioni di autorità estere, sarebbero espressione di un'ingerenza dirigistica incompatibile con il diritto europeo, travalicando il limite della conformazione proporzionata.

5.1. LA GIURISPRUDENZA AMMINISTRATIVA.

Il TAR Lazio, nell'accogliere parzialmente il ricorso, censura selettivamente alcune prescrizioni per difetto di motivazione e violazione del principio di proporzionalità, ma conferma in astratto la legittimità dell'esercizio dei poteri speciali per la tutela della sicurezza economica[112]. Il giudice amministrativo traccia così i confini funzionali dei *golden power*, riaffermando la necessità che il loro esercizio avvenga nel rispetto dei principi di legalità, completezza istruttoria, coerenza e proporzionalità, e distinguendo con chiarezza tra misure conformative legittime e ingerenze dirigistiche incompatibili con l'ordinamento interno ed europeo[113].

Il TAR Lazio premette una ricognizione del quadro normativo rilevante[114], articolato su due livelli. Sul piano unionale,

---

della normativa sui *golden power* in un'operazione interamente domestica tra due banche italiane vigilate da autorità nazionali ed europee (reperibili agli indirizzi *https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/press-release0.html*; e *https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/april/press-release1.html*).

[111] L'operazione UniCredit–Banco BPM ricade nell'ambito di applicazione del regolamento sulle concentrazioni; ne consegue che ogni intervento nazionale deve conformarsi all'art. 21, par. 4, il quale consente agli Stati membri di adottare misure a tutela di interessi legittimi –

quali la sicurezza pubblica – esclusivamente previa notifica alla Commissione e subordinatamente alla verifica della loro compatibilità con il diritto dell'Unione. Nel caso di specie, il Governo italiano non ha proceduto a tale notifica, determinando un'indebita interferenza con la competenza esclusiva dell'Unione. Tale omissione sarà poi espressamente rilevata nella valutazione preliminare della Commissione del 14 luglio 2025, che ha constatato la violazione degli obblighi di comunicazione e di sospensione, nonché l'inadeguatezza della motivazione delle prescrizioni rispetto ai criteri di proporzionalità e di non discriminazione.

[112] Cfr. TAR Lazio, 12 luglio 2025, n. 13748, in *Giornale dir. amm.*, n. 6, 2025, p. 796 ss., con nota di T. DI PROSPERO.

[113] Sul punto si rinvia anche a L. SCIPIONE, *Il golden power alla prova del diritto. Riflessioni alla luce della sentenza del Tar Lazio sul caso Unicredit-Banco BPM*, cit., *passim*.; L. PICOTTI, *La sicurezza economica come parte della sicurezza nazionale: Tar, UniCredit, Golden Power*, 1° agosto 2025, rinvenibile all'indirizzo *https://www.osservatoriogoldenpower.eu*; A. MIRONE, *L'impatto del* Golden Power *sul mercato delle acquisizioni bancarie: riflessioni a partire dal caso Unicredit/BPM*, in *Riv. ODC*, n. 3, 2025, p. 1362 ss.

[114] Cfr. TAR Lazio, 12 luglio 2025, n. 13748, cit., § 10.

il reg. IDE istituisce un sistema di controllo degli investimenti esteri diretti volto a bilanciare apertura del mercato interno e tutela della sicurezza e dell'ordine pubblico, consentendo agli Stati membri di mantenere o introdurre meccanismi di *screening* fondati su criteri oggettivi e proporzionati. La successiva comunicazione della Commissione europea del 6 aprile 2022, emanata in seguito all'aggressione russa all'Ucraina, ha rafforzato tale indirizzo, invitando gli Stati membri a vigilare su investimenti riconducibili a soggetti russi o bielorussi e ad utilizzare, ove necessario, anche strumenti nazionali come i *golden power* per prevenire rischi alla sicurezza economica[115]. Sul piano interno, il d.l. 15 marzo 2012, n. 21e il DPCM 18 dicembre 2020, n. 179 costituiscono l'ossatura della disciplina italiana. Il decreto-legge individua i settori strategici e le modalità di esercizio dei poteri speciali (veto, opposizione, condizioni), imponendo il rispetto dei principi di legalità, proporzionalità e ragionevolezza. Il DPCM 18 dicembre 2020, n. 179, in linea con l'evoluzione europea, estende il perimetro dei *golden power* al settore finanziario, creditizio e assicurativo, riconoscendone la rilevanza strategica per la sicurezza nazionale.

Il TAR ricostruisce il procedimento nazionale di esercizio dei *golden power* come bifasico[116]: prende avvio con una fase istruttoria, qualificata dal d.P.R. 25 marzo 2014, n. 86 come «attività propedeutica», svolta dal Gruppo di coordinamento (PCM e ministeri), volta a raccogliere e sistematizzare i fatti; si concretizza poi in una fase decisoria rimessa al Consiglio dei Ministri, caratterizzata da ampia discrezionalità, che valuta l'operazione non solo in termini economico-finanziari ma in una prospettiva strategica più ampia (assetto produttivo, economia nazionale, relazioni internazionali), in linea con il reg. IDE. Pertanto, fermo restando il principio di legalità le scelte di esercizio dei poteri speciali costituiscono valutazioni di alta amministrazione, sindacabili dal giudice amministrativo nei ristretti limiti della sussistenza di una manifesta illogicità delle decisioni assunte, ovvero della inesistenza e/o incongruità della motivazione, o, ancora, dell'errato o travisato apprezzamento di risultanze fattuali[117].

Sebbene la legislazione nazionale definisca con chiarezza i parametri dell'intervento, essa configura un sistema di monitoraggio preventivo che trascende la mera logica del *foreign direct investment screening*, estendendosi a qualsiasi operazione idonea a incidere sugli interessi strategici della collettività nazionale. Il TAR avverte, tuttavia, che, in assenza di una chiara individuazione dell'interesse pubblico primario tutelato, di un'istruttoria completa, della coerenza tra mezzi e fini e del

---

115 Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del regolamento (UE) 2019/452*, 20 marzo 2020; ID., *Orientamenti ad uso degli Stati membri riguardanti gli investimenti esteri diretti dalla Russia e dalla Bielorussia in considerazione dell'aggressione militare contro l'Ucraina e delle misure restrittive stabilite in recenti regolamenti del Consiglio*, 6 aprile 2022. È significativa la circostanza che la stessa Commissione europea, pur essendo istituzionalmente preposta alla tutela della concorrenza, abbia sollecitato l'adozione e il rafforzamento, a livello nazionale, di strumenti di *golden power*, invitando gli Stati membri a intensificare i controlli sulle imprese extra-UE e, successivamente, anche su quelle formalmente europee ma riconducibili, direttamente o indirettamente, a entità extraeuropee (in questi termini, F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, cit., p. 307).

116 Cfr. TAR Lazio, 12 luglio 2025, n. 13748, cit., § 11.

117 Come evidenzia la dottrina, la sentenza conferma – quantomeno in linea generale – la ormai consolidata posizione della giurisprudenza amministrativa nazionale secondo cui la fase decisoria rientra nelle attribuzioni esclusive del Consiglio dei Ministri ed è connotata da un'ampia discrezionalità politico-amministrativa, che tuttavia non si sottrae a uno scrutinio di proporzionalità, idoneità e ragionevolezza (cfr. T. DI PROSPERO, *La sottile linea d'oro. L'esercizio dei poteri speciali nel caso UniCredit/BPM*, cit., p. 801). In tale prospettiva, la sentenza individua una serie di contrappesi alla discrezionalità governativa. In primo luogo, pur ribadendo il carattere ristretto del sindacato giurisdizionale, essa afferma la rilevanza del controllo sulla manifesta illogicità delle decisioni, sull'inesistenza o incongruità della motivazione e sull'erroneo o travisato apprezzamento delle risultanze fattuali. In secondo luogo, viene riaffermata la necessità di una compiuta emersione dell'interesse primario dello Stato perseguito, accompagnata dall'adeguatezza e completezza dell'istruttoria, dalla coerenza delle misure adottate e dal rigoroso e dimostrato rispetto del principio di proporzionalità (cfr. A. MIRONE, *L'impatto del* Golden Power *sul mercato delle acquisizioni bancarie: riflessioni a partire dal caso Unicredit/BPM*, cit., p. 1366 s.).

rigoroso rispetto del principio di proporzionalità, l'esercizio del *golden power* rischia di trasformarsi in un'ingerenza dirigistica nel mercato, incompatibile con le libertà garantite dall'ordinamento dell'Unione. In tale prospettiva, richiama la sentenza Xella[118], che esclude la possibilità di giustificare restrizioni alle libertà fondamentali per motivi puramente economici, ammettendo solo, in senso restrittivo, esigenze di ordine pubblico, di sicurezza o di interesse generale[119].

In questa cornice, il giudice amministrativo precisa che la tutela degli interessi strategici nazionali si colloca su un piano distinto – e complementare[120] – rispetto al controllo delle concentrazioni di competenza della Commissione europea ai sensi dell'art. 21, par. 4, reg. concentrazioni. Quest'ultima, nel caso UniCredit-Banco BPM (19 giugno 2025), ha autorizzato l'operazione subordinandola a specifici impegni strutturali (tra cui la cessione di 209 filiali), volti a rimuovere le criticità concorrenziali a livello locale, confermando così la separazione funzionale tra valutazione *antitrust* europea e poteri speciali nazionali di tutela dell'interesse pubblico.

Il TAR nega che la disciplina dei *golden power* possa essere interpretata come una «disposizione di chiusura» idonea a integrare o sostituire poteri già attribuiti ad autorità indipendenti nazionali o unionali[121]. Essa assolve, piuttosto, a una funzione eccezionale e residuale, limitata alla salvaguardia della sicurezza e dell'ordine pubblico, non alla regolazione ordinaria delle dinamiche di mercato. Il carattere di specialità e di eccezionalità del *golden power* impone, pertanto, che il loro esercizio sia circoscritto a ipotesi di comprovata minaccia per interessi fondamentali dello Stato e sorretto da una motivazione rigorosa che dimostri: la sussistenza di un pericolo concreto per la sicurezza o l'ordine pubblico; l'assenza di strumenti alternativi idonei a garantire la medesima tutela; la proporzionalità e adeguatezza delle misure adottate. In tale prospettiva, l'esercizio dei *golden power* non può trasformarsi in uno strumento di intervento regolatorio o di politica economica generale: esso rappresenta, come affermato dal Consiglio di Stato, il «dimes provvedimentale» a garanzia ultima dell'interesse nazionale, esercitabile solo entro il perimetro dei presupposti e delle finalità previste dalla legge[122].

Il TAR esclude allora che, nel caso dell'OPS lanciata da UniCredit su Banco BPM, difettassero i presupposti per

---

[118] Cfr. Corte giust., 13 luglio 2023, causa C-106/22.

[119] Parte della dottrina, con argomenti che paiono condivisibili, rileva che la sentenza del TAR Lazio fonda l'intero impianto argomentativo su una lettura estensiva della sicurezza economica come *species* della sicurezza nazionale, idonea a giustificare l'esercizio dei poteri speciali anche in assenza di minacce esterne, predazione di *asset* strategici o sottrazione di *know-how*, ma sulla base del possibile impatto delle scelte industriali dell'acquirente sul risparmio e sul mercato interno. Tale opzione interpretativa, pur astrattamente coerente con l'elasticità dei concetti normativi impiegati dal legislatore, non è tuttavia accompagnata da una perimetrazione positiva della nozione di sicurezza economica, né dall'individuazione di criteri selettivi idonei a distinguerla dalle mere finalità economiche, espressamente escluse dalla giurisprudenza come fondamento legittimo del *golden power*. Ne deriva il rischio di una petizione di principio, in cui la sicurezza nazionale viene postulata attraverso il richiamo a una sicurezza economica priva di contenuto operativo autonomo, con conseguente ampliamento indeterminato dell'area di intervento governativo. In questa prospettiva, la sicurezza economica finisce per sovrapporsi a esigenze di corretto funzionamento del mercato o di politica industriale settoriale, anziché ricollegarsi a una minaccia effettiva e sufficientemente grave a interessi fondamentali della collettività, come richiesto tanto dal diritto interno quanto dal diritto dell'Unione, con il risultato di legittimare interventi potenzialmente dirigistici e di attenuare in modo significativo l'intensità del sindacato giurisdizionale. Si v. T. DI PROSPERO, *La sottile linea d'oro. L'esercizio dei poteri speciali nel caso UniCredit/BPM*, cit., pp. 803-805.

[120] *Contra*, F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, cit., p. 308, che parla di "apparente" complementarità, poiché «condizionare lo svolgimento delle attività economiche sulla base di considerazioni, logiche e criteri esterni ed estranei al mercato può incidere tanto sugli incentivi diretti a competere, quanto sulle pre-condizioni che generano un ambiente concorrenziale».

[121] Cfr. TAR Lazio, 12 luglio 2025, n. 13748, cit., § 12.

[122] Cfr. Consiglio di Stato, 9 gennaio 2023, n. 289, in *Onelegale*.

l'attivazione del *golden power*[123]. L'operazione, per dimensione e rilievo sistemico, coinvolge due gruppi di primaria importanza nazionale e internazionale, titolari di attivi strategici: oltre 100 miliardi di risparmio raccolto, 98,4 miliardi di impieghi a famiglie e PMI e una partecipazione di controllo in Anima Holding, gestore di circa 200 miliardi di risparmio. L'istruttoria governativa ha inoltre evidenziato un diverso rapporto impieghi/depositi tra Banco BPM (0,98) e UniCredit (0,786), dal quale sarebbe potuta derivare, a fusione avvenuta, una riduzione del credito domestico di circa 18 miliardi di euro, con effetti negativi per famiglie e PMI. Cionondimeno, il Collegio rileva che occorre valutare, alla luce dei parametri individuati, la legittimità delle singole prescrizioni imposte a UniCredit[124].

Quanto al rapporto impieghi/depositi, il TAR riconosce la legittimità dell'obiettivo di preservare i flussi di credito a famiglie e PMI – interesse strategico per l'ordine pubblico economico – ma ne censura l'incardinamento in un vincolo quinquennale rigido e, soprattutto, ogni lettura che si risolva in una rimodulazione dirigistica della politica creditizia di UniCredit (ad es. tramite una media ponderata imposta con Banco BPM). La misura è dunque ammessa *in parte qua*: resta il presidio sui livelli di impiego, mentre l'amministrazione dovrà rinnovare la valutazione della durata, prevedendo monitoraggi periodici e meccanismi di adattamento alle condizioni di mercato.

Più severo il giudizio sulla clausola relativa al *project finance*: l'obbligo di non ridurre *sine die* il portafoglio, esteso anche a UniCredit senza adeguata motivazione, travalica il perimetro di necessità e proporzionalità, trasformandosi in indebita ingerenza nella strategia d'impresa; la prescrizione va quindi rimodulata, delimitandone tempo, criteri e verifiche.

Di segno opposto l'esito sul capitolo Anima Holding: il mantenimento del peso degli investimenti in emittenti italiani e il dovere di supportarne lo sviluppo sono ritenuti misure mirate e non intrusive, proporzionate alla tutela di un ingente *stock* di risparmio nazionale. Parimenti legittima è la prescrizione di cessare le attività in Russia entro nove mesi, alla luce del quadro sanzionatorio UE e delle valutazioni prudenziali BCE su rischi operativi, reputazionali e di conformità.

Un profilo parzialmente trascurato nella motivazione della sentenza riguarda il rapporto tra la disciplina nazionale dei poteri speciali e il diritto dell'Unione europea, in particolare con riferimento all'articolo 21 reg. concentrazioni. Il Collegio, infatti, non si pronuncia espressamente sulla compatibilità delle misure impugnate con tale disposizione, rilevando implicitamente che la valutazione di conformità al diritto della concorrenza dell'Unione spetta in via esclusiva alla Commissione europea.

5.2. LA VALUTAZIONE PRELIMINARE DELLA COMMISSIONE.

Prima che il giudice amministrativo si pronunciasse, la Commissione europea aveva già indirizzato alle autorità italiane una richiesta di informazioni volta a chiarire il contenuto e la portata delle prescrizioni imposte a UniCredit, le ragioni per cui un'acquisizione tra due banche italiane potesse costituire una minaccia reale e sufficientemente sensibile alla sicurezza pubblica, nonché la compatibilità complessiva del provvedimento con l'ordinamento dell'Unione[125]. Ricevuti i chiarimenti

[123] Esprime forti critiche sul punto, A. MIRONE, *L'impatto del* Golden Power *sul mercato delle acquisizioni bancarie: riflessioni a partire dal caso Unicredit/BPM*, cit., p. 1368, secondo cui la pronuncia «appare gravemente inadeguata, a partire dalla valutazione in ordine alla *strategicità* dell'operazione in sé» poiché «sulla base della mera rilevanza dimensionale dell'operazione, essa finisce di fatto per sostenere l'esistenza in via tipica nel settore finanziario di motivazioni valide per dettare prescrizioni di dettaglio al fine di indirizzare la gestione verso la tutela dell'interesse nazionale». In tal modo, essa finirebbe «per autorizzare uno scivolamento marcatamente dirigistico dei poteri speciali».

[124] Cfr. TAR Lazio, 12 luglio 2025, n. 13748, cit., § 14.

[125] La Commissione, come già anticipato, aveva autorizzato sul piano antimonopolistico la concentrazione tra UniCredit e Banco BPM in data 19 giugno 2025, previa assunzione da parte di UniCredit dell'impegno a cedere alcune

dal Governo, la Commissione ha trasmesso, in data 14 luglio 2025, la propria valutazione preliminare sulle misure adottate dall'Italia ai sensi dell'art. 21, par. 4, del reg. concentrazioni[126].

Nella valutazione preliminare, la Commissione ricostruisce in modo puntuale i presupposti procedurali e sostanziali per l'esercizio dei *golden power*, verificando la loro effettiva ricorrenza nel caso concreto alla luce dei dati fattuali relativi all'operazione UniCredit–Banco BPM e delle informazioni fornite dalle autorità italiane. Sulla scorta dell'analisi svolta, la Commissione ha contestato alle autorità italiane che: (i) l'adozione del DPCM 18 aprile 2025, avvenuta in assenza di preventiva comunicazione alla Commissione europea, costituisce violazione degli obblighi di notifica e sospensione imposti dal regolamento; (ii) il decreto è contrario alle norme sulla libera circolazione dei capitali, alla competenza esclusiva della BCE in materia di vigilanza prudenziale, nonché alla legislazione sui servizi finanziari.

Per quanto concerne il primo profilo, la Commissione ha rilevato che il Governo italiano non aveva proceduto alla preventiva notifica delle prescrizioni contenute nel DPCM 18 aprile 2025, precludendo così alla Commissione l'esercizio *ex ante* della funzione di controllo che le è attribuita dall'art. 21 reg. concentrazioni[127]. Secondo l'istituzione europea, sussistevano infatti «ragionevoli dubbi» circa il fatto che il decreto mirasse effettivamente a perseguire finalità di sicurezza pubblica, piuttosto che obiettivi di politica economica o industriale[128]. Di conseguenza, il provvedimento avrebbe dovuto essere comunicato alla Commissione e da questa approvato preventivamente, quale condizione necessaria per la sua legittima attuazione.

La Commissione ha anzitutto respinto le argomentazioni delle autorità italiane nella parte in cui queste tendevano a interpretare la nozione di «pubblica sicurezza» di cui all'art. 21, par. 4, del reg. concentrazioni alla luce della legislazione nazionale, richiamando il d.l. 15 marzo 2012, n. 21 e i precedenti decreti adottati dalla Presidenza del Consiglio dei ministri[129]. Tale interpretazione è stata giudicata non conforme al diritto dell'Unione, poiché la nozione di pubblica sicurezza rilevante ai fini dell'applicazione del reg. concentrazioni costituisce un concetto autonomo di diritto europeo, la cui portata non può essere determinata unilateralmente dagli Stati membri. In particolare, la Commissione ha osservato che il riferimento alla sicurezza economica, pur fondato nella normativa nazionale italiana – che qualifica le attività finanziarie, creditizie e assicurative di rilevanza strategica come essenziali per la tutela della sicurezza pubblica e nazionale – non trova un corrispondente riconoscimento nel diritto dell'Unione. Essa può, pertanto, rientrare nel perimetro della pubblica sicurezza solo se l'intervento statale è adeguatamente motivato.

---

filiali di BPM nelle aree individuate come critiche, giudicando l'operazione compatibile con il mercato interno ai sensi dell'art. 6, par. 1, lett. b), del regolamento.

126 Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Valutazione preliminare a norma dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE (Caso M.12052 - UNICREDIT / BANCO BPM (Art. 21(4)))*, 14 luglio 2025, disponibile all'indirizzo *https://www.astrid-online.it/static/upload/unic/unicredit_bancobpm_lettera_ue_gp.pdf*. In arg. si v. L. SCIPIONE, *Il golden power tra interessi nazionali e vincoli europei. I rilievi della Commissione europea sull'OPS UniCredit–Banco BPM,* cit., *passim*.

127 Ai sensi dell'art. 21, par. 4, gli Stati membri possono adottare opportuni provvedimenti per tutelare interessi legittimi diversi da quelli presidiati dalla disciplina antimonopolistica, purché compatibili con i principi generali e le altre disposizioni del diritto comunitario; ciononostante, al di fuori delle ipotesi espressamente previste – la sicurezza pubblica, la pluralità dei mezzi di informazione e le norme prudenziali –, lo Stato è tenuto a notificarli preventivamente alla Commissione, cui spetta valutarne la compatibilità con l'ordinamento unionale. Tale notifica, nel caso del DPCM 18 aprile 2025, era mancata.

128 Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Valutazione preliminare a norma dell'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio e del protocollo 21 dell'accordo SEE (Caso M.12052 - UNICREDIT / BANCO BPM (Art. 21(4)))*, cit., cpv. 94.

129 Ivi, § 5.1.3.

Richiamando la giurisprudenza consolidata della Corte di giustizia[130], la Commissione ha ribadito che le esigenze di pubblica sicurezza, in quanto deroga al principio fondamentale della libera circolazione dei capitali, devono essere interpretate in senso restrittivo, così da evitare che ciascuno Stato possa invocarne arbitrariamente l'esistenza per giustificare restrizioni non proporzionate o discriminatorie. Alla luce di tale orientamento, la nozione di pubblica sicurezza deve essere interpretata esclusivamente secondo la giurisprudenza dell'Unione, che la riconduce all'esistenza di una «minaccia effettiva e sufficientemente grave a un interesse fondamentale della società»[131], non riconducibile a mere considerazioni economiche. Spetta allo Stato membro che intende invocare tale giustificazione fornire elementi concreti, circostanziati e documentati atti a dimostrare la realtà della minaccia e a corredarla di una valutazione di adeguatezza e proporzionalità delle misure adottate. Una minaccia generica o ipotetica non può, secondo la Corte di giustizia, legittimare restrizioni alle libertà fondamentali dell'Unione.

Per quanto attiene al secondo profilo, la Commissione rileva che ciascuna delle prescrizioni imposte dal DPCM 18 aprile 2025 sia incompatibile con i principi generali e le altre disposizioni del diritto dell'UE.

La Commissione ha ritenuto che imporre a UniCredit, nell'ambito dell'acquisizione di Banco BPM, l'obbligo di mantenere uno specifico rapporto tra impieghi e depositi al fine di garantire un determinato livello di prestiti alle PMI e alle famiglie costituisca una restrizione alla libera circolazione dei capitali[132]. Tale prescrizione, infatti, limita la capacità di UniCredit di allocare liberamente le proprie risorse e di effettuare investimenti in altri Stati membri o in paesi terzi; può disincentivare gli azionisti di Banco BPM dall'aderire all'offerta di scambio, in quanto l'operazione comporterebbe la conversione delle loro partecipazioni in azioni UniCredit soggette a vincoli gestionali; e può scoraggiare futuri investitori dall'investire nel nuovo soggetto risultante dall'operazione, alterando così le condizioni di accesso ai capitali e di concorrenza nel mercato unico.

La Commissione ha rilevato che l'Italia non ha fornito elementi concreti idonei a dimostrare come una variazione del rapporto tra prestiti e depositi di Banco BPM possa incidere sulla sicurezza pubblica. Pur riconoscendo che UniCredit presenti una diversa composizione del portafoglio creditizio, non è stato chiarito in che modo tale mutamento possa tradursi in una minaccia effettiva, soprattutto in un contesto caratterizzato da un mercato bancario ampiamente competitivo e dalla circostanza, semmai contraria, che UniCredit abbia manifestato l'intenzione di ampliare il credito alle PMI, rafforzando così – anziché indebolire – il sostegno all'economia reale.

Quanto all'assetto proprietario, la Commissione ha escluso che sussistano profili di rischio per la sicurezza pubblica, evidenziando che sia UniCredit sia Banco BPM dispongono di una base azionaria ampiamente diversificata e internazionale, con partecipazioni diffuse tra grandi investitori istituzionali, prevalentemente statunitensi e, nel caso di Banco BPM, anche europei, senza la presenza di alcun soggetto in posizione di controllo o dotato di poteri di influenza

---

130 Cfr. Corte giust., 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione/Spagna*, cpv. 72; nonché, Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-503/99, *Commissione/Belgio*, cpv. 59.

131 Ibid.

132 Parte della dottrina rileva che l'obbligo di mantenimento del rapporto impieghi/depositi, al pari di altre prescrizioni incidenti sulla strategia industriale dell'impresa, può determinare effetti restrittivi sul libero gioco della concorrenza e comprimere la flessibilità operativa dell'ente risultante dalla concentrazione, alterandone le strategie competitive e incidendo sulla redditività (cfr. F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, cit., p. 309). Altra dottrina, invece, sottolinea il rischio di natura prudenziale connesso al possibile incremento del credito a soggetti non meritevoli, indotto dall'esigenza di mantenere inalterato il rapporto impieghi/depositi in Italia, nonché l'elevato grado di rigidità imposto alle politiche commerciali (cfr. A. MIRONE, *L'impatto del* Golden Power *sul mercato delle acquisizioni bancarie: riflessioni a partire dal caso Unicredit/BPM*, cit., p. 1372).

dominante.

Inoltre, la Commissione ha rilevato che la prescrizione sul rapporto prestiti/depositi presenta una chiara valenza prudenziale, incidendo su profili che rientrano nella competenza esclusiva della Banca centrale europea ai sensi dell'art. 127, par. 6, TFUE e del reg. 15 ottobre 2013, n. 1024 (*Single Supervisory Mechanism* – SSM). Tale misura interferisce con la vigilanza bancaria accentrata, poiché la BCE – unica autorità competente per gli enti significativi – aveva già autorizzato l'acquisizione di Banco BPM da parte di UniCredit senza imporre condizioni. Imponendo un vincolo gestionale di natura prudenziale senza previa consultazione della BCE, l'Italia ha violato il principio di leale cooperazione e gli obblighi informativi previsti dalla dir. 26 giugno 2013, n. 36 (*Capital Requirements Directive* – CRD), adottando una misura che eccede i limiti delle proprie attribuzioni e si sovrappone indebitamente alle funzioni di vigilanza dell'Unione.

Un'analoga valutazione è stata formulata con riferimento alla prescrizione che impone a UniCredit di mantenere un determinato livello di investimenti in *project finance* sul territorio nazionale per un periodo indefinito[133]. Anche tale misura è stata considerata una restrizione alla libera circolazione dei capitali, poiché: (i) limita la capacità di UniCredit di investire in altri Stati membri o paesi terzi, (ii) può scoraggiare gli azionisti di Banco BPM dall'investire il loro capitale in UniCredit (accettando l'offerta di scambio di UniCredit, il che li porterebbe a ricevere azioni in UniCredit), e (iii) può scoraggiare futuri investitori dall'investire nell'ente risultante dall'operazione. L'Italia, per contro, non ha fornito alcuna prova che tale misura sia volta a contrastare una minaccia reale e specifica per la sicurezza pubblica. Inoltre, la prescrizione limita la capacità di UniCredit di gestire la banca in modo sano e prudente, impedendole di adeguare il proprio portafoglio per rispettare i requisiti patrimoniali e di liquidità.

Ulteriori rilievi sono stati sollevati in relazione alla prescrizione sugli investimenti in emittenti italiani, che impone a UniCredit di garantire che Anima mantenga per cinque anni gli investimenti in titoli di emittenti italiani almeno al livello attuale[134]. Secondo la Commissione europea, tale misura è in contrasto con l'art. 25 della dir. 13 luglio 2009, n. 65 (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* – UCITS), che impone alle società di gestione di operare nell'esclusivo interesse degli investitori e del fondo, assicurando una diversificazione adeguata e una gestione del rischio coerente. L'obbligo di investire una quota fissa del patrimonio in titoli italiani limita la libertà gestionale di Anima e può compromettere la sua capacità di adempiere all'obbligo di riacquistare o rimborsare le quote degli investitori ai sensi dell'art. 84, par. 1, della stessa direttiva. Analoghe criticità emergono per i fondi di investimento alternativi gestiti dal gruppo Anima, che verrebbero sottoposti a vincoli incompatibili con la dir. 8 giugno 2011, n. 61 (*Alternative Investment Fund Managers Directive* – AIFMD). Inoltre, la Commissione ritiene che la prescrizione violi anche la MiFID II, in particolare l'art. 24, che impone alle imprese di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel miglior interesse dei propri clienti.

La Commissione ha inoltre esaminato la prescrizione che impone a UniCredit di «sostenere lo sviluppo dell'impresa»

---

133 Oltre al rischio concorrenziale e prudenziale, qui la dottrina contesta anche il mantenimento forzoso di posizioni anche rischiose, la vaghezza della prescrizione, la mancata considerazione degli impegni volontariamente offerti dall'offerente, nonché l'estensione immotivata della misura al portafoglio clienti già in capo alla stessa offerente (cfr. A. MIRONE, *op. cit.*, p. 1372).

134 La Commissione rileva, tra l'altro, che ogni prescrizione che incida sulla libertà di investimento è contraria ai princìpi fondamentali del settore finanziario, poiché in tale ambito operano, da un lato, il potere-dovere dei gestori di fondi di orientare le proprie scelte alle esclusive esigenze dei risparmiatori e, dall'altro, il diritto dei risparmiatori di impartire indicazioni anche nell'ambito delle gestioni patrimoniali. La dottrina, dal canto suo, ritiene tale prescrizione sostanzialmente «inutile» perché priva di giustificazione concorrenziale e idonea a irrigidire le scelte allocative future, con effetti penalizzanti sulla capacità dell'impresa di reagire alle dinamiche competitive (cfr. F. GHEZZI, *Golden Power e disciplina della concorrenza*, cit., p. 310).

per un periodo di almeno cinque anni. La formulazione della clausola è stata giudicata estremamente vaga e indeterminata, poiché non chiarisce a quale società si riferisca – Anima, Banco BPM o entrambe – né definisce il contenuto concreto dell'obbligo. A fronte delle richieste di chiarimento di UniCredit, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha successivamente inviato una lettera interpretativa, specificando che la prescrizione dovrebbe intendersi limitata ad Anima e volta ad assicurare l'adozione di un piano di sviluppo del gruppo, senza imporre iniziative specifiche o impedire l'ingresso di nuovi soci. Tuttavia, la Commissione europea ha osservato che tale chiarimento non risolve le ambiguità originarie del decreto, né chiarisce il contenuto concreto dell'obbligo o la sua durata effettiva, rimanendo incerti anche il valore giuridico e la vincolatività della lettera ministeriale ai fini interpretativi.

Tra le prescrizioni figura anche l'obbligo imposto a UniCredit di cessare entro nove mesi tutte le proprie attività in Russia, incluse quelle relative ai depositi, ai prestiti e al collocamento di fondi per finanziamenti transfrontalieri[135]. La misura è giustificata dal timore che i capitali raccolti da Banco BPM possano essere indirettamente utilizzati a beneficio del sistema economico russo, in un contesto segnato dalle sanzioni europee successive all'invasione dell'Ucraina. A sostegno di tale preoccupazione, il Governo italiano ha richiamato le difficoltà di controllo della controllata russa di UniCredit (AO UniCredit Bank), derivanti dalle restrizioni normative locali e dall'impossibilità per la capogruppo di esercitare pienamente i propri poteri di vigilanza e di compliance, ritenendo insufficienti gli strumenti prudenziali della BCE a garantire la sicurezza dei risparmi raccolti in Italia. La Commissione europea ha tuttavia rilevato che tali rischi non sono specificamente connessi all'operazione di concentrazione con Banco BPM, ma preesistono a essa, trattandosi di attività che UniCredit svolgeva già autonomamente in Russia. L'operazione, pertanto, non introduce alcun nuovo elemento di vulnerabilità rispetto alla situazione preesistente, già oggetto di valutazione da parte della BCE, che – in quanto unica autorità di vigilanza prudenziale delle banche significative della zona euro – aveva già imposto a UniCredit una serie di misure proporzionate di contenimento del rischio: la graduale liquidazione delle attività di prestito in Russia, la limitazione della raccolta di depositi e dei pagamenti effettuati nel Paese e il divieto di concessione di nuovi finanziamenti transfrontalieri.

5.3. GLI SVILUPPI DELLA VICENDA.

UniCredit, preso atto dell'incertezza protratta sulle condizioni governative e malgrado l'accoglimento solo parziale del ricorso al TAR, il 22 luglio 2025 ha ritirato l'OPS su Banco BPM[136]. La decisione è stata motivata dal mancato avveramento della condizione relativa all'autorizzazione "*golden power*" e dall'impossibilità di garantire un processo di offerta ordinato entro i tempi utili, nonostante la sospensione disposta da Consob.

Il Governo, dopo aver fornito chiarimenti alla Commissione e rivendicato la legittimità del proprio operato[137], ha

---

[135] Parte della dottrina sembra concordare con la Commissione nel ritenere che tali considerazioni attengano a valutazioni prudenziali, rientranti nella competenza esclusiva della BCE, e non a profili propriamente riconducibili alla sicurezza pubblica (cfr. T. DI PROSPERO, *La sottile linea d'oro. L'esercizio dei poteri speciali nel caso UniCredit/BPM*, cit., p. 807 s.). Appare tuttavia maggiormente convincente ritenere che la concentrazione non introduca alcun nuovo elemento di vulnerabilità rispetto alla situazione preesistente.

[136] Si v. il comunicato stampa di Unicredit al seguente indirizzo: *https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/july/press-release0.html*. Ivi la banca afferma che «[p]ur accogliendo con favore i significativi progressi compiuti con il TAR, la DG Comp dell'Unione Europea e il Governo italiano, i tempi per una risoluzione definitiva della questione Golden Power vanno ben oltre la scadenza della nostra offerta e anche di quella della sospensione decisa oggi dalla CONSOB».

[137] Si rinvia al seguente link: *https://www.ilsole24ore.com/art/l-italia-risponde-ue-golden-power-AHbNCw9B*.

ribadito pubblicamente che la sicurezza nazionale rientra nella sfera di competenza esclusiva dello Stato[138].

Sul fronte europeo, dopo la già analizzata valutazione preliminare del 14 luglio 2025 – dettata anche da ragioni di insussistenza degli interessi di sicurezza nazionale che consentirebbero un intervento governativo in un'operazione di competenza esclusiva della Commissione ai fini *antitrust* – si è in attesa della decisione finale della Commissione, che taluni ritengono ormai priva di attualità in ragione della rinuncia all'OPS. Deve tuttavia osservarsi che, pur a fronte della rinuncia, appare incerta l'effettiva cessazione della materia del contendere, in considerazione della pendenza del ricorso al Consiglio di Stato avverso la sentenza del TAR, che ha determinato una parziale soccombenza di entrambe le parti. Ne consegue che, oltre all'interesse a una più puntuale definizione del perimetro applicativo delle norme per future operazioni tra operatori nazionali, non possono escludersi margini per eventuali pretese risarcitorie[139].

Nel frattanto, la Commissione ha avviato una autonoma procedura di infrazione, indipendente dal singolo provvedimento e dalla vicenda UniCredit-BPM, mettendo in mora l'Italia il 21 novembre 2025 per il mancato rispetto del regolamento sul meccanismo di vigilanza unico, della direttiva sui requisiti patrimoniali, nonché per violazione degli artt. 49 e 63 TFUE, con conseguente compressione dei principi della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali all'interno del mercato unico[140].

In sintesi, allo stato risultano aperti due distinti piani di contestazione[141]: da un lato, quello afferente alla competenza

---

138 A seguito delle indiscrezioni di Reuters sull'imminente avvio di una procedura di infrazione, la Commissione ha ufficialmente manifestato la propria disponibilità ad adottare «quanto necessario» per garantire il rispetto delle regole del mercato unico dei servizi finanziari, contestando la proporzionalità e la compatibilità delle prescrizioni imposte dall'Italia con il diritto dell'Unione. Il Ministero dell'economia, dal canto suo, ha replicato rivendicando la competenza statale in materia di sicurezza economica, sostenendo che la tutela di tali interessi rientra nella sfera di attribuzioni del Governo. Cfr. A. RINALDI, *Golden power sulle banche, scontro tra la Ue e il governo: Commissione pronta ad agire su Unicredit-Bpm*, in *Corriere della sera*, 10 ottobre 2025, disponibile all'indirizzo *https://www.corriere.it/economia/finanza/25_ottobre_10/golden-power-sulle-banche-scontro-tra-la-ue-e-il-governo-commissione-pronta-ad-agire-su-unicredit-bpm-04099ee4-35e3-448a-ae1a-b83c05e9bxlk.shtml.*

139 Occorre tuttavia rilevare che, secondo gli organi di stampa, Unicredit sarebbe pronta a rinunciare al ricorso in Consiglio di Stato (si v. https://www.repubblica.it/economia/2026/04/15/news/unicredit_rinuncia_golden_power_orcel_bpm-425284184/).

140 Cfr. G. DE FALCO, *Il "Golden Power" sotto la lente della Commissione UE*, 28 novembre 2025, disponibile all'indirizzo *https://www.dirittobancario.it/art/il-golden-power-sotto-la-lente-della-commissione-ue/,* ove si afferma che l'Italia è fatta oggetto di una procedura di infrazione [INFR(2025)2152] avviata dalla Commissione UE nell'ambito del settore finanziario («Stabilità finanziaria, servizi finanziari e Unione dei mercati dei capitali») per violazione del reg. 15 ottobre 2013, n. 1024 del Consiglio sulla competenza della BCE in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, della direttiva sui requisiti patrimoniali (26 giugno 2013, n. 36), e degli articoli 49 e 63 TFUE. La Commissione avrebbe espresso preoccupazione per la legislazione sui *golden power* (d.l. 15 marzo 2012, n. 21, quale modificato e prorogato nel 2021 e nel 2022), che conferisce al governo italiano ampie prerogative per esaminare, bloccare o imporre condizioni alle operazioni societarie nel settore bancario. Pur essendo intesa a salvaguardare la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico, questa legislazione, quale applicata dalle autorità italiane, rischierebbe di consentire interventi ingiustificati per motivi economici che compromettono i principi della libertà di stabilimento e della libera circolazione dei capitali all'interno del mercato unico. Inoltre, la legislazione italiana si sovrapporrebbe alle competenze esclusive della Banca centrale europea nell'ambito del meccanismo di vigilanza unico. La Commissione avrebbe proceduto pertanto all'invio di una lettera di costituzione in mora all'Italia, che disporrebbe ora di 2 mesi per rispondere e rimediare alle carenze segnalate dalla Commissione. In assenza di una risposta soddisfacente, la Commissione potrà decidere di emettere un parere motivato.

141 In tema L. PICOTTI, *Procedura d'infrazione e Golden Power: ritorno alle origini?,* 1° dicembre 2025, disponibile all'indirizzo *https://www.osservatoriogoldenpower.eu,* ove si afferma che il faro europeo sui poteri speciali si è acceso attraverso due canali paralleli: a) uno avviato dalla DG Comp, ai sensi dell'art. 21, par. 4, del reg. concentrazioni, focalizzato sul singolo provvedimento nel caso UniCredit-BancoBPM l'asserita insussistenza delle ragioni di sicurezza nazionale che consentirebbero un intervento nazionale in un'operazione di competenza esclusiva della Commissione ai fini antitrust; b) il secondo canale è invece proprio quello sfociato nella recente procedura di infrazione, che ha ad oggetto la normativa così come stratificatasi negli ultimi anni, non il provvedimento concreto nel caso UniCredit-Banco Bpm. Questo è stato

della direzione generale della concorrenza (DG COMP); dall'altro, quello riconducibile alla direzione generale della stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali (DG FISMA), con oggetti e presupposti solo in parte coincidenti.

Parallelamente, sono emersi segnali di apertura del Governo verso una revisione della disciplina nazionale dei poteri speciali nel comparto finanziario, al fine di evitare sovrapposizioni con le competenze della BCE/SSM e con le regole del mercato interno. Questo approccio collaborativo si è concretizzato proprio con la recentissima riforma della disciplina dei *golden power*, della quale si è dato conto in precedenza[142].

6. IL CASO CEDACRI.

Chiusa la ricostruzione della vicenda UniCredit–Banco BPM, appare opportuno volgere lo sguardo al caso Cedacri, che, pur collocandosi in un differente contesto operativo, offre un ulteriore banco di prova dell'estensione dei poteri speciali nel comparto finanziario, con specifico riguardo all'applicazione del *golden power* alle operazioni di estensione del pegno su partecipazioni societarie, dunque di fattispecie non immediatamente riconducibili a operazioni di acquisizione o trasferimento del controllo.

Protagonista della vicenda è Cedacri S.p.A., società attiva nella fornitura di servizi informatici e infrastrutturali a favore di intermediari bancari e finanziari, acquisita dal Gruppo ION mediante un'operazione di *leveraged buyout*. Successivamente all'acquisizione, la società ha posto in essere una complessa operazione di finanziamento, nell'ambito della quale è emersa la questione interpretativa relativa alla riconducibilità, ai fini della disciplina dei poteri speciali, dell'estensione del pegno sulle partecipazioni societarie, quale operazione idonea a incidere sulla titolarità, sul controllo o sulla disponibilità di attivi strategici, pur in assenza di un mutamento formale dell'assetto proprietario.

Nel giugno 2021, l'intero capitale sociale di Cedacri è stato acquisito da Cedacri Mergeco S.p.A., controllata da DGB Bidco Holdings Limited, a sua volta facente capo alla società lussemburghese ION Investment Corporation S.à.r.l. L'operazione era stata preceduta da una notifica ai fini dell'eventuale esercizio dei poteri speciali, effettuata nel marzo 2021, il cui procedimento si è concluso nel maggio 2021 con l'adozione di una delibera di non esercizio dei *golden power*, non essendo stata ritenuta l'acquisizione idonea a integrare una minaccia tale da giustificare l'intervento governativo.

Successivamente, nel maggio 2023, il consiglio di amministrazione di Cedacri ha approvato una nuova operazione finanziaria, comprendente: (i) l'emissione di un prestito obbligazionario, avente quale principale finalità la distribuzione di dividendi straordinari agli azionisti; (ii) l'estensione, a garanzia del prestito, dei pegni già oggetto del precedente vaglio governativo, sempre in deroga all'art. 2352, comma 1, c.c. Tale estensione dei pegni sulle azioni e sui conti correnti è stata quindi oggetto di autonoma notifica ai fini dell'applicazione della disciplina sui poteri speciali.

Il vaglio governativo si è tuttavia concluso, in questa fase, con l'adozione del DPCM 27 luglio 2023, con il quale sono state imposte a Cedacri specifiche prescrizioni. In particolare, il decreto ha previsto: (i) l'obbligo di destinare il prestito obbligazionario garantito dall'estensione dei pegni sulle azioni e sui conti correnti di Cedacri al finanziamento degli investimenti previsti dal piano industriale, nonché di eventuali ulteriori investimenti ritenuti necessari a garantire la continuità, lo sviluppo e il rafforzamento degli attivi strategici; e (ii) l'obbligo di trasmettere, con cadenza trimestrale,

semplicemente il detonatore che ha aperto il vaso di Pandora, riaccendendo il faro dell'Unione europea sui poteri speciali italiani – e, in particolare, sull'estensione al settore del credito in operazioni infra-Ue e domestiche.

[142] *Supra*, § 2.

all'Amministrazione competente per il monitoraggio, apposite relazioni attestanti il rispetto della predetta prescrizione.

Tali prescrizioni hanno determinato l'impugnazione del DPCM 27 luglio 2023 innanzi al giudice amministrativo.

6.1. IL TAR LAZIO.

La sentenza del TAR Lazio, 22 maggio 2024, n. 10275[143], dopo aver ritenuto integrato il presupposto soggettivo di notifica – in ragione sia della titolarità di «tecnologie critiche», sia del superamento delle soglie dimensionali previste dalla normativa secondaria[144] – ha respinto il ricorso proposto avverso il DPCM 27 luglio 2023, affermando altresì la sussistenza del presupposto oggettivo di cui all'art. 2, comma 2-bis, d.l. 15 marzo 2012, n. 21, relativo alle delibere, agli atti e alle operazioni rilevanti.

In particolare, il Collegio ha chiarito che la costituzione e l'estensione dei pegni sulle partecipazioni sociali non possono essere considerate operazioni giuridicamente neutre ai fini della disciplina dei poteri speciali. Esse, infatti, pur non determinando un immediato trasferimento della titolarità formale delle partecipazioni né, di per sé, uno spostamento del diritto di voto, sono idonee a incidere in modo significativo sulla disponibilità e sulla gestione degli attivi strategici, nonché – sia pure in via potenziale e indiretta – sugli assetti di controllo della società.

Il TAR muove, a tal fine, da una lettura funzionale della disciplina civilistica delle garanzie reali, valorizzando il contenuto sostanziale delle prerogative attribuite al creditore pignoratizio. Quest'ultimo, infatti, non si limita a vantare una mera posizione di prelazione sul bene, ma dispone di poteri che, in prospettiva, possono tradursi in un'incidenza effettiva sull'assetto proprietario e sul governo societario: egli può procedere alla vendita forzata della partecipazione, soddisfacendosi sul ricavato, ovvero chiederne l'assegnazione in pagamento, fino a concorrenza del credito.

In tale ottica, il giudice amministrativo esclude che l'obbligo di notifica possa essere differito al momento, eventuale e futuro, dell'escussione o dell'assegnazione del pegno. Una simile ricostruzione, infatti, svuoterebbe di effettività la disciplina dei *golden power*, poiché renderebbe strutturalmente tardivo l'intervento pubblico, consentendo che operazioni potenzialmente idonee a incidere su attivi strategici sfuggano al vaglio preventivo che costituisce la *ratio* stessa del meccanismo di controllo.

A rafforzare tale conclusione, il TAR valorizza ulteriori elementi che attestano come il pegno possa incidere, già nella fase fisiologica del rapporto, sull'attività e sugli equilibri societari. Da un lato, il patto con cui si esclude l'esercizio del diritto di voto in capo al creditore pignoratizio non presenta carattere intangibile, potendo essere modificato nel corso del rapporto. Dall'altro lato, l'esercizio del diritto di voto non esaurisce le prerogative rilevanti del creditore garantito, il quale è titolare di una serie di facoltà ulteriori – quali l'azione di responsabilità, l'impugnazione delle deliberazioni assembleari, le azioni cautelari di revoca degli amministratori e il diritto alla percezione degli utili – tutte idonee a incidere, anche indirettamente, sull'attività della società e sulla gestione degli attivi strategici.

Ne deriva, secondo il TAR, una lettura estensiva e funzionale del presupposto oggettivo di notifica, che ricomprende

---

[143] Cfr. TAR Lazio, 22 maggio 2024, n. 10275, in *Giur. it.*., n.6, 2025, 6, p. 1335 ss., con nota di M. PIGNATTI, *I poteri speciali di Golden Power ed i rapporti con il settore creditizio*. Contro le argomentazioni della sentenza si veda già E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 137 ss., in particolare nt. 166. In tema si vedano pure L. BELVISO, *Il caso Cedacri: la continua espansione del perimetro del golden power e il sindacato del giudice amministrativo sui poteri speciali*, in *Dir. proc. amm.*, 2024, IV, p. 949 ss.; M. PIGNATTI, Golden power *ed enti creditizi*, cit., p. 87 ss.; M. MECATTI, Golden power: *i nuovi confini del controllo pubblico*, in *Giur. Comm.*, IV, 2025, p. 828 ss.

[144] Cfr. art. 8, comma 1, lett. b), n. 4 e lett. c) del DPCM 18 dicembre 2020, n. 179.

anche operazioni formalmente qualificabili come mere garanzie reali, qualora esse siano, per struttura e contenuto, idonee a comprimere la disponibilità degli attivi strategici o a influenzare gli assetti di controllo, in coerenza con la finalità preventiva propria della disciplina dei poteri speciali[145]. Ne discende che, pur riconoscendo la natura eccezionale del complesso di obblighi e poteri delineato dalla disciplina dei *golden power* – che imporrebbe, in linea di principio, un'interpretazione restrittiva delle relative fattispecie applicative – la giurisprudenza tende a privilegiare una lettura teleologica e orientata alla massima espansione della funzione preventiva del controllo pubblico.

Tale approccio finisce per corroborare, a parere di chi scrive, un'impostazione governativa di tipo sostanzialistico, che si discosta dal dato letterale dell'ordito normativo e attenua la portata del principio di eccezionalità dei poteri speciali. Il risultato, almeno sul piano sistematico, è l'ampliamento dell'area di intervento del *golden power* ben oltre le ipotesi tipiche, con una conseguente tensione rispetto ai canoni di tipicità, determinatezza e stretta interpretazione che dovrebbero presidiare strumenti incidenti in via autoritativa sull'autonomia privata.

È anche alla luce di tali profili critici che i ricorrenti hanno proposto appello innanzi al Consiglio di Stato, sollecitando una revisione dell'impostazione seguita dal giudice di primo grado.

6.2. IL CONSIGLIO DI STATO.

Il Consiglio di Stato, con sentenza 5 dicembre 2025, n. 9619[146], ha accolto l'appello e annullato il DPCM 27 luglio 2023.

In via preliminare, il Consiglio di Stato, in linea con quanto affermato dal giudice di primo grado, ha ritenuto integrato il presupposto soggettivo di applicazione della disciplina, in quanto la società risulta, da un lato, titolare di tecnologie critiche e, dall'altro, supera le soglie dimensionali previste in termini di attivo e numero di dipendenti[147].

Quanto ai profili oggettivi, Il Consiglio di Stato muove dal presupposto che le azioni oggetto del contratto di pegno possano, in astratto, essere ricondotte al paradigma degli attivi strategici, richiamando la più recente giurisprudenza della Corte di cassazione[148], che – in linea con l'impostazione dottrinale – qualifica le azioni come beni di secondo grado e, in quanto tali, non del tutto distinti e separati dai beni compresi nel patrimonio sociale. Tuttavia, il Collegio valorizza l'art. 2352 c.c.[149] e la possibilità di deroga convenzionale al regime legale, osservando che la costituzione del pegno su azioni

---

[145] Il Collegio valorizza le espressioni impiegate dalla disposizione normativa – «modifiche della disponibilità degli attivi», «assegnazione degli stessi a titolo di garanzia» e «assunzione di vincoli che ne condizionino l'impiego» – osservando come, interpretate alla luce della finalità della disciplina, esse si caratterizzino per un'elevata ampiezza e genericità, funzionali a consentire un monitoraggio preventivo di ogni operazione potenzialmente idonea a incidere sugli attivi qualificati come strategici. In tale prospettiva, secondo il TAR, non assume rilievo lo strumento giuridico concretamente utilizzato, quanto piuttosto l'effetto sostanziale dell'operazione in termini di possibile incidenza sulla disponibilità degli *asset* e, anche indirettamente, sugli assetti di controllo della società. Cfr. TAR Lazio, 22 maggio 2024, n. 10275, cit.

[146] Rinvenibile all'indirizzo *https://www.dirittobancario.it/art/golden-power-e-rilevanza-della-costituzione-di-pegni-su-azioni/* e su *Onelegale*. In tema, per approfondimenti, si v. E. DE CHIARA - A. RICCIARDI, Golden powers*: la concessione, l'estensione e l'escussione del pegno*, in *Lex Mercatoria*, 2025, p. 78 ss. Più di recente, seppur con posizioni in parte diverse, F. BIANCONI, Golden power *e pegno di azioni: il caso Cedacri e i limiti applicativi dei poteri speciali,* in *Società,* 4/2026, p. 421 ss.

[147] Il Cds non condivide dunque la tesi, prospettata in primo grado da Cedacri, secondo la quale per individuare le soglie di fatturato si debba guardare solo alle attività finanziarie principali e non a quelle accessorie. Questa impostazione si pone secondo, il Collegio, in contrasto con il dato letterale dell'art. 8, del DPCM 18 dicembre 2020, n. 179.

[148] Cfr. Cass.,12 settembre 2019, n. 22790.

[149] L'art. 2352, comma 1, c.c., per il diritto di voto riconosce l'attribuzione al creditore pignoratizio, salva convenzione contraria. L'ultimo comma, invece, nel regolare le ripartizioni dei diritti sociali tra azionista e creditore

non determina necessariamente il trasferimento dei diritti amministrativi e patrimoniali in capo al creditore pignoratizio.

In assenza di una deroga convenzionale, e dunque ove trovi applicazione il regime legale, la costituzione del pegno comporta, secondo il Collegio, un'immediata modificazione della disponibilità giuridica – oltre che di fatto – degli attivi, poiché il creditore pignoratizio è titolare di prerogative idonee a incidere sulla *governance* societaria, incluso il diritto di intervento in assemblea e la partecipazione alla formazione della volontà sociale. In tale ipotesi, non può mettersi in discussione l'insorgenza dell'obbligo di notifica ai fini della disciplina sui poteri speciali.

Viceversa, il ragionamento viene capovolto nell'ipotesi – ricorrente nel caso di specie – in cui le parti abbiano espressamente derogato al regime legale mediante apposita convenzione, riservando al socio debitore il diritto di voto e gli altri diritti amministrativi. In tale evenienza, secondo il Consiglio di Stato, non risulta applicabile la disciplina in materia di *golden power*, non venendo in rilievo alcuna modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi strategici, almeno fino al verificarsi dell'inadempimento dell'obbligazione garantita. Ne consegue che, fino a quando non intervenga l'inadempimento, non sussistono i presupposti per assimilare la costituzione del pegno a un'acquisizione di partecipazione societaria rilevante ai fini della disciplina sui poteri speciali. Pertanto, nei casi in cui il socio proprietario delle azioni mantenga il diritto di voto e gli ulteriori diritti amministrativi, la mera costituzione del pegno non può essere qualificata come acquisizione partecipativa e non determina l'obbligo di notifica previsto dalla normativa sui *golden power*.

Per il Cds la soluzione esegetica trova conforto anche sul piano del diritto comparato, poiché in molti Stati gli obblighi di notifica discendono dal cambio di controllo su una società strategica, a prescindere dalla modalità in cui ciò si realizzi, quindi, anche il pegno di partecipazioni societarie rileva solo nella misura in cui ciò comporti una modifica nella struttura di controllo. Tale lettura viene corroborata, secondo il Collegio, oltre che da una certa prassi applicativa della Presidenza del Consiglio[150] anche dal diritto unionale. Com'è noto, simili poteri rappresentano una deroga alle libertà del mercato comune e, in particolare, alla libertà di stabilimento garantita dagli artt. 49 e 54 TFUE, per i quali la Corte di Giustizia[151] ha affermato che le restrizioni sono ammissibili solo nella misura in cui siano fondate su motivi imperativi di interesse generale ed applicate nel rispetto del principio di proporzionalità.

La normativa in questione, inoltre, ad avviso della Corte, deve individuare in modo oggettivo e prevedibile le condizioni di esercizio dei poteri speciali, in coerenza con il principio di certezza del diritto e, pertanto, le relative disposizioni (specie in tema di atti, delibere ed operazioni) devono essere interpretate restrittivamente[152]. Osserva, peraltro, il Cds che la natura dei poteri speciali – in quanto idonei ad incidere direttamente sulla libera iniziativa economica[153], quale libertà costituzionalmente garantita – impone un uso rigorosamente confinato degli stessi alle ipotesi tassative in cui sussista una effettiva minaccia agli interessi strategici nazionali, in modo da non trasformare l'esercizio dei *golden power* in uno strumento di monitoraggio generale delle operazioni economiche intervenute in settori strategici e dunque ricondurlo ad

---

pignoratizio, statuisce il principio dell'esercizio congiunto dei diritti amministrativi, diversi da quelli regolati nei commi precedenti, salvo non sia diversamente disposto. Sul tema si rinvia per approfondimenti, tra i tanti, a M. SCIUTO - R. COLAIORI, *La partecipazione al rapporto*, in *Le società per azioni, Trattato di diritto privato* a cura di G. Iudica - P. Zatti, Giuffré, Milano, 2025, p. 346 ss. Su quali siano i "diritti amministrativi diversi", si veda F. BRIOLINI, sub *art. 2352 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari* diretto da P. Abbadessa - G. B. Portale, Giuffré, Milano, 2016, p. 613 ss.

[150] Il Consiglio di Stato richiama le Relazioni al Parlamento della Presidenza del Consiglio per le annualità 2020 e 2021 in materia di poteri speciali.

[151] Cfr. Corte giust., 26 marzo 2009, *Commissione c. Italia*, C-326/07; Corte giust., 13 luglio 2023, causa C-l06/22, *Xella Magyarország Épftóanyagipari Kft.*

[152] Cfr. Corte giust., 13 luglio 2023, causa C-l06/22, *Xella Magyarország Épftóanyagipari Kft.*

[153] Cfr. Corte Cost., 31 marzo 2015, n. 56.

un meccanismo di politica industriale.

6.3. CRITICHE AGLI ORIENTAMENTI GIURISPRUDENZIALI.

Nel contesto dei *golden power*, come già evidenziato, dovrebbe privilegiarsi, al più, la tecnica della interpretazione estensiva, ove strettamente imposta dalla funzione teleologica della previsione e/o dalla lettura sistematica del compendio normativo e regolamentare, dovendo invece rifuggirsi dall'utilizzo dell'analogia. L'argomentazione analogica dovrebbe infatti essere esclusa davanti a poteri conformativi così eccezionalmente incidenti sull'autonomia privata[154]. Tale impostazione, in coerenza con il principio di legalità, appare fondata specialmente rispetto alla fase della notifica in ossequio alle stringenti logiche giuridiche di legalità nonché in virtù della necessità di contenere entro soglie di sostenibilità l'area delle notifiche (di conseguenza a garantire l'effettiva strumentalità al potenziale esercizio dei poteri), specie a fronte della recente tendenza all'ampliamento soggettivo e oggettivo della disciplina[155]. Un numero sempre crescente di notifiche e prenotifiche rende infatti non solo poco efficiente la macchina amministrativa ma impone significativi costi di consulenza alle imprese e più in generale ai privati[156]. Questi, onde evitare significative sanzioni, tendono in via precauzionale a notificare (e/o pre-notificare) situazioni anche formalmente non proprio rientranti nell'area di riferimento (o quantomeno dubbie) e ciò a causa della poca chiarezza definitoria dei confini della disciplina. In tale ottica, la necessità di assicurare la prevedibilità del perimetro di percettività della normativa sui poteri speciali rappresenta una esigenza primaria non realizzabile se non attraverso l'utilizzo di tecniche esegetiche rigorose e poco sostanzialistiche. Come più volte ribadito però la tendenza governativa, nonché quella dottrinale ed in parte giurisprudenziale sembrano però in concreto, al di là delle enunciazioni di principio, propendere per un approccio tutt'altro che formalistico con ciò amplificando – sebbene per asserite ragioni di giustizia sostanziale ed onde scongiurare l'inefficacia dello strumento – l'imprevedibilità del sistema[157].

Sul punto vale ripetere che le fattispecie rilevanti che onerano dell'obbligo di notifica, strumentale all'eventuale esercizio dei poteri speciali nei settori di cui agli artt. 1 e 2 del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, sono, da un lato, l'acquisto di partecipazioni, dall'altro, l'adozione di delibere, atti ed operazioni. Nel contesto di un commento alle sentenze assume rilievo eminentemente la seconda fattispecie, nella quale, secondo autorevole dottrina[158], le disposizioni sono accomunate dalla compresenza di una parte: propriamente enunciativa, fondata sull'effetto delle delibere, atti o operazioni; esemplificativa, pertanto basata solo sull'oggetto specifico. Pur essendo indubitabile la segmentazione delle disposizioni in

---

[154] Parte della dottrina ha osservato che il tradizionale divieto di analogia per le disposizioni eccezionali non deve essere inteso in senso assoluto, potendo tali norme prestarsi, entro limiti rigorosi, a un'estensione analogica coerente con la *ratio* e con i princìpi sottesi al sistema (cfr. L. CAIANI, *Analogia*, in *Enc. dir.*, II, 1958, p. 348 ss.; P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, II, ESI, Napoli, 2020, p. 357 ss.; D. CARUSI, *L'ordine naturale delle cose*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 348 ss.). Tale impostazione, tuttavia, non appare trasferibile al caso dei poteri speciali, i quali, in quanto strumenti eccezionali e derogatori delle libertà fondamentali e della disciplina ordinaria del mercato, postulano un criterio di stretta interpretazione. In questo ambito, l'esigenza di prevedibilità, tipicità e tassatività dei presupposti di intervento impone di escludere che l'analogia possa fungere da strumento di ampliamento dell'area applicativa dei *golden power*, pena la trasformazione di un potere di *extrema ratio* in un meccanismo generale di controllo delle operazioni economiche.

[155] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 60 ss.

[156] Si veda E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 62.

[157] Cfr. E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 63.

[158] Sul punto si v. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 159.

parte enunciativa e parte esemplificativa, non si ritiene di poter convenire la tesi dell'irrilevanza degli effetti proprio nelle ipotesi elencate in modo analitico, alla luce della funzione specificativa assolta dalla descrizione normativa. La carenza in sede enumerativa dell'espresso riferimento alla necessità di valutare in concreto gli effetti derivanti non dovrebbe pertanto significare che questi non rilevino, ma solo, al più, che il giudizio sulla portata delle conseguenze potrebbe essere stato svolto a monte dal legislatore, probabilmente attraverso la logica della presunzione relativa[159]. In virtù di ciò, a modesto parere di chi scrive[160], nonostante la diversa opinione dalle più autorevole dottrina[161], i riflessi che consentono di far assumer rilievo a tali "operazioni" – tanto nella parte enunciativa che deliberativa – sono legati alla modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi e non dovrebbero comunque essere meramente eventuali o solo potenziali[162], come nel caso in cui l'effetto modificativo sia legato ad evento futuro ed incerto. Si rischierebbe, diversamente opinando, di anticipare eccessivamente la soglia di notifica.

Tornando al fatto concreto, entrambe le sentenze sembrerebbero confondere i piani tra l'acquisto di partecipazioni e l'adozione di delibere, atti ed operazioni. Nella vicenda Cedacri, se non si fraintende, parrebbe esser stato infatti osservato l'obbligo di notifica specialmente *ex* art. 2, comma 2-*bis*[163] e il relativo esercizio del potere non ha dunque interessato un acquisto rilevante ma l'opposta fattispecie (*id est*: delibere, atti ed operazioni).

Fatta tale premessa, anche la decisione del Consiglio di Stato non risulta priva di criticità[164], sebbene la pronuncia di appello adotti una soluzione più bilanciata rispetto a quella prospettata dal TAR Lazio. Quest'ultima non è condivisibile[165] in quanto:

1) la parte esemplificativa della normativa in esame attribuisce valore solo alle assegnazioni in garanzia di attivi rilevanti, ma le partecipazioni sociali o i conti correnti non dovrebbero rientrare in tale categoria (se non in via analogica);

2) né probabilmente varrebbe enfatizzare la genericità delle locuzioni utilizzate nella parte normativa enunciativa, posto che in ogni caso non si verifica, con la costituzione (o l'estensione) in garanzia delle partecipazioni e/o dei conti correnti, una alterazione della titolarità, della disponibilità o del controllo degli attivi strategici frutto di una delibera, di un

---

159 Si veda E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 126; E. DE CHIARA - A. RICCIARDI, *op. cit.*, p. 70.

160 Cfr. E. DE CHIARA - A. RICCIARDI, *op. cit.*, p. 71.

161 Cfr. V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 160.

162 In senso diverso ancora V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 160, ove si afferma che la differenza tra parte enunciativa ed enumerativa tende a ridursi ove si condivida la necessità di notificare anche ove l'effetto di modifica sia anche solo potenziale.

163 «*Qualsiasi delibera, atto od operazione*, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-ter, *che abbia per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi* medesimi a favore di un soggetto esterno all'Unione europea, di cui al comma 5-*bis*, ovvero, nei settori individuati nel secondo periodo del comma 5, *anche a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea*, ivi compresi quelli stabiliti o residenti in Italia, *comprese* le delibere dell'assemblea o degli organi di amministrazione aventi ad oggetto la fusione o la scissione della società, il trasferimento dell'azienda o di rami di essa in cui siano compresi detti attivi *o l'assegnazione degli stessi a titolo di garanzia*, il trasferimento di società controllate che detengono i predetti attivi, ovvero che abbia per effetto il trasferimento della sede sociale in un Paese non appartenente all'Unione europea, è notificato, salvo che l'operazione sia in corso di valutazione o sia già stata valutata ai sensi del comma 5, entro dieci giorni e comunque prima che vi sia data attuazione, alla Presidenza del Consiglio dei ministri dalla stessa impresa. Sono notificati altresì nei medesimi termini qualsiasi delibera, atto od operazione, adottato da un'impresa che detiene uno o più degli attivi individuati ai sensi del comma 1-*ter*, che abbia per effetto il cambiamento della loro destinazione, nonché qualsiasi delibera che abbia ad oggetto la modifica dell'oggetto sociale, lo scioglimento della società o la modifica di clausole statutarie eventualmente adottate ai sensi dell'articolo 2351, terzo comma, del codice civile ovvero introdotte ai sensi dell'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, come da ultimo modificato dall'articolo 3 del presente decreto».

164 Cfr. E. DE CHIARA - A. RICCIARDI, *op. cit.*, p. 82.

165 Sul punto ancora E. DE CHIARA - A. RICCIARDI, *op. cit.*, p. 82.

atto o di una operazione societaria;

3) le prerogative del creditore pignoratizio di incidenza sulla società e gli attivi, richiamate anche per le ipotesi di deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., sono tuttavia tendenzialmente di mero ripristino della legalità violata o meramente patrimoniali.

Ma pur a voler assecondare la tesi, per il vero caldeggiata anche dal Consiglio di Stato, che, in parziale spregio al principio di legalità[166], non discerne le azioni e le quote societarie dagli attivi strategici[167], mascherando, in tal guisa, l'uso dell'analogia in un contesto normativo così eccezionale – confondendo, in un'ottica sostanzialistica ed in disparte della evidente differenza tra i lemmi, l'asserita natura di bene di secondo grado con la nozione tecnica di attivo strategico, per i potenziali effetti riflessi su questi e derivanti dal pegno sulle partecipazioni di società titolari di tali attivi – mette conto di osservare come la conferma e l'estensione dei pegni non modificano (o comunque non necessariamente) il controllo, la titolarità o la disponibilità perfino delle partecipazioni, né dal punto di vista sostanziale, né dal punto di vista formale[168].

Pertanto, allorquando l'atto costitutivo del pegno preveda la permanenza del diritto di voto in capo a un soggetto diverso dal creditore garantito e come tale legittimato a esercitarlo senza alcun tipo di condizionamento da parte del creditore pignoratizio, al più solo nel momento dell'inadempimento oppure dell'escussione del pegno o dell'assegnazione del bene potrebbe sorgere l'obbligo di notifica ai fini dell'eventuale esercizio dei poteri speciali**.** Non pare, del resto, che una notifica in tal frangente rappresenti una neutralizzazione della funzione della disciplina dei poteri speciali. Solo al momento dell'escussione del pegno o dell'assegnazione del bene oggetto di garanzia si potrebbe verificare, ove ve ne siano i presupposti, un'"acquisizione" di partecipazioni rilevanti ai fini della normativa *golden power*, quindi, potrebbe scattare l'obbligo di notifica in virtù però di una diversa fattispecie.

Differente potrebbe allora sembrare, come sottolineato anche dal Consiglio di Stato, il caso in cui la regolazione della garanzia riconosca i diritti di voto e gli altri diritti amministrativi in capo al creditore pignoratizio *ab origine* o per rinegoziazione del patto.

Tuttavia, a parere di chi scrive[169], vale osservare/ribadire che:

a) il creditore pignoratizio dovrebbe pur sempre esercitare il diritto di voto nell'interesse sociale o comunque senza arrecare pregiudizio all'interesse del socio[170];

b) le quote o le azioni non dovrebbero considerarsi attivi strategici in ossequio al principio di legalità e il fatto che sono beni di secondo grado non significa che siano attivi strategici in senso tecnico;

c) difficilmente poi la partecipazione a garanzia è nella titolarità della società e dunque l'operazione di concessione della garanzia, di norma, non è fatta dall'ente titolare degli attivi strategici ma dai suoi soci, sicché potrebbe al più rilevare la fattispecie dell'acquisto ove se ne integrino i presupposti (cfr. art. 2, comma 5, cit.)[171].

---

166 Sul tema si v. G. URBANO, *La legge "oscura" e il potere amministrativo*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2024, p. 623 ss.

167 Sull'assenza di una puntuale definizione degli *asset* strategici e sui conseguenti rischi si veda C. SERENI LUCARELLI, *L'esercizio dei golden powers: criticità attuali e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2023, p. 1011 ss.

168 Cfr. E. DE CHIARA - A. RICCIARDI, *op. cit.*, p. 83.

169 Sia consentito ancora il rinvio a E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 137 ss., nt. 165 e 166; E. DE CHIARA - A. RICCIARDI, *op. cit.*, p. 82 ss.

170 Cfr. M. SCIUTO - R. COLAIORI, *La partecipazione al rapporto*, cit., p. 347. In tema anche M. SPIOTTA, *Pegno, usufrutto, sequestro*, in *Trattato delle società* diretto da V. Donativi, Utet, Milano, 2022, p. 640, ove si specifica però che il creditore non è un mero *nuncius* della volontà altrui.

171 «L'acquisto *a qualsiasi titolo* da parte di un soggetto esterno all'Unione europea di *partecipazioni* in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi del comma 1 nonché di quelli di cui al comma 1-ter, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto

Proviamo però ad approfondire questi ultimi punti.

Orbene, proprio perché, salvo ipotesi eccezionali, le partecipazioni della società che detiene attivi strategici, di norma, non sono nella titolarità della stessa società ma di terzi, non si comprende, di talché, come possa venire in rilievo la fattispecie della delibera, dell'atto o dell'operazione della società titolare di attivi strategici (cfr. art. 2, comma 2-*bis*, cit.), a fronte della costituzione o estensione di un pegno su partecipazioni di altri soggetti. Simili argomenti sembrano reggere anche nei casi in cui la garanzia sia connessa ad una delibera della società, titolare di attivi strategici, di emissione di obbligazioni e quindi ove il pegno sia strumentale a garantire la restituzione del debito. Il che priva di pregio l'assimilazione tra partecipazioni ed attivi strategici presente nella sentenza del Cds.

Nella sentenza del Cds, tuttavia, si continua poi valorizzando che l'integrazione dell'obbligo di notifica potrebbe verificarsi solo nel caso in cui non vi sia la permanenza dei diritti di amministrativi in capo al titolare della partecipazione. Ciò sembrerebbe poter/dover implicare che:

a) per un verso si richieda una deroga non solo alla previsione di *default* di cui al comma 1 dell'art. 2352 c.c. che regola la spettanza dei diritti di voto, ma anche a quella di cui all'ultimo comma del medesimo articolo che disciplina la spettanza degli ulteriori diritti amministrativi;

b) in assenza di deroga al regime legale, determinandosi un mutamento nella disponibilità, giuridica oltre che di fatto, degli attivi non possa mettersi in discussione l'insorgenza dell'obbligo di notifica.

Tuttavia, vale osservare come:

1) le prerogative del creditore pignoratizio di incidenza sulla società e gli attivi, anche in ipotesi di sola deroga all'art. 2352, comma 1, c.c., sono tuttavia tendenzialmente di mero ripristino della legalità violata o patrimoniali;

2) solo per la fattispecie della delibera, atti od operazioni, adottate da un'impresa che detiene uno o più degli attivi rilevanti, parrebbe dover rilevare l'effetto di modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità dei predetti attivi, non per quella relativa agli acquisti.

Ordunque, nel silenzio della normativa, si potrebbe affermare che la costituzione di pegno su partecipazioni societarie non dovrebbe essere soggetta all'obbligo di notifica, infatti, sebbene tale situazione possa determinare un incidenza ed un condizionamento dell'operatività dell'impresa, non vertendo su attivi strategici non dovrebbe potersi assumere come rilevante almeno ai fini della fattispecie delle "delibere, atti ed operazioni", parzialmente diverso potrebbe essere il discorso per la fattispecie degli "acquisti/acquisizioni"[172]. Tuttavia, per il vero, appare pur sempre possibile dubitare della stessa

legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è notificato, ove possibile congiuntamente alla società le cui partecipazioni sono oggetto dell'acquisto, entro dieci giorni alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, unitamente ad ogni informazione utile alla descrizione generale del progetto di acquisizione, dell'acquirente e del suo ambito di operatività. Nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e *finanziario, ivi incluso quello creditizio* e assicurativo, sono soggetti all'obbligo di notifica di cui al primo periodo *anche* gli acquisti, *a qualsiasi titolo*, di *partecipazioni* da parte di *soggetti appartenenti all'Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia*, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58».

[172] Potrebbero rientrare nel concetto di acquisto di partecipazioni, specie a voler valorizzare "a qualsiasi titolo", il pegno su partecipazioni. Secondo la tesi prevalente in dottrina, pur nel silenzio della legge, si ritengono per lo più notificabili anche la costituzione di pegno su partecipazioni o strumenti finanziari partecipativi di società titolari di attivi strategici e/o operative in settori strategici, salvo l'ipotesi in cui i diritti di voto permangano in capo al socio. Taluni specificano che ciò, comunque, dovrebbe valere solo ove il pegno si appunti sul pacchetto di maggioranza, mentre ove riguardi quello di minoranza non ci sarebbe comunque bisogno di notifica non producendosi in tesi una modifica della *governance*. Altri richiedono la deroga anche rispetto all'esercizio degli altri diritti, specie amministrativi. Sul punto per l'esame delle tesi dottrinali, parzialmente diversificate, si rinvia ad: A. TRISCORNIA, Golden power*: un difficile connubio tra alta amministrazione*

riconducibilità della "costituzione" di un diritto di garanzia all'interno della dizione di "acquisto di partecipazioni in società"[173], sicché si potrebbe perfino disconoscere "a monte" la stessa soggezione a notifica pur in presenza dei diritti di voto. Ciò potrebbe del resto essere coerente con l'irrilevanza, almeno in via diretta, dell'effetto di modifica della titolarità, del controllo o della disponibilità sugli attivi strategici nella fattispecie dell'acquisto, per la quale assume invece rilievo, ai fini della notifica, l'acquisizione di una certa partecipazione. Un simile ragionamento deve però coordinarsi con il fatto che l'acquisto parrebbe integrare i presupposti di rilevanza della partecipazione solo ove assicuri il controllo societario[174] e ciò, si badi bene, indipendentemente dal titolo. Sicché la risoluzione della questione esegetica è in larga parte dipendente dall'approccio, più o meno sostanzialistico o viceversa formalistico, che si adotta. In disparte però dalla condivisibilità degli assunti e dunque della impostazione preferita, resta pur sempre fermo che in ipotesi di escussione della garanzia per inadempimento parrebbe realizzarsi in ogni caso un acquisto da notificare, tanto se la regolamentazione pattizia del pegno fosse in deroga al regime legale, quanto nel caso opposto.

Infine, in relazione al caso di specie, vale considerare come l'esercizio dei poteri speciali dovrebbe avere ad oggetto soltanto l'operazione notificata e gli assetti, non elementi del tutto avulsi, quali la sostenibilità del nuovo debito assunto o la destinazione delle risorse raccolte attraverso l'emissione del prestito obbligazionario. I poteri speciali, esercitati in tal guisa, parrebbero realizzare più che una conformazione[175], una vera e propria sorta di funzionalizzazione dell'interesse dei privati a quello pubblico, riproponendo un ingiustificato ritorno a dinamiche dirigistiche[176]. Il che parrebbe comprovare plasticamente, ancora una volta, come le prescrizioni, gli impegni e le condizioni siano, forse paradossalmente, potenzialmente persino più incidenti sull'autonomia privata del veto e dell'opposizione.

6. SIMILITUDINI E DIFFERENZA TRA LE VICENDE.

Chiusa la disamina dei due casi è opportuno provare a tirare le fila del discorso attraverso un confronto sistematico che consenta di evidenziare tanto i tratti comuni quanto le difformità strutturali presenti nelle controversie esaminate.

Sul piano delle similitudini, il tratto unificante che accomuna entrambi i casi analizzati è l'impiego, in ambito finanziario, del *golden power* non come presidio passivo di sicurezza, ma come strumento attivo di politica industriale: nel

e diritto societario, in *Riv. soc.*, 2019, p. 760 ss.; V. DONATIVI, Golden powers, cit., p. 65 ss.; ID., *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 146; F. RIGANTI, *I Golden Powers italiani tra «vecchie» privatizzazioni e «nuova» disciplina emergenziale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, p. 890 ss.; M. MEROLA - F. MACCHI, *La costituzione di diritti di garanzia e obblighi di notifica golden power tra teoria e prassi applicativa*, in *PA Pers. Amm.*, 2022, p. 702 ss.; G. DIBATTISTA, *op. cit.,* p. 671.

[173] In tema E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 105. Sul punto, vale osservare, come una parte della dottrina, tenda ad assimilare a vicenda *latu sensu* traslative anche la costituzione di diritti reali o frazionari o di vincoli sulle partecipazioni, in tal senso S. GATTI, sub *art. 2352 c.c.*, in *Commentario Romano al nuovo diritto delle società* diretto da F. d'Alessandro, vol II-Tomo I, Cedam, Padova, 2010, p. 279.

[174] Sul punto per un esame delle diverse tesi in relazione ai rinvii all'art. 2359 c.c. e al TUF si veda V. DONATIVI, *Gli obblighi di notifica*, cit., p. 149 ss.; G. SERAFIN, Golden power*: vecchi problemi e nuovi temi societari*, cit., p. 1035 ss.; E. DE CHIARA, *op. cit.*, p. 107 ss.

[175] Sul punto, utilizzando la dizione «conformazione del potere dell'impresa», si v. pure B.G. MATTARELLA, *Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa,* cit., p. 97.

[176] Cfr. L. PICOTTI, *Cedacri, Tar e Golden Power: quali insegnamenti trarre?*, 1° luglio 2024, disponibile all'indirizzo *https://www.osservatoriogoldenpower.eu*, ove l'A. sottolinea come la vicenda si collochi «nella cornice di un paternalismo dirigista veicolato tramite le specifiche condizioni dei poteri speciali, con il Tar che nel dare ragione all'Amministrazione suggerisce quasi, indirettamente, come si deve gestire una società». Sul superamento degli approcci del passato si v. pure S. AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pacini giuridica, Pisa, 2018, p. 35 ss.; F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 316.

caso Cedacri, per vincolare la destinazione delle risorse raccolte al fine di orientarle verso obiettivi eterodeterminati; nel caso UniCredit-Banco BPM, per condizionare, attraverso l'imposizione di gravose prescrizioni operative pluriennali, la strutturazione del mercato creditizio nazionale e il comportamento dell'offerente. In entrambi i casi, in altri termini, le prescrizioni e le condizioni imposte dal Governo hanno tradotto il potere speciale in uno strumento di vera e propria funzionalizzazione dell'impresa: da una parte, tradendo la natura ontologicamente conformativa dei *golden power*; dall'altra, rafforzando la discutibile tendenza applicativa di tipo sostanzialistico.

Le differenze strutturali tra le due vicende sono tuttavia profonde e meritano di essere analizzate.

In primo luogo, il caso Cedacri riguardava una operazione, non soggetta a notifica e tantomeno ad esercizio del potere speciale, sebbene inerente ad un ente fornitore di servizi ICT al settore finanziario, titolare di infrastrutture tecnologiche funzionali anche all'industria creditizia, dunque facilmente sussumibile nell'alveo della strategicità. In tal caso l'esecutivo ha tentato di colmare un "vuoto" normativo. La vicenda UniCredit-Banco BPM, al contrario, riguardava un'OPS tra due grandi banche sistemiche italiane, già sottoposte a una fitta rete di controlli prudenziali e ad una valutazione *antitrust* della Commissione. Qui il *golden power* non si è innestato su un vuoto regolatorio, ma si è sovrapposto contraddicendo in parte il sistema di vigilanza già articolato sulla base di precise ripartizioni di competenza.

In secondo luogo, nel caso Cedacri non vi è stato alcun intervento delle istituzioni europee: l'operazione non aveva rilevanza ai sensi del Regolamento concentrazioni, né interferiva con competenze esclusive della BCE. Nella vicenda UniCredit-Banco BPM, invece, l'intervento europeo è stato duplice e particolarmente incisivo. Proprio per questo motivo, il caso ha fatto emergere criticità strutturali della disciplina nazionale che trascendono il caso specifico.

In terzo luogo, nel caso UniCredit-Banco BPM, il TAR Lazio ha esercitato un controllo di una certa intensità, scrutinando le singole prescrizioni nel loro contenuto, nella loro durata, nel loro collegamento con la *ratio* di sicurezza dichiarata ed annullandone alcune per difetto di motivazione e sproporzione. Viceversa, nella vicenda Cedacri, il Consiglio di Stato, con un ragionamento rispettoso del principio di tipicità e legalità, ha annullato il provvedimento contestato per difetto del presupposto. In entrambi i casi, dunque, il sindacato giurisdizionale ha prodotto un esito almeno parzialmente favorevole ai ricorrenti sebbene attraverso percorsi argomentativi assai diversi: nel primo, per mezzo di un controllo sulle prescrizioni in termini di proporzionalità e di motivazione; nel secondo, per il tramite di un vaglio di legittimità sui presupposti della notifica ed esercizio del potere.

Questi dati comparativi evidenziano una tensione sistematica di fondo: lo stesso strumento, anche all'interno del medesimo comparto, produce effetti, vincoli e reazioni istituzionali radicalmente diversi a seconda della natura dell'operazione, della presenza di competenze europee interferenti e della concreta modalità con cui il potere viene esercitato e ciò parrebbe avvalorare la tesi della natura "*liquida*" e proteiforme dei poteri speciali.

8. RIFLESSIONI DI SINTESI.

Alla luce di quanto sopra ricostruito – in buona parte frutto di mutamenti geopolitici[177] e delle multiformi recenti

[177] Sul punto anche L. PRESUTTI, *Il golden power tra eccezionalità e normalità: analisi istituzionale e comparata di uno strumento strategico*, in *I Battelli del Reno*, 2025, p. 7, ove si parla di geopolitica della protezione; L. LOCCI, *Modern protectionism in a globalized world*, in questa *Rivista*, n. 2, 2025, p. 64 ss.

crisi[178] che rendono alquanto ambiguo, non solo in Italia[179], il ruolo dello Stato[180] – i principali elementi di incertezza intorno a cui hanno ruotato le vicende sopra descritte parrebbero rappresentati: a) dalla possibilità di sussumere la sicurezza economica (anche nazionale) all'interno della pubblica sicurezza; b) dalla legittimità della normativa nazionale volta ad estendere i *golden power* anche alle acquisizioni/operazioni *intra*-Ue, perfino meramente domestiche, in ambito bancario[181]; c) dall'approccio esegetico sostanzialistico.

Quanto al primo punto vale tuttavia osservare che probabilmente non vi erano ostacoli insormontabili a configurare la sicurezza economica[182] come declinazione della sicurezza nazionale[183] e/o della sicurezza pubblica. La Corte di giustizia, infatti, ha negato solo che motivi meramente economici possano invocarsi per limitare le libertà fondamentali garantite dai Trattati. Lo stesso trattamento non dovrebbe valere dunque per motivi di ordine economico strumentali ad obiettivi di interesse generale[184], almeno ove si aderisca alle tesi più moderne secondo le quali non solo ragioni *extra*-economiche possono essere utilizzate per le limitazioni alle sopramenzionate libertà ed alla concorrenza.

Rispetto alla legittimità della normativa nazionale volta ad estendere i *golden power* anche alle acquisizioni *intra*-nazionali in ambito bancario, almeno a parere di chi scrive, andrebbe considerato che l'ampliamento soggettivo in esame potrebbe comportare un tradimento della funzione ultima dei poteri speciali, non tanto perché riferito ad ambiti diversi dai settori

---

178 In relazione alla crisi pandemica D. ROSSANO - A. SACCO GINEVRI, Governance *sanitaria e golden power*, in questa *Rivista*, n. 2, 2025, p. 29 ss.

179 Cfr. L. SCIPIONE, *Il ruolo ambiguo dello Stato tra* Golden power *e* golden silence. *Implicazioni giuridiche ed istituzionali del risiko bancario*, in *Riv. Dir. Risp.*, n. 3, 2025, p. 5 ss., ove si analizzano anche le varie vicende, non solo nazionali, riconducibili alla dizione «risiko bancario». Si pensi alle vicende: 1) MPS - Mediobanca; 2) UniCredit - Commerzbank; 3) BPCE - Novobanco; 4) BBVA - Banco Sabadell.

180 Sulla antica convivenza del diritto commerciale e del diritto amministrativo, ed oggi anche del diritto dell'economica, si vedano le riflessioni di M. LIBERTINI, *Diritto amministrativo e diritto commerciale*, in *Attraversare i confini del diritto. Giornata di studi dedicata a Sabino Cassese*, a cura di L. Torchia, il Mulino, Bologna, 2016, p. 221 ss.

181 Sul punto si vedano le argute riflessioni di F. PETROSINO, *L'ampliamento dell'ambito soggettivo: operazioni domestiche, controllo di fatto e nozione funzionale di "investitore estero"*, in *Dialoghi dir. econ.*, suppl. 2025, p. 122 ss., ove si afferma anche che: "L'estensione della misura governativa può essere compresa dunque anche nel complesso di un'operazione nazionale, ma solo quando la potenziale controllante "domestica" risulti partecipata da azionisti stranieri capaci di condizionarne l'organizzazione interna e le strategie d'impresa".

182 In tema si rinvia a D. GALLO, *Investimenti esteri diretti e* golden power*, oggi,* in *Ue e diritti*, n. 3, 2025, p. 8 ss., ove si riconosce come oggi la nozione di sicurezza economica non sia più un ossimoro. Oggi la sicurezza economica è dunque perfino un valore ed una finalità dell'ordinamento unionale.

183 In tema l'art. 4, par. 2. TUE, riconosce, come noto, la sicurezza nazionale tra le competenze esclusive di ciascun Stato membro. Si considerino poi le riflessioni di L. PICOTTI, *La sicurezza economica come parte della sicurezza nazionale: Tar, UniCredit, Golden Power*, cit., *passim*, secondo cui dalla pronuncia si trae, tra le altre cose, l'idea che la sicurezza economica è ormai parte integrante della sicurezza nazionale consentendo interventi volti alla tutela del risparmio nazionale e degli impieghi a favore delle imprese e delle famiglie nazionali. Sulla rilevanza della sicurezza economica anche B. ARGIOLAS, Ratio *dell'istituto e sua evoluzione normativa*, in *La disciplina del golden power*, cit, p. 61 ss.

184 In tal senso pare porsi D. GALLO, *Sovranità (Europea?) e controllo degli investimenti esteri*, in AISDUE, IV (2022), p. 208 ss., ove si afferma anche che: «[l]a stabilità finanziaria, cioè, è finalità di natura economica intermedia e strumentale all'obiettivo ultimo di garantire che servizi essenziali erogati dagli istituti finanziari italiani possano essere adeguatamente prestati a favore della collettività. Una commistione, quella tra obiettivi intermedi di carattere economico e obiettivi finali di carattere extraeconomico, naturalmente portata a verificarsi in tutti quei settori, il cui buon funzionamento rappresenta una precondizione per l'accesso, da parte di persone fisiche e giuridiche, a una varietà di servizi d'interesse generale. Va da sé, pertanto, che il concetto di stabilità finanziaria non può essere interpretato dalle autorità nazionali nel senso di rendere tale stabilità funzionale all'obiettivo ultimo di "sostenere il sistema economico", come invece, perlomeno in Italia, alcuni parrebbero assumere. Al contrario, la stabilità finanziaria è finalità connessa con le attività svolte dalle banche, intese quali "fonte essenziale di finanziamento per le imprese attive nei diversi mercati».

della difesa e sicurezza nazionale, ma per l'individuazione, nel settore finanziario[185], tra i beni e rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale, non solo delle infrastrutture e delle tecnologie critiche, ma pure *tout court* delle imprese (*rectius*: delle attività economiche) finanziarie creditizie ed assicurative, sebbene al superamento di determinate soglie (non particolarmente elevate almeno per l'ambito bancario). Tale delicata condizione sembra poi acuita dal fatto che la disciplina dei poteri speciali nei settori finanziari non appare limitata alle sole acquisizioni ma si estende perfino alle delibere, atti ed operazioni rilevanti (come comprova incidentalmente la vicenda Cedacri). Siffatte constatazioni rendono evidenti le difficoltà connesse alla potenziale sovrapposizione con poteri di altre autorità[186], di talché sarebbe stato quantomeno necessaria una definizione di più puntuali regole di coordinamento[187] ed una più precisa delimitazione delle funzioni[188] e delle condizioni d'esercizio in settori vigilati[189], onde superare le ambiguità letterali[190] e dar maggior sostanza al principio di sussidiarietà/residualità[191]. Simili ritocchi, garantendo maggiormente dal pericolo di sovrapposizione o riedizione di funzioni delle autorità indipendenti[192], avrebbero reso probabilmente l'ordito normativo nazionale più coerente con il sistema unionale, permettendo – nell'ottica dell'*extrema ratio* – di poter meglio sfruttare la "clausola di salvaguardia" legata alla sussistenza di interessi non meramente economici anche nazionali, eventualmente persino in ragione dei controlimiti[193].

---

185 Sul punto si veda F. VELLA, *Il fascino discreto del golden power all'italiana*, cit., ove si afferma che: «Il fatto che vengano adesso utilizzati non per garantire l'"italianità", ma per orientare quella più consona ai desiderata governativi (in altre parole, ci sono italiani meno italiani degli altri) getta una luce sinistra sulla evoluzione dei nostri mercati».

186 Tali problemi sono evidenziati, tra gli altri, anche da P. SAVONA, *Discorso del presidente al mercato finanziario*, *Incontro annuale per il mercato finanziario. Relazione per l'anno 2024*, Milano, 20 giugno 2025, p. 12, disponibile all'indirizzo *https://www.astrid-online.it/static/upload/disc/discorso-savona_20_06_25.pdf*, ove si afferma pure che: «In Italia aumentano le richieste di tali interventi rivolte al Governo, affrontando le incertezze applicative di una normativa ufficialmente introdotta come *extra-ordinem*, diventata *multi-purpose*, sotto la spinta della nuova fase geopolitica di una caduta di dialogo tra Stati».

187 In tema, A. CHILOIRO, *Interessi pericolosi nel gioco dell'Opa*, 09.12.2025, in *Lavoce.info*, ove si parla di labirinto di competenze.

188 In tal senso si veda pure A. MAGLIARI, *Il golden power tra ampliamento del campo di applicazione e rarefazione del presupposto funzionale. La sicurezza economica come sicurezza nazionale?*, in *Dialoghi dir. econ.*, suppl. 2025, p. 11.

189 Sul tema si veda l'art. 2, comma 6, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, ove per gli acquisti non ci si limita – come nell'art. 2, comma 3, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, dedicato alle delibere, atti ed operazioni – a richiamare le già indeterminate minacce di grave pregiudizio per gli interessi pubblici relativi alla sicurezza, al funzionamento delle reti e degli impianti ed alla continuità degli approvvigionamenti, ma si aggiunge il ben più generico riferimento al pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico. Non si conviene con quanti allora ritengono assorbita l'utilità dei *golden powers* poiché dovrebbe essere escluso a priori che una concentrazione autorizzata sul piano prudenziale possa mettere a rischio il sistema dei pagamenti, il funzionamento di ogni altra rete interbancaria o la stabilità del sistema per contrazione rilevante dell'offerta del credito (specie a considerare anche il vaglio *antitrust* che potrebbe imporre la dismissione di sportelli). Per superare la tesi è allora forse sufficiente richiamare l'art. 4, par. 1, lett. a) del Reg. 19 marzo 2019 n. 452 (in tema di controllo IDE esteso al settore finanziario) ed il relativo considerando 37 (ove sono fatte salve le valutazioni prudenziali sulle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario per diversità di obiettivi), anche se, come noto, tali disposizioni sono limitate agli investimenti esteri diretti e non a quelli intra-Ue e nazionali.

190 Cfr. l'art. 2, comma 5, del d.l. 15 marzo 2012, n. 21, ove da un lato si estende anche all'acquisto da parte di soggetto UE e persino nazionale, dall'altro, però come condizione di notifica si richiede l'insediamento stabile in ragione del controllo.

191 L'eccezionalità ha da sempre caratterizzato i *golden power*, specie in ambito bancario, sul punto da ultimo anche L. BOGGIO, Golden powers, cit., p. 663 ss.

192 Si pensi, da un lato, all'art. 4, par. 1, SSMR (in tema di competenze esclusive della BCE) ma, dall'altro, all'art. 23, par. 3, CRD (ove si esclude, se non si fraintende, per le sole Autorità competenti, la possibilità di esaminare il progetto di acquisizione sotto il profilo delle necessità economiche di mercato).

193 In tema, L. BOGGIO, Golden powers, cit., p. 679 ss., ove si afferma, se non si fraintende, che gli interessi fondamentali della collettività – che giustificano, per fini non puramente economici, la possibilità di invocare l'ordine pubblico o la pubblica sicurezza – rispetto al settore bancario devono intendersi come quelli della "collettività europea",

A prescindere dalla condivisione di tali assunti, maggiormente opportuna sarebbe stata una riscrittura totale del compendio normativo[194] non solo per renderlo maggiormente compatibile con la normativa unionale[195] – eventualmente ridimensionando i profili soggettivi e oggettivi rilevanti nei settori finanziari, nonché realizzando un miglior coordinamento, non meramente procedurale, di poteri e funzioni, scongiurando così il pericolo di usi dirigistici[196] – ma proprio per assicurare una maggior fruibilità del testo, il quale, in virtù delle molteplici interpolazioni, ha perso di coerenza logica e sistematica, risultando di difficile intellegibilità. Il che ha del resto aggravato le incertezze applicative e, di conseguenza, amplificato l'area delle notifiche meramente difensive. Inoltre, un nuovo compendio normativo, specie nelle forme del T.U., avrebbe potuto porre rimedio alla tendenza sostanzialistica ed antiformalistica espressa dalla prassi ed in parte legittimata dalla giurisprudenza.

Non sembra sia tuttavia questa, al momento, la direzione intrapresa dal Governo. Lo dimostra appunto la recentissima novella alla normativa dei poteri speciali che, come già rilevato[197], da un lato, ha introdotto un esplicito riferimento[198] alla sicurezza economica e finanziaria nazionale tra i criteri di esercizio dei *golden power*[199], nonché parzialmente chiarito[200] la portata del principio di sussidiarietà o *extrema ratio* (la cui dimensione precettiva, come già osservato, resta comunque

sicché gli Stati membri possono ricorrere ai *golden power* ma le restrizioni devono essere giustificate da interessi strategici nazionali che devono superare il vaglio di prevalenza rispetto a quelli unionali, ipotesi che sarebbe ravvisabile in tale ottica solo allorquando siano messi a rischio interessi nazionali per i quali sono invocabili i c.d. controlimiti costituzionali. In tema di potere speciale come controlimite si vedano anche le riflessioni di R. RIGHI, *L'esercizio del golden power come "controlimite*?" (nota a TAR Lazio Sez. I sentenza 12 luglio 2025 n. 13748), in *Giust. Amm*., 2025.

194 Si condivide la proposta volta di dar vita ad un T.U. Sul punto si rinvia a OSSERVATORIO GOLDEN POWER, *Documento programmatico. Proposte di revisione della normativa in materia di poteri speciali*, 2025, p. 12, disponibile all'indirizzo *https://www.osservatoriogoldenpower.eu/wp-content/uploads/Documento-Programmatico-Golden-Power-2025-A4.pdf*. Sulla necessità di una riforma organica L. PICOTTI, *Alcune note sul nuovo Golden power (e un altro intervento emergenziale)*, 2 febbraio 2026, disponibile all'indirizzo *https://www.osservatoriogoldenpower.eu*.

195 Anche al fine di non creare ostacoli alla consolidazione bancaria a livello unionale. Sul punto, per i benefici, si v. M. LAMANDINI – A. THOMADAKIS, *One market, One Vision. How Interstate Consolidation Can Transform Europe's Bnaking Landscape*, in *Journal of Financial Regulation*, 2025, 11, 130 ss.

196 Sul pericolo che il potere possa tradursi in una surrettizia configurazione di un potere dirigistico, si veda G. MONTEDORO, *Il Golden power fra globalizzazione e deglobalizzazione, negli orientamenti della Commissione e della giurisprudenza del Consiglio di Stato e dei giudici amministrativi,* cit., p. 73; D. ROSSANO - M. PIGNATTI, *Golden power e controllo sugli investimenti esteri diretti: verso un sistema europeo di screening coordinato*, cit., p. 100, ove di sottolinea il pericolo di utilizzo dei poteri speciali come strumento di indirizzo politico più che come tutela strategica.

197 *Supra*, § 2.

198 Nell'art. 2 al comma 7, lettera b-bis) le parole: «anche il pericolo per la sicurezza o per l'ordine pubblico» sono sostituite dalle seguenti: «anche la sussistenza di pericoli per l'ordine pubblico o la sicurezza pubblica, ivi inclusa la sicurezza economica e finanziaria nazionale, nella misura in cui la protezione degli interessi essenziali dello Stato non sia adeguatamente garantita dalla sussistenza di una specifica regolamentazione di settore ai sensi del comma 3».

199 Si consideri che parte della dottrina ritiene d'altronde che: "Le valutazioni parallele, svolte dalla Commissione europea per la disciplina sulle concentrazioni, dalla BCE per la stabilità del settore bancario, dalle autorità nazionali per le comunicazioni per il pluralismo dell'informazione, non incidono sulla valutazione del governo, il cui parametro di legittimità – la sicurezza nazionale – è indipendente. Il provvedimento del governo è legittimo, o illegittimo. Ma la sua eventuale illegittimità non deriva dalla sua conformità alla disciplina sulle concentrazioni, o sulla stabilità, nel settore bancario, o sulle posizioni dominanti, nel settore delle comunicazioni elettroniche; deriva piuttosto esclusivamente dalla sua conformità – in diritto e nella sua applicazione – alla disciplina nazionale in deroga.". Cfr. F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 195.

200 L'estensione a tutte le fattispecie di cui all'art. 2, almeno espressamente, pare limitata al veto. Sul tema però vedasi *Supra*, § 4.

limitata ai residuali casi di identica funzione[201]); dall'altro lato[202], ha previsto una forma di coordinamento meramente procedurale volta ad impedire l'esercizio del potere nazionale prima della conclusione dei procedimenti pendenti dinanzi alle Autorità dell'Unione europea.

I limiti della novella, pertanto, parrebbero essere molteplici:

1. il coordinamento meramente procedurale potrebbe essere inteso in senso molto circoscritto, cioè riferito solo al settore finanziario e ad ipotesi di rapporto con le Autorità unionali e non nazionali[203];
2. il margine funzionale delle valutazioni rimesse al Governo non è stato definito in modo puntuale, né in senso positivo né in senso negativo[204]. Non è stata infatti individuata, almeno *apertis verbis*, un'area riservata alle Autorità nelle valutazioni prudenziali e concorrenziali. Una simile riserva di competenza, in coerenza con la prospettiva unionale, avrebbe potuto invece costituire un'importante innovazione nella delimitazione dei relativi ambiti applicativi[205], poiché – indipendentemente dal principio di sussidiarietà – avrebbe definitivamente confermato l'esclusione *tout court* dell'intervento governativo su tali profili;
3. la fattispecie materiale oggetto di vaglio governativo è sostanzialmente la stessa del "giudizio" delle autorità, sicché la diversa funzione del potere speciale potrebbe comunque condurre il Governo a valutazioni difformi rispetto a quelle delle autorità. Ciò dovrebbe avvenire nei limiti delle funzioni riservate, tuttavia, il pericolo di nuovi conflitti si potrebbe riproporre in futuro, non escludendosi esplicitamente, almeno avendo riguardo al solo dettato normativo dedicato ai *golden power*, che il Governo possa finanche rivalutare le ragioni di natura prudenziale o

---

[201] In tema vedasi la nota n. 87. Sul tema di recente si veda anche ASSONIME, Circolare 7/2026 - *Modifiche alla disciplina golden power*, 19 marzo 2026, p. 7, rinvenibile su *https://www.assonime.it/*, ove si sottolineano comunque i pericoli del c.d. poliscrutinio amministrativo.

[202] Nell'art. 2 al comma 3, dopo le parole: «normativa nazionale ed europea di settore» sono inserite le seguenti: «ivi inclusa, fermo quanto previsto dal comma 4, quella in materia di valutazione prudenziale delle acquisizioni di partecipazioni qualificate nel settore finanziario nonché in materia di controllo delle concentrazioni tra imprese»; al comma 4 sono aggiunti, in fine, i seguenti periodi: «Nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, qualora la delibera, l'atto o l'operazione siano soggetti anche all'autorizzazione di Autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possono essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali Autorità. In tal caso il termine di cui ai commi 2 e 2-bis per la notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri non decorre fino alla definizione dei suddetti procedimenti»; dopo il comma 6 è inserito il comma «6-bis. Nel settore finanziario, ivi compreso quello creditizio e assicurativo, qualora l'acquisto di cui al comma 5 sia soggetto anche all'autorizzazione di Autorità europee competenti a valutare gli aspetti di carattere prudenziale e concorrenziale, i poteri speciali non possono essere esercitati anteriormente al completamento dei procedimenti pendenti dinanzi a tali Autorità e il termine di cui al comma 5 per la notifica alla Presidenza del Consiglio dei ministri non decorre fino alla definizione dei suddetti procedimenti».

[203] Cfr. L. PICOTTI, *Alcune note sul nuovo Golden Power (e un altro intervento emergenziale)*, cit., *passim,* ove si afferma pure che: "Innanzitutto, tale rilevante modifica procedurale è relativa solo al settore finanziario, con l'effetto di frammentare i diversi casi di notifica ed esercizio dei poteri: ad esempio, una operazione rilevante sopra-soglia a livello antitrust nel settore finanziario vedrà i poteri speciali esercitati solo dopo l'esito dell'istruttoria comunitaria, mentre in un altro settore no; oppure, qualora l'operazione finanziaria sia soggetta alle sole autorizzazioni nazionali procederà in un modo, qualora invece sia soggetta alle autorizzazioni delle autorità europee dovrà sottostare a questa nuova gerarchia procedurale.".

[204] In tema, già prima della riforma, si vedano le riflessioni di R. LENER - R. MAGLIANO, *Il Golden Power nel settore bancario: tra politica industriale, integrazione europea e regolazione prudenziale,* cit., p. 25, ove si affermava che: "La mancanza di un confine chiaro tra gli obiettivi perseguiti dall'autorità governativa attraverso l'applicazione della disciplina Golden Power e gli obiettivi di stabilità finanziaria, perseguiti da BCE e Banca d'Italia, rischia di generare una crescente incertezza per gli operatori di mercato.".

[205] Già prima della riforma sostenevano l'esigenza di un miglior bilanciamento tra potere statale e vigilanza prudenziale, concorrenza e libertà di circolazione, si veda A. SACCO GINEVRI - L. SCIPIONE, *Golden power, mercati finanziari e Unione dei mercati di capitali (CMU)*, in *Dialoghi dir. econ.*, suppl. 2025, p. 55.

concorrenziale[206] qualora ritenga che gli interessi nazionali essenziali (come la sicurezza economica e finanziaria) non siano stati adeguatamente tutelati, a livello unionale, dalla relativa disciplina[207];

4. inoltre, il dovere di *stand still* in esame condurrà ad un ulteriore dilatazione delle tempistiche procedurali, non solo per il *golden power* ma anche, ad esempio, per le offerte pubbliche[208];
5. infine, non si è adottato un nuovo compendio normativo[209] nelle forme del Testo Unico, anzi, al contrario, è stata accentuata la tendenza ad interpolare in modo asistematico l'ordito normativo, rendendo ancora più complessa l'attività di esegesi.

In tal guisa – anche ove l'UE decidesse di ritirare la procedura di infrazione[210] – si sta dunque disattendendo a quanto postulato da ben note massime evangeliche[211] che avvertono non solo della necessità di porre il «vino nuovo in otri nuovi», ma anche di «non mettere un pezzo di stoffa grezza su un vestito vecchio, perché il rattoppo squarcia il vestito e si fa uno strappo peggiore».

Quanto sino ad ora descritto, da un lato, conferma che la teorizzata "fine della storia"[212] sia ben al di là dal venire e

---

[206] In dottrina però si afferma che: "La Commissione europea, di fronte a casi di illegittimità più o meno evidente dei provvedimenti dei governi a protezione degli interessi nazionali, per difetto dei presupposti soggettivi od oggettivi, non potrà applicare – nel caso di acquisizioni – il regolamento sulle concentrazioni e valutare su quel parametro la legittimità dell'intervento dello Stato, che a quella disciplina invece deroga. Né la Commissione potrà far valere un eventuale nulla osta della BCE, nel caso l'operazione comporti un consolidamento nel settore bancario e abbia quindi superato i test sulla stabilità. Questo perché se il provvedimento del governo è legittimo, da un lato, prescinde da considerazioni sulla stabilità, che non potranno far premio sulla sicurezza, e dall'altro deroga al diritto della concorrenza e alle discipline settoriali: è in questo che si giustifica, nella recente modifica della norma italiana sugli investimenti esteri, un perimetro circa la valutazione di una minaccia grave alla sicurezza nazionale – non solo militare, ma anche economica e aggiungerei, in via interpretativa, democratica – più ampio di quello previsto, come eccezione, dall'art. 21, 4°c., del regolamento sulle concentrazioni. Questo, evidentemente, purché il provvedimento del governo che eventualmente condizioni o vieti l'operazione, non sia fondato su un presupposto (concentrazioni, stabilità, posizioni dominanti) già valutato insussistente dalle autorità europee e nazionali competenti.". Cfr. F. BASSAN, *Il coordinamento europeo delle norme nazionali sugli investimenti esteri e il* golden power *italiano*, cit., p. 196.

[207] Sul punto però ASSONIME, Circolare 7/2026 - *Modifiche alla disciplina golden power*, cit., p. 9, ove si afferma che: "Con le modifiche al comma 4 e con la previsione del nuovo comma 6-bis, dell'art. 2, si prevede, da un lato, che il Governo possa intervenire solo successivamente alla chiusura di tali procedimenti presso le autorità europee e, dall'altro, che i termini per la notifica degli acquisti, atti, operazioni o delibere che impattino sulla titolarità, controllo o disponibilità degli asset strategici decorrano dal completamento dei già menzionati procedimenti. L'obiettivo della norma è quello di limitare la discrezionalità del Governo nell'esercizio dei poteri speciali nella misura in cui, intervenendo successivamente alla chiusura dei procedimenti presso la BCE e la Commissione europea, non può non tenere conto del contenuto dei relativi provvedimenti. Lo scopo sembra dunque quello di introdurre dei precisi confini all'intervento del Governo che, per opporsi o porre condizioni a operazioni già autorizzate dalle autorità europee, dovrà motivare in modo stringente le ragioni del proprio intervento, che dovrebbe essere possibile solo sulla base di esigenze di sicurezza nazionale comprovate, conformi all'interpretazione restrittiva che ne viene data ai sensi del diritto europeo, e diverse da quelle già tutelate dalle discipline settoriali e dalle valutazioni delle altre autorità.".

[208] Cfr. L. PICOTTI, *Alcune note sul nuovo Golden Power (e un altro intervento emergenziale)*, cit., *passim,* ove si afferma pure che: "Inoltre, effetto collaterale insito a tale tentativo di riconoscimento formale della priorità del diritto europeo è un allungamento notevole dei tempi, rendendo ancora più complicate le scalate. Pensiamo ad una offerta pubblica in cui l'istruttoria Golden Power potrà essere fatta solo una volta concluse quella prudenziale e concorrenziale europea. Il rischio, già esistente oggi ma che viene così ulteriormente aggravato, è quello per cui l'offerente dovrà decidere se rinunciare alla "condizione GP" senza avere idea di cosa accadrà. Questo anche alla luce del fatto che, ad ora, le autorizzazioni preventive che la Consob deve attendere prima di approvare il documento d'offerta sono solo quelle bancarie e assicurative, mentre non lo sono quella Antitrust e soprattutto Golden Power.".

[209] Cfr. ASSONIME, Circolare 7/2026 - *Modifiche alla disciplina golden power*, cit., p. 18.

[210] In tal senso si esprimono alcune testate, cfr. R. SOMMELLA, *Golden power, Italia graziata. Le prossime mosse di Unicredit*, 8 gennaio 2026, rinvenibile su *milanofinanza.it*.

[211] Cfr. MATTEO, 9, 16-17.

[212] F. FUKUYAMA, *The End of History and the Last Man*, New York, 1992.

che il diritto resta un fenomeno storico-relativo, dall'altro, rende lecito domandarsi se non si stia inverando quella "profezia", ormai molto diffusa, frutto probabilmente di una parafrasi del pensiero di Gramsci[213], secondo la quale: «Il vecchio mondo sta morendo. Quello nuovo tarda a comparire. E in questo chiaroscuro nascono i mostri»[214].

[213] La frase originale di A. GRAMSCI, *Quaderni dal Carcere*, Q3, § 34, Einaudi, Torino, 1975, p. 111, è la seguente: «La crisi consiste appunto nel fatto che il vecchio muore e il nuovo non può nascere: in questo interregno si verificano i fenomeni morbosi più svariati».

[214] In tema anche S. ŽIŽEK, *How the left misread Gramsci. We are living in the Italian marxsist thinker's interregnum*, 26 novembre 2025, in *www.newstatesman.com*, ove l'A. ribadisce che di aver parafrasato il pensiero di Gramsci, con la seguente formula: «The old world is dying, and the new world struggles to be born: now is the time of monsters».

Ai sensi di quanto previsto dal *Regolamento per la classificazione delle riviste* nelle aree CUN 8a, 10, 11a, 12, 13 e 14 (approvato con delibera del Consiglio Direttivo n. 306 del 21/12/2023) si segnala che il fascicolo è stato ultimato l'11 giugno 2026.