

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - V. LEMMA  
M. PELLEGRINI - A. SACCO GINEVRI - M. SEPE  
V. TROIANO - A.F. URICCHIO

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

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

## *Comitato di Direzione*

M. Andenas - F. Capriglione - V. Lemma - M. Pellegrini - A. Sacco Ginevri - M. Sepe - V. Troiano -  
A.F. Uricchio

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

F. Affinito - G. Alfano - N. Casalino

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

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

## COMITATO SCIENTIFICO

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

### REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

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

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

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

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

### I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

G. Desiderio - L. Di Donna - S. Landini - A. Mauro

A. Minto - G. Pistocchi - I. Sabbatelli - D. Siclari

## **PARTE PRIMA**

### **ARTICOLI**

MARCO SEPE – *La declinazione nazionale della Capital Markets Union nella riforma della disciplina dei mercati del Tuf* (The National Declension of the Capital Markets Union in the Reform of the TUF's Markets Regulation).....301

SANDRO AMOROSINO – *Note in tema di diritto dell'economia e scienza giuridica* (Notes on Economic Law and Legal Science).....322

ANDREA MIGLIONICO – *I limiti applicativi della digitalizzazione nell'industria finanziaria* (The application limits of digitalization in the financial industry).....335

### **VARIETÁ**

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Ricordo di Guido Alpa* (In memory of Guido Alpa).....358

## **PARTE SECONDA**

### **NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA**

ELISABETTA COLOMBO – *La trasformazione del credito da chirografario a ipotecario: indicazioni giurisprudenziali e vigilanza prudenziale* (The conversion of unsecured credit into asset-backed credit: case law developments and prudential supervision) nota all'ordinanza della Corte di Cassazione, 16 marzo 2025, n. 7013.....144

PARTE PRIMA

ARTICOLI

## LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF \*

*(The National Declension of the Capital Markets Union  
in the Reform of the TUF's Market Regulation)*

**ABSTRACT:** *Il lavoro ripercorre gli sviluppi della Capital Markets Union, successivamente evolutasi nella Savings and Investments Union e la loro attuazione nell'ordinamento nazionale mediante la delega contenuta nella c.d. "Legge Capitali" (legge n. 21/2024) e il decreto legislativo in corso di emanazione, con specifico riferimento alla disciplina in tema di mercati, restando sullo sfondo quella relativa agli intermediari e agli emittenti.*

*The paper traces the developments of the Capital Markets Union, which subsequently evolved into the Savings and Investments Union, and their implementation in national law through the delegation contained in the so-called "Capital Law" (Law no. 21/2024) and the legislative decree currently being issued, with specific reference to the regulations on markets, while keeping in the background those relating to intermediaries and issuers.*

**SOMMARIO:** 1. La Capital Markets Union e il Rapporto Draghi sul finanziamento degli investimenti - 2. Dalla Capital Markets Union (CMU) alla Saving and Investments Union (SIU) - 3. L'ordinamento italiano alla luce della CMU e della SIU: il Libro Verde e la Legge Capitali - 4 L'attuazione della delega recata dalla Legge Capitali con riguardo alla disciplina dei mercati - 5. Alcune considerazioni conclusive.

---

\* Contributo approvato dai revisori.

\*\* Il presente lavoro costituisce la rielaborazione dell'intervento tenuto nel Convegno di Venezia 8-9 maggio 2025 "L'ordinamento finanziario verso il mercato unico dei capitali per le imprese, gli intermediari, i mercati e le autorità di vigilanza", con i dovuti aggiornamenti e l'aggiunta delle note.

1. L'Unione Europea del Mercato dei Capitali (Capital Markets Union – CMU) è questione ormai quasi ventennale, considerato che in tale prospettiva orientava già lo *Small Business Act* (SBA) adottato dalla Commissione europea nel 2008<sup>1</sup> (COM(2008) 394), laddove il principio n. VI, enunciato in tale documento,<sup>2</sup> indicava le modalità interventistiche necessarie per affrontare le difficoltà di alcune tipologie di imprese (le PMI) nel reperire finanziamenti attraverso il canale bancario.

Il tema in parola è stato a livello europeo successivamente affrontato *ex professo* nel settembre 2015 dal *“Piano d’azione per la costruzione di un’Unione dei mercati dei capitali”*, seguito nel 2017 dal Report *“Accelerating the capital markets union: addressing national barriers to capital flows”*,<sup>3</sup> e nel 2020, dal varo di un nuovo Action Plan, sollecitato dalla crisi sistemica globale originata dalla pandemia COVID-19, promosso con la Comunicazione della Commissione intitolata *“Un’Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione”*.<sup>4</sup>

Con tale ultimo Piano, in particolare, la Commissione si era impegnata a porre in essere sedici azioni per conseguire i tre obiettivi principali della CMU: (1) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; (2) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; (3) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico.

L’Action Plan 2020, con specifico riferimento ai mercati, trae tra l’altro origine da uno studio promosso dalla Commissione UE (rapporto Oxera 2020)<sup>5</sup> che

---

<sup>1</sup> Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento Europeo, al Comitato economico sociale e al Comitato delle Regioni del 25.09.2008 COM (2008) 394.

<sup>2</sup> E così testualmente declinato *“L’UE e gli Stati membri dovranno agevolare l’accesso delle PMI al credito, in particolare ai capitali di rischio, al microcredito e al finanziamento mezzanino e sviluppare un contesto giuridico ed economico che favorisca la puntualità dei pagamenti nelle transazioni commerciali”*.

<sup>3</sup> Comunicazione della Commissione COM(2017) 147 final.

<sup>4</sup> Comunicazione della Commissione COM(2020) 590.

<sup>5</sup> *Primary and secondary equity markets in the EU*, in <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

aveva evidenziato come, anche prima della crisi pandemica, il declino dei mercati azionari europei fosse stato più accentuato rispetto a quello delle altre principali piazze finanziarie; con una traiettoria riguardante sia i dati del mercato primario che di quello secondario, evidenziandone una scarsa efficacia nel supportare l'economia europea.

In detto studio si evidenziava, in particolare, come la dimensione del mercato azionario europeo fosse inferiore sia a quello nordamericano (nonostante le imprese europee registrino una dimensione equivalente alle società statunitensi) sia a quelli delle altre principali piazze finanziarie internazionali, come ad esempio i mercati asiatici, se calcolata in rapporto al PIL, dell'area economica di riferimento.<sup>6</sup>

Gli eventi successivi al 2020 e, in particolare, le ricadute economiche derivanti dalle tensioni geopolitiche e dai conflitti scaturiti (con altri ancor più minacciosi che si prospettano all'orizzonte), dalla crisi della globalizzazione e del multilateralismo e dall'avvento del trumpismo, registrati nel primo lustro di questo decennio, hanno portato a una riconsiderazione del posizionamento e delle strategie messe in campo dall'UE, che ha trovato il suo punto di caduta nel Rapporto Draghi "sul futuro della competitività europea" presentato il 9 settembre 2024.<sup>7</sup>

Il rapporto, come noto, è articolato in due parti: la prima (Parte A), suddivisa in una prefazione e sei capitoli, espone la Strategia di competitività per l'Europa nel suo complesso; la seconda (Parte B), suddivisa in due sezioni - dedicate,

---

<sup>6</sup> Così anche il Libro Verde del MEF su "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*", 2022, p. 6, in [https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni\\_publiche/LibroVerde-04.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_publiche/LibroVerde-04.pdf).

<sup>7</sup> *The Draghi Report: a competitiveness strategy for Europe*, in [https://commission.europa.eu/topics/competitiveness/draghi-report\\_en#paragraph\\_47059](https://commission.europa.eu/topics/competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059). Coevamente al "Rapporto Draghi", il 17.04.2024, è stato presentato al Consiglio europeo il c.d. "Rapporto Letta" sul futuro del mercato unico europeo. Il rapporto, intitolato "Much More than a Market: Speed, Security & Solidarity - Empowering the Single Market to Deliver a Sustainable Future and Prosperity for All EU Citizens", è stato richiesto dalla Presidenza di turno del Consiglio, d'accordo con i Presidenti del Consiglio europeo e della Commissione, con lo scopo di contribuire alla riflessione sul futuro dell'Unione europea e specificamente alla preparazione della nuova Agenda Strategica del Consiglio europeo per gli anni 2024-29.

rispettivamente, a determinate politiche settoriali (dieci capitoli) e orizzontali (cinque capitoli) dell'UE - contiene un'analisi approfondita di ciascuna di esse, indicando gli obiettivi da raggiungere e proponendo le iniziative da adottare.

In particolare, il quinto capitolo della parte "A" è dedicato al tema del "finanziamento degli investimenti".

Il rapporto afferma che si è aperto un divario considerevole e persistente tra gli investimenti produttivi privati nell'UE e negli USA, che non è stato compensato dall'aumento degli investimenti pubblici, anch'essi calati dopo la grande crisi finanziaria e mantenuti sempre più bassi nell'UE rispetto agli USA in termini di quota del PIL (nel rapporto si ricorda che il fabbisogno finanziario necessario all'UE per raggiungere i suoi obiettivi è di almeno 750-800 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi annui (secondo le ultime stime della Commissione), e quindi pari al 4,4-4,7% del PIL dell'UE nel 2023 (per fare un confronto, gli investimenti del Piano Marshall nel periodo 1948-51 equivalevano all'1-2% del PIL dell'UE).

Peraltro, attualmente, oltre 10.000 miliardi di risparmi continentali restano immobilizzati in depositi bancari a basso rendimento. Come è stato rilevato dalla BCE, se le famiglie riallineassero il loro rapporto tra depositi e investimenti ai livelli statunitensi, potrebbero essere reindirizzati verso strumenti finanziari fino a 8.000 miliardi, generando 350 miliardi all'anno di nuovi flussi di investimento. A ciò si aggiunge la fuga di capitali dall'Europa verso gli Stati Uniti, stimata in 300 miliardi all'anno dal rapporto Draghi, laddove tale deflusso nel solo 2024 sarebbe aumentato fino a raggiungere i 500 miliardi, secondo uno studio del Fondo Monetario Internazionale (FMI) citato anche da Mario Draghi stesso nell'audizione tenuta in Senato il 18 marzo 2025.<sup>8</sup>

Al fine di individuare le iniziative da intraprendere per facilitare e incentivare la mobilitazione dei finanziamenti pubblici e privati su larga scala, oltre il varo di

---

<sup>8</sup> In tali termini, *La Commissione UE presenta la "SIU", l'Unione dei risparmi e degli investimenti*, 24.03.2025, in <https://febaf.it/2025/03/19/>.

appositi incentivi fiscali (il cui impatto sulle finanze pubbliche, sarebbe ridotto dalle entrate rivenienti dagli incrementi di produttività scaturenti dai nuovi investimenti) il Rapporto stigmatizza quelle che sono le principali ragioni della minore efficienza del sistema di intermediazione finanziaria europea e che vengono individuate:

- nella tuttora persistente frammentazione dei mercati dei capitali e nel fatto che i mercati dei capitali dell'UE sono inoltre poco forniti di capitali a lungo termine rispetto ad altre grandi economie, soprattutto a causa dello scarso sviluppo dei fondi pensione;

- nella circostanza che l'UE non dispone né di un'unica autorità di regolamentazione del mercato dei valori mobiliari né di un unico regolamento per tutti gli aspetti della negoziazione (e, a tal riguardo il rapporto chiede di trasformare l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) in Autorità di regolamentazione unica e comune per tutti i mercati mobiliari dell'UE, simile alla *Securities and Exchange Commission* statunitense);

- nella circostanza che l'ambiente postnegoziale per la compensazione e il regolamento in Europa è di gran lunga meno unificato rispetto a quello statunitense;

- nel fatto che i regimi fiscali e d'insolvenza degli Stati membri restano sostanzialmente non allineati.

2. Le risultanze e le linee tracciate dal rapporto sulla competitività hanno avviato un ripensamento, in funzione di aggiornamento dell'Action Plan del 2020, tant'è che l'acronimo CMU, è stato da subito sostituito con quello di SIU, declinabile sia come "Savings and Investments Union" (declinazione ufficiale), sia come "Single Investment Union".

Il 19 marzo scorso, alla vigilia del Summit del Consiglio europeo dedicato a difesa e competitività, in una audizione tenuta avanti il Parlamento Europeo, la Commissaria ai servizi finanziari, Maria Luís Albuquerque, a nome della Commissione,

ha presentato le proposte per l'Unione dei risparmi e degli investimenti (Savings and Investments Union-SIU), basandosi sui progressi già fatti con l'Unione dei mercati dei capitali (CMU) e l'Unione bancaria, per la realizzazione dell'obiettivo di canalizzare sempre più risparmi privati, verso investimenti produttivi, creando opportunità di crescita e ricchezza per cittadini europei e imprese.<sup>9</sup>

Secondo quanto dichiarato dalla Commissaria, la SIU – “abilitatore chiave” all'interno del Competitiveness Compass e del Clean Industrial Deal – si fonda su quattro pilastri: rafforzare il risparmio e gli investimenti dei cittadini, facilitare l'accesso ai capitali per le imprese, promuovere un mercato finanziario più integrato e rafforzare la supervisione a livello europeo.

Tra le misure concrete prospettate per la implementazione della SIU (e riportate nell'appendice alla Comunicazione), alcune sono già in discussione; tra queste: la Retail Investment Strategy – RIS, il cui scopo è di rafforzare la fiducia degli investitori retail nei mercati finanziari, garantendo che siano trattati in modo equo e protetto, attraverso la semplificazione delle regole, il miglioramento della trasparenza e la riduzione dei costi;<sup>10</sup> la direttiva per la risoluzione delle crisi bancarie piccole e medie<sup>11</sup> e la proposta per la creazione di un sistema di assicurazione

---

<sup>9</sup> *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, “Savings and Investments Union – A strategy to Foster Citizens’ Wealth and Economic Competitiveness in the EU”, 19.03.2025, COM (2025) 124 final.*

<sup>10</sup> Il pacchetto normativo si presenta sotto forma di una direttiva contenente modifiche mirate a una serie di altre direttive UE nel settore dei servizi finanziari, quali: la Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MIFID II), la Direttiva Solvency II; la Direttiva sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), la Direttiva sugli investimenti e i gestori alternativi (AIFMD). La proposta prevede altresì un regolamento che modifica il Regolamento sui prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIP).

<sup>11</sup> Cfr. Comunicato stampa 25.06.2025, “*Risoluzione delle crisi bancarie: Consiglio e Parlamento raggiungono un accordo complessivo sul rafforzamento del quadro dell'UE per la gestione delle crisi*”. L'accordo mira a facilitare l'accesso delle banche in dissesto alle reti di sicurezza finanziate dal settore; nello specifico si propone (secondo una prassi di fatto già sperimentata su base volontaria in alcuni Paesi, tra i quali il nostro) di utilizzare i fondi di garanzia dei depositi per “colmare il divario”, vale a dire utilizzare tali fondi per integrare le riserve di fondi propri e passività convertibili (MREL) di una banca in dissesto per l'assorbimento delle perdite, al fine di assicurare che le perdite siano sostenute in primo luogo dagli azionisti e dai creditori della banca. Di conseguenza, le banche con un

comune dei depositi (EDIS),<sup>12</sup> facenti parte del c.d. “pacchetto CMDI” avente ad oggetto la riforma del quadro per la gestione delle crisi e l'assicurazione dei depositi,<sup>13</sup> nonché l'implementazione del c.d. “Listing Act”, un pacchetto di norme approvato dal Consiglio UE che mira a rafforzare la capacità attrattiva dei mercati europei alla quotazione delle PMI nei mercati di crescita loro dedicati e a diminuire la frammentazione degli stessi, facilitando l'accesso al capitale per le PMI.<sup>14</sup>

Altre misure di implementazione della SIU saranno oggetto da parte della Commissione di proposte di prossima emanazione (come la revisione della normativa sulle cartolarizzazioni; il consolidamento delle infrastrutture di trading e post-trading, c.d. Market Infrastructure Package; lo sviluppo e la rimozione delle barriere cross-border per il settore dell'asset management; la revisione del regolamento EuVECA per includere più asset e strategie nell'ambito applicativo del venture capital).

Sono inoltre previste anche proposte per una supervisione maggiormente unificata dei mercati dei capitali che includeranno il trasferimento di alcune funzioni a livello UE, senza però suggerire una supervisione unica per il settore non-bancario e limitandosi a rafforzare il ruolo delle autorità di supervisione europee (ESAs).

Infine, la Comunicazione si propone di rivedere il quadro delle pensioni aziendali e professionali (c.d. IORP) e i prodotti pensionistici pan-europei (c.d. PEPP),

---

MREL insufficiente al momento della risoluzione possono, in ultima istanza, ricorrere al sistema di garanzia dei depositi (SGD) o ai fondi di risoluzione (o all'SRF nell'unione bancaria) per finanziare la propria risoluzione senza ricorrere al bail-in dei loro depositanti.

<sup>12</sup> Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/49/UE per quanto riguarda l'ambito di applicazione della protezione dei depositi, l'uso dei fondi dei sistemi di garanzia dei depositi, la cooperazione transfrontaliera e la trasparenza, 18.04.2023 COM (2023) 228 final.

<sup>13</sup> Il pacchetto CMDI comprende dunque le modifiche della direttiva 2014/49/UE (la “direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi” o “direttiva SGD”), le modifiche della direttiva 2014/59/UE (la “direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche” o “BRRD”) e del regolamento (UE) n. 806/20143 (il “regolamento sul meccanismo di risoluzione unico” o “SRMR”).

<sup>14</sup> Il Listing Act package include la proposta di Regolamento che modifica il Regolamento UE 1129/2017 (“Regolamento Prospetto”), il Regolamento UE 596/2014 (“Regolamento MAR”), il Regolamento UE 600/2014 (“Regolamento sui mercati finanziari”) e gli emendamenti alla Direttiva 65/2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Inoltre, il Consiglio ha formalmente adottato una nuova Direttiva (“Nuova Direttiva”) relativa alle azioni a voto plurimo.

ad oggi poco utilizzati, senza arrivare formalmente a proporre un vero e proprio prodotto di risparmio individuale europeo (European Savings and Investments Account), al contrario di quanto indicato dal Single Market Lab sulla falsariga dei modelli già esistenti in Italia (con i Piani individuali di risparmio-PIR), Francia (con i “PEA”) e Gran Bretagna (con gli “ISA”).

E’ previsto poi che la Commissione presenterà entro il 2026 un rapporto sulla competitività dell’intero settore bancario europeo e pubblicherà, entro il secondo semestre del 2027, la proposta di revisione della SIU di medio termine per valutare i progressi compiuti e definire eventuali aggiustamenti normativi o strategici per rafforzare l’integrazione finanziaria europea.

3. Se i concetti di CMU e di SIU presuppongono necessariamente una dimensione e un’applicazione sovranazionale è comunque con riferimento alle specifiche peculiarità della nostra realtà nazionale che va misurata la capacità degli attori di parteciparvi e di svolgere un ruolo non secondario, nonché l’adeguatezza dell’ordinamento interno, attuale e prospettico, ad incentivare la partecipazione attiva a questa Unione.

Al riguardo è noto che, al fine di individuare i settori d’intervento, è stato avviato un percorso con la pubblicazione da parte dell’OCSE di un report commissionato dal Ministero dell’economia e delle finanze “*OECD Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series)*”, cui ha fatto seguito la pubblicazione da parte del MEF, nel 2022, del Libro Verde su “*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*”, che è stato oggetto di una pubblica consultazione (conclusasi il 5.03.2022).

Nel Libro Verde, richiamando il rapporto OCSE, si evidenzia come nel decennio 2012 – 2022, nel nostro sistema:

- il rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia sia risultato inferiore a quello degli altri grandi Paesi europei;

- anche in termini di numero di società quotate e capitalizzazione permangono *gap* rispetto alle altre piazze finanziarie, nonostante l'incremento netto delle società quotate (nuove ammissioni al netto dei delisting) sui mercati Borsa italiana con 110 nuove società quotate, grazie alla consistente crescita del Mercato di Crescita per le PMI (euronext Growth Milano), laddove invece il Mercato regolamentato Euronext Milano, su base stand alone, ha registrato un decremento di 74 unità;<sup>15</sup>

- elemento caratterizzante sia la bassa quota di flottante, e che incide negativamente anche sulla inclusione dei titoli azionari italiani negli indici internazionali: come rilevato dall'OECD, il peso dei titoli azionari italiani rappresenta, ad esempio, soltanto il 3,6% di un indice largamente utilizzato quale il MSCI Europe Index, dove i titoli francesi rappresentano circa il 18%<sup>7</sup> (la bassa rappresentatività delle società italiane nei principali indici azionari costituisce un ulteriore elemento da considerare nell'esame delle possibili riforme del mercato dei capitali dell'ordinamento domestico, considerato che *"nei mercati globalizzati di oggi uno scarso peso negli indici chiave limita automaticamente il flusso di capitale in entrata da parte del crescente bacino di fondi istituzionali indicizzati"*);

- infine, lo stesso studio rilevava inoltre anche una minore capacità attrattiva del mercato italiano rispetto ai titoli obbligazionari emessi da società italiane che scelgono quasi sempre (90% dei casi) di quotarli su mercati esteri.

I dati sopra ricordati hanno reso plasticamente evidente e confermato come il nostro ordinamento finanziario sia molto meno sviluppato e reattivo di altri, con riferimento sia alle dimensioni della domanda che dell'offerta di capitali per

---

<sup>15</sup> Ove si consideri il periodo dal 2010 a ottobre 2025, il numero di società quotate su Euronext Milan (EXM) è diminuito di 91 unità, portandosi a 198, per effetto di 95 ammissioni a quotazione e 186 delisting; come risulta da CONSOB, *Audizione del Presidente P. Savona sullo Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21*, del 27.11.2025, p. 4.

investimento, notoriamente limitate da un bancocentrismo ancora dominante, da una struttura proprietaria delle imprese ancora a base familiare e di piccolo taglio, nonché dalla presenza di un debito pubblico assorbente e tributariamente avvantaggiato.

Ci si è allora interrogati su come si possa dirottare ed incanalare “l’acqua” (*id est* la “domanda d’investimento”) verso impieghi diversi dai tradizionali settori bancario e pubblico e come si possa convincere il “cavallo”, cioè il sistema delle imprese, a bere (*id est* stimolare l’offerta d’investimento) per elevare la dimensione, efficienza e competitività del mercato dei capitali nazionale.

Gli obiettivi di sostenere la crescita del Paese, favorire l’accesso delle imprese al capitale di rischio e a forme alternative di finanziamento, facilitare il finanziamento dell’impresa in tutte le sue fasi di crescita, rendere le imprese nazionali maggiormente attrattive per gli investitori internazionali, aumentare la competitività del mercato nazionale, promuovere una “maggiore dimensione” delle imprese e degli intermediari finanziari, sono stati declinati e testualmente consacrati nella legge capitali (legge 5.3.2024, n.21, come emendata dalla legge 28/2025 che ne ha esteso l’ambito dell’intervento), il cui testo normativo si compone di 27 articoli, che, con la tecnica della novella, hanno inserito nel tessuto ordinamentale norme volte a migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano nel panorama europeo, in linea con l’obiettivo della realizzazione della Capital Markets Union.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> In generale, sulla “Legge Capitali” si vedano, tra gli altri: MARCHETTI e VENTORUZZO (a cura di), *Commentario alla Legge Capitali Legge 5 marzo 2024, n. 21*, Pacini Giuridica, 2024; MARTINA, RISPOLI FARINA, SANTORO (a cura di), *Commentario alla Legge Capitali*, Giappichelli, 2024; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2024; Senato della Repubblica, Dossier A.S. 674, del 29.05.2023, *Interventi a sostegno della competitività dei capitali*; Dipartimento per il Programma di Governo, *Focus sulla legge 5 marzo 2024, n. 21, in materia di misure a sostegno della competitività dei capitali*, in <https://www.programmagoverno.gov.it/it/notizie/focus-sulla-legge-5-marzo-2024-n-21-in-materia-di-misure-a-sostegno-della-competitivita-dei-capitali/>. Tra la nutrita dottrina che si è occupata di specifiche disposizioni della stessa, tra gli altri, STELLA RICHTER JR, *Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni*, in *Riv. delle Società*, n. 1/2024, 113 e ss.; CAPRIGLIONE, *La responsabilità per danni delle autorità di controllo del settore finanziario dopo la legge 5/03/2024, n. 21*, in *RTDE*, n. 2/2024, 124 e ss.

In particolare, come noto, l'art. 19 ha conferito la delega al Governo per l'adozione di uno o più decreti legislativi recanti la revisione del TUF e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel c.c. applicabili anche agli emittenti, al fine di dare attuazione a una riforma organica delle disposizioni in materia di mercati di capitali e che, come ricordato dal Sottosegretario Freni, in un convegno tenuto ad aprile scorso presso l'Università di Roma 3, auspicabilmente avrebbe dovuto condurre non a una mera novella del TUF e a un coordinamento con il TUB e il CAP, ma alla riscrittura di un vero e proprio codice dell'intermediazione finanziaria (anche se lo schema di d.lgs. di cui appresso sembra aver disatteso tale aspirazione).

La commissione istituita presso il MEF ha predisposto, sulla scorta delle aree tematiche, già individuate nel Libro Verde del 2022, uno schema di decreto legislativo di recepimento, approvato dal Governo in prima lettura l'8.10.2025 ed inviato alle Camere per il relativo parere parlamentare, che modifica in molte disposizioni e in maniera pervasiva il TUF (sia nella parte intermediari, sia in quella mercati, che in quella emittenti), il codice civile e le relative disposizioni attuative e transitorie (relativamente ai sistemi di amministrazione e controllo delle società di capitali), nonché il TUB, il d.lgs. 231/2007 in tema di antiriciclaggio e altri disposizioni minori (ai fini del coordinamento con le modifiche apportate al TUF),<sup>17</sup> con l'elaborazione di interventi che riguardano tutte le società (quotate e quotande) e non solo le PMI.<sup>18</sup>

Gli interventi previsti, ovviamente, non sono limitati alla sola normativa

---

<sup>17</sup> In particolare, l'articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, in tema di tutela della concorrenza e partecipazioni personali incrociate nei mercati del credito e finanziari (c.d. divieto di interlocking); l'art. 2 del d.lgs. 28 febbraio 2005, n.38; gli artt. 19-bis e 19-ter del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 3; e l'art. 43, comma 5, del d.lgs. 18 agosto 2015, n. 136.

<sup>18</sup> Cfr. A.C. 331 trasmesso alla Presidenza il 17.10.2025, avente ad oggetto "*Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento*".

primaria, ma andranno integrati da interventi su quella secondaria e a livello di orientamenti di vigilanza (Q&A, Linee Guida etc). Ciò anche nell'ottica di allineare la disciplina domestica a quella degli altri principali mercati UE, mediante la rimozione di obblighi ed adempimenti ultronei rispetto al quadro di riferimento europeo che si configurano come fenomeni di *gold plating*. Ulteriori misure, invece, riguarderanno la revisione dei regolamenti di mercato da parte dei relativi gestori e la successiva approvazione da parte dell'Autorità di vigilanza.

4. Con riguardo alla disciplina dei mercati, di cui alla parte III del TUF,<sup>19</sup> i relativi interventi emendativi sono contenuti nell'art. 4 (lettere da a) a t) ) dello schema di decreto legislativo.

Secondo quanto riportato nella relazione illustrativa, essi perseguono l'obiettivo di *"... accrescere la competitività delle sedi di negoziazione ... si da rendere maggiormente attrattive ... (quelle) ... nazionali, ... (che) ... presenta(no) una serie di peculiarità ... sulle quali la riforma interviene in un'ottica di semplificazione"*, nell'ottica di verificare *"... quali presidi non appaiano più giustificati e quali, invece, possano in specifici contesti, incentivare gli investimenti"*.

Le modifiche introdotte sono innanzitutto volte a ridefinire in un'ottica di semplificazione i poteri regolamentari e di vigilanza della Consob, delegificando alcune norme attuative di disposizioni europee e attribuendo il relativo potere alla Consob stessa (cfr. lettere f) e g), che modificano gli artt. 65-quater e 65-quinquies), prevedendosi altresì in tale logica che alcune ipotesi di interventi nei quali l'ordinamento attuale contempla (a fini regolatori o di vigilanza) l'intesa con la Banca d'Italia, questa sia trasformata in semplice consultazione (cfr. lettere, o), s) e t) che

---

<sup>19</sup> La normativa in materia di mercati contenuta nella parte III del TUF (artt. da 61 a 90 septies), risulta così articolata: titolo I, concernente le definizioni e principi di regolamentazione; titolo I-bis disciplinante le diverse sedi di negoziazione; titolo I-ter relativo ai servizi di comunicazione dati; titoli II e II-bis dedicati alla disciplina, rispettivamente, delle controparti e dei depositari centrali; titolo II-ter che si occupa dell'accesso alle infrastrutture di *post-trading*.

modificano in tal senso gli articoli 79-undecies, 90-bis e 90-ter).<sup>20</sup>

In particolare, tale semplificazione e rinvio alla normativa secondaria, concerne: a) la disciplina dei requisiti organizzativi e dei vincoli ulteriori rispetto a quelli previsti dalla disciplina di primo livello, nonché i connessi obblighi di informazione e comunicazione cui sono assoggettati i sistemi organizzati di negoziazione; b) i vincoli cui sono soggette le sedi di negoziazione in materia di operatività “matched principal” di negoziazione in conto proprio all’interno del sistema, sinora analiticamente individuati nell’art. 65-quinquies.

Nel quadro di un ampliamento della libertà operativa dei gestori di mercati regolamentati viene poi espressamente consentito a questi, previa notifica alla Consob, di gestire sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari e svolgere attività connesse e strumentali, non più individuate ex ante in via regolamentare dalla Consob, essendo tra l’altro tale questione una specificità nazionale, non oggetto di trattazione nella MiFID II (lett. c) che introduce art. 64, comma 7-bis).

Sempre con riferimento allo svolgimento delle attività e dei servizi e, in particolare, con riguardo ai relativi presidi organizzativi, vengono introdotte disposizioni che obbligano i gestori dei mercati, le controparti centrali e i depositari centrali a mantenere “*su base continuativa l’autonomia organizzativa e decisionale*” rispetto alle funzioni “core”/istituzionali per le quali sono state autorizzati.<sup>21</sup> Tale presidio appare importante per minimizzare i rischi legati all’autorizzazione di soggetti che, nell’esercizio della loro attività, arrivino a livelli tali di esternalizzazione,

---

<sup>20</sup> SIANI, *Audizione sullo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all’art. 19 della legge 5 marzo 2024, 21.11.2025, n. 21*, p. 10, sottolinea come la razionalizzazione della ripartizione delle competenze di vigilanza tra Banca d’Italia e Consob sulle infrastrutture di mercato, con la semplificazione dei meccanismi di coordinamento reciproci, persegua l’intento di ridurre tempi e complessità dei procedimenti amministrativi ed alleggerire gli oneri in capo ai soggetti vigilati.

<sup>21</sup> Con riguardo ai depositari centrali, l’obbligo di mantenere su base continuativa l’autonomia organizzativa e gestionale è espressamente esteso, oltre che ai servizi base prestati (quelli “core”), anche ai due servizi accessori di gestione degli eventi societari e di riscontro e indirizzamento delle istruzioni di regolamenti, alla luce della rilevanza di tali servizi accessori ai fini della corretta applicazione dei servizi base.

da divenire mere “*letter box entities*” comunque vigilate (cfr. lett. c) n.1, n) e q), n. 3, che modificano sul punto gli art. 64, comma 3, 79-sexies e 79-quinquedecies).<sup>22</sup>

Altro tema su cui interviene in funzione di semplificazione lo schema di d.lgs. è quello relativo al regime dei controlli preventivi (*ex ante*) sui regolamenti di tutte le sedi di negoziazione (mercati regolamentati, MTF e OTF) e, analogamente, sul regolamento dei servizi dei depositari centrali. Al riguardo si prevede, in luogo dell’approvazione preventiva delle modifiche, la sottoposizione dei progetti di modifica alla Autorità competente, che può chiedere al gestore di eliminare le eventuali criticità riscontrate; tale procedura si applica anche alle norme tecniche di attuazione se connesse a una modifica del regolamento (lett. d), e) e q) ). che modificano gli articoli 64-quater, 65-bis e 79-quinquedecies).<sup>23</sup> L’eliminazione di un’approvazione preventiva formale da parte della Autorità (assente in altri ordinamenti europei), non esclude comunque il potere di intervento successivo, velocizzando così l’adeguamento delle regole del mercato all’evoluzione dei fenomeni economico-aziendali, e rivalutando il principio di autoregolamentazione.

Sempre in un’ottica di semplificazione e valorizzazione del ruolo dei gestori dei mercati, viene eliminato il potere della Consob in materia di revoca delle decisioni del gestore di un mercato regolamentato riguardanti l’ammissione, la sospensione o l’esclusione dalle negoziazioni di strumenti finanziari e di operatori (lett h) e i) che rispettivamente abrogano gli artt. 66-ter, comma 6, e 67-bis, comma 2).

Va comunque sottolineato che, con riferimento agli strumenti finanziari, da un lato, la Consob conserva, in linea con la disciplina europea, il potere di richiedere la sospensione o l’esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni (art. 63,

---

<sup>22</sup> L’affermazione di tale principio è d’altronde in linea con i più recenti orientamenti maturati in ambito internazionale e, in particolare, in sede ESMA e IOSCO, cfr. CONSOB, *Audizione del Presidente P. Savona sullo Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all’art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21*, del 27.11.2025, p. 8.

<sup>23</sup> Resta tuttavia ferma l’approvazione delle modifiche regolamentari da parte del Ministero dell’economia e delle finanze, sentite Consob e Banca d’Italia con riferimento alle modifiche ai regolamenti dei mercati all’ingrosso dei Titoli di Stato.

comma 1, TUF), dall'altro mantiene, in caso di necessità ed urgenza, i poteri d'intervento previsti dagli art. 62, comma 3 e 62-decies del TUF; mentre con riferimento agli operatori resta comunque confermato in capo ai gestori dei mercati l'obbligo di comunicare alla Consob i relativi provvedimenti di ammissione, sospensione ed esclusione dalle negoziazioni.

Ancora nell'ottica di una valorizzazione del ruolo dei gestori dei mercati regolamentati si ascrive il rafforzamento del controllo dagli stessi esercitato nelle ipotesi in cui il gestore medesimo abbia introdotto nel regolamento del mercato una disciplina specifica in materia di obblighi di offerta pubblica d'acquisto per l'ipotesi di trasferimento del controllo di emittenti azioni ammesse alla negoziazione sul mercato dallo stesso gestito. In tal caso si prevede che il gestore debba stabilire adeguati presidi per garantire l'efficacia degli obblighi imposti (lett. l) che introduce un nuovo art. 69, comma 3-bis).<sup>24</sup>

La riforma prevede anche poi una serie di interventi puntuali.

Un primo specifico intervento riguarda la vigilanza sulle sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas, con l'attribuzione in via esclusiva alla Consob del potere di vigilanza su tali mercati (eliminando le previsioni relative a intese o consultazioni con l'ARERA), ferme restando le competenze di ARERA stessa e GSE in materia di organizzazione e gestione del mercato elettrico e del gas, e prevedendosi che l'ARERA segnali a Consob eventuali criticità sui mercati

---

<sup>24</sup> Nella relazione illustrativa si precisa che, *“alla luce della nuova previsione, il gestore del mercato, che è tenuto a stabilire adeguati presidi per garantire l'effettività degli obblighi, nell'ambito della propria autonomia potrà quindi prevedere, nella relativa regolamentazione, disposizioni in linea con quelle previste dall'art. 110 del TUF in caso di violazione degli obblighi di OPA, quali la sospensione del diritto di voto, inerente all'intera partecipazione detenuta, l'obbligo di rivendita della partecipazione, o altre misure comunque ritenute idonee a salvaguardare il suddetto obbligo”*. Invero tale puntualizzazione solleva perplessità nella misura in cui fa discendere la sottrazione di specifici diritti o l'imposizione di specifici oneri all'azionista che ha acquistato azioni negoziate sul mercato, soggetto che potrebbe non essere né aderente, né operatore del mercato (e quindi non vincolato dal regolamento), anche laddove gli (ulteriori) obblighi previsti dal gestore in tema di OPA, non rientrano tra quelli che sono espressamente previsti dal TUF e che possono essere oggetto delle sanzioni e misure di enforcement previste dall'art. 110 TUF.

regolamentati che dovesse rilevare nell'ambito delle proprie attività di vigilanza (lett. b) che riscrive l'art. 62-sexies).

Altri specifici interventi, riguardano l'attribuzione in via esclusiva, da un lato, alla Banca d'Italia della competenza al rilascio del parere all'ESMA nell'ambito dei procedimenti di riconoscimento delle controparti centrali di Paesi terzi;<sup>25</sup> (lett. m) che modifica l'art. 79-quinquies, comma 4); dall'altro, alla Consob della competenza esclusiva in materia di approvazione dei corrispettivi dei depositari centrali e intermediari (lett. r) che modifica art. 82, comma 3).

Volta a colmare una lacuna è invece l'estensione del potere regolamentare del Ministero dell'economia e delle finanze relativo alla definizione dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo delle controparti centrali, anche nei confronti degli omologhi soggetti depositari centrali (lett. p) che modifica art. 79-quaterdecies).

Ascrivibile al tema dei mercati, seppure non ricompreso nell'art. 4 dello schema di decreto, è infine l'introduzione del c.d. "*down-listing*" (o "*down-scaling*") che, come già sperimentato in Francia, costituisce una valida alternativa al *delisting* puro. Il nuovo art. 133, comma 1-bis, consente infatti alle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani di richiedere il trasferimento delle negoziazioni dei propri strumenti finanziari su di un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione, nel rispetto di specifiche condizioni.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Ciò in continuità con quanto previsto per l'autorizzazione delle controparti centrali insediate in Italia, la cui competenza ai sensi dell'art. 14 del Regolamento EMIR è assegnata alla sola Banca d'Italia.

<sup>26</sup> Nello specifico: "a) il gestore del mercato regolamentato accerti che il sistema multilaterale di destinazione preveda regole che assicurano un livello di tutela equivalente a quello di cui al titolo II capo II, sezione II in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento; b) l'assemblea straordinaria della società abbia approvato, almeno due mesi prima che esso abbia luogo, il trasferimento delle negoziazioni con le maggioranze previste dalla Consob con regolamento; c) la società abbia assicurato, almeno due mesi prima della data

Non disciplinata è dunque rimasta l'ipotesi di un down-listing o un delisting che abbia come destinazione un mercato extraeuropeo, anche qualora questi preveda adeguati presidi di tutela degli investitori.

Così come, al momento, non previsto nello schema di decreto legislativo è il riconoscimento di un diritto di recesso in caso di *down-listing* per preservare gli interessi dei soci, pure da molti invocato, circostanza questa che potrebbe indebolire il conseguimento degli scopi della riforma.<sup>27</sup>

5. Ciò che si prospetta, in tema di disciplina dei mercati, sarà sufficiente e contribuirà (unitamente alle modifiche in tema di intermediari ed emittenti), a elevare i livelli di domanda ed offerta d'investimento e dunque a incrementare l'appeal del mercato dei capitali nazionale?

L'impressione è che gli interventi realizzati, seppure si muovano in tale ottica, non siano necessariamente decisivi, giocando un ruolo determinante anche fattori quali l'efficienza tecnologica e il livello dei costi dei servizi, oltre quello della semplificazione normativa.

Ma al di là della incidenza di tali fattori ci si può comunque interrogare sul perché sia così arduo conseguire l'obiettivo di promuovere l'incremento della domanda e dell'offerta di capitali nel mercato unico, considerato che non è in linea di principio riscontrabile in tema un trade-off (come invece, da molti si argomenta tra stabilità e concorrenza) o comunque tendenzialmente una divaricazione d'interessi tra chi ha necessità di ricorrere al mercato e i risparmiatori.<sup>28</sup>

---

*prevista per il trasferimento, la diffusione di informazioni circa le ragioni dell'operazione e le relative conseguenze per gli investitori, con le modalità stabilite dalla Consob con regolamento”.*

<sup>27</sup> Stigmatizza tale mancanza CONSOB, *Audizione del Presidente P. Savona sullo Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21*, del 27.11.2025, p. 2.

<sup>28</sup> Anche nella Audizione CONSOB citata nella nota che precede (p. 9) si sottolinea come sia fondamentale che gli interventi di riforma guardino in modo bilanciato sia al lato dell'offerta (attraverso misure di favore e di semplificazione per le imprese) sia al lato della domanda (attraverso misure tese ad incentivare la partecipazione degli investitori istituzionali e retail) nel mercato dei

A mio avviso la difficoltà nell'incrementare i livelli della domanda e offerta di capitali risiede nella particolare natura del bene intermediato (il risparmio) e nella relazione fiduciaria che si instaura tra offerenti e prenditori. Ed è al riguardo strano che nella legge capitali il termine "fiducia" non sia utilizzato.

Aumentare la fiducia non si può tuttavia realizzare solo con modifiche delle regole, ma anche (e forse soprattutto) con un cambio culturale, che non è immediato, che non può realizzarsi "in forza di legge", e, come largamente condiviso, un ruolo determinante a tal proposito è chiamato a giocare l'educazione finanziaria.

A tal fine mi sembra di assoluta rilevanza l'intervento previsto dall'art. 25 della legge capitali, che modifica la legge n. 92/2019 in materia di educazione civica, introducendo l'insegnamento all'educazione finanziaria e prevede l'istituzione del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, al fine di promuovere e programmare iniziative di sensibilizzazione e di educazione finanziaria.<sup>29</sup>

L'educazione finanziaria non è sicuramente la "panacea" o "l'uovo di Colombo" per incrementare il flusso degli investimenti: vi chiedo solo quanti di noi oggi qui presenti (nel presupposto di avere una educazione finanziaria superiore alla media) investirebbero in misura rilevante in titoli di una PMI di nuova quotazione? Per questo non è sufficiente solo l'educazione finanziaria, ma un "cambio culturale".

Ma la fiducia nel risparmiatore medio aumenta se aumenta la conoscenza e se lo stesso è in grado di comprendere direttamente e scegliere, senza delegare le sue scelte d'investimento o riporre necessariamente e ciecamente la sua fiducia negli

---

capitali, non per l'esistenza di un trade-off, ma nel presupposto che uno sbilanciamento, anzi che aumentare il livello di equilibrio, contribuisca ad abbassarlo.

<sup>29</sup> In tal senso anche CONSOB, *Audizione del Presidente P. Savona sullo Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21*, del 27.11.2025, p. 6, ove si sottolinea altresì la rilevanza dell'inserimento della promozione dell'educazione finanziaria tra gli obiettivi della vigilanza della Consob, accanto alla tutela degli investitori (art. 5 TUF), in quanto " .. innalzare le competenze finanziarie degli italiani è ... una delle azioni necessarie per promuovere la partecipazione ai mercati di capitali e colmare il divario di competenze rispetto ad altri Paesi".

intermediari o nelle autorità di vigilanza.

E quindi anche la “semplificazione e la standardizzazione” delle regole è essenziale, così come quella dei prodotti/servizi per una loro più ampia diffusione.<sup>30</sup> E sotto questo profilo a mio avviso non tutte le modifiche e gli interventi prospettati (soprattutto in tema di disciplina degli emittenti) si muovono in tal senso: si pensi alla proliferazione dei diversi regimi, alle regole di governance sulle neo quotate e alle possibilità di esenzioni, opt-in e opt-out in via statutaria, ai meccanismi di potenziamento del voto.<sup>31</sup>

Il rischio è dunque che la riforma recata dalla legge capitali riveli alla fine più ombre che luci nell’ottica di favorire l’accesso del risparmio privato al mercato, restando una disciplina “elitaria” di dominio dei professionisti e a vantaggio di un numero tutto sommato ristretto d’imprese votate al mantenimento del controllo e all’estrazione di benefici dallo stesso, a detrimento del parco buoi cui si rivolgono: ma i buoi si lasceranno convincere?

Vi è infine una ulteriore questione, che a me pare denoti una antinomia di fondo ed attiene alla struttura e all’articolazione dell’industria che presiede agli scambi di strumenti finanziari. Nella UE sono rinvenibili 300 piattaforme di scambio, 14 di regolamento titoli e circa 30 depositari centrali, circostanza questa che ha

---

<sup>30</sup> Si pensi a meccanismi quali quello previsto dall’art. 117, comma 8, TUB, che a una determinata “etichetta” associa un determinato (e senza sorprese) specifico prodotto.

<sup>31</sup> In tale prospettiva, CONSOB, *Audizione del Presidente P. Savona sullo Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all’art. 19 della legge 5 marzo 2024 n. 21*, del 27.11.2025, p. 2, laddove, tra l’altro, ritiene che “ .. sarebbe opportuno prevedere l’annullamento del voto multiplo previsto negli Statuti delle società nel caso di decisioni della maggioranza riguardanti il posizionamento della società sul mercato (delisting, down-listing, fusioni, acquisto totalitario)” e rileva che “ .. potrebbe generare incertezza per gli investitori il nuovo regime che consente alle imprese neo-quotate e alle PMI quotate (grazie a una disposizione transitoria) di derogare a diverse regole ordinarie in materia di governance, per il rischio di frammentazione normativa derivante da statuti molto differenziati”. Inoltre, la stessa Banca d’Italia, con riguardo alla disciplina del governo societario ha apprezzato che nello schema di d.lgs. siano state introdotte apposite clausole di salvaguardia della disciplina settoriale, tali da non consentire l’estensione ai soggetti vigilati della molteplicità dei regimi accessibili e modulabili tramite l’autonomia statutaria, ciò nel presupposto che le norme “base” del codice civile e del TUF (pure come innovate dallo schema di riforma) rappresentino il fondamento per i presidi rafforzati previsti dalla regolamentazione della Banca d’Italia stessa; in tal senso SIANI, *op. cit.*, 5.

indotto molti a sostenere la necessità di addivenire a un consolidamento/unificazione non solo dei vari fornitori di servizio, ma dei servizi tra loro, per abbassare i costi e migliorare la qualità complessiva del servizio stesso (in tal senso, come si è detto, si è espresso il rapporto Draghi, con specifico riferimento al regolamento titoli).

Sarà questa la strada? A me pare che a ciò osti il limite della “concorrenza”: in particolare come si fa a conciliare la concentrazione (favorendola o imponendola dal punto di vista normativo) con il principio di concorrenza, laddove non si pongano problemi di servizio universale o limiti fisici di accesso? Semmai il tema è quello di favorire ed incentivare, anche sotto il profilo normativo, la interoperabilità tra sistemi diversi.

Senza dimenticare che lo sviluppo tecnologico prospetta scenari in cui il confronto tra bancocentrismo e mercatocentrismo (*leit-motiv* della Capital Markets Union) diventa questione da relegare al passato o comunque di rilievo secondario: in futuro il tema di confronto sarà piuttosto quello tra strutture e piattaforme “integrate”, che intermediano (anche “peer to peer”), capitali di debito e di rischio, in forma centralizzata o in forma decentralizzata.

Al riguardo, va ricordato, come il regolamento UE 858/2022 (c.d. DLT- Regime Pilot) già prevede detta integrazione, prevedendosi regole specifiche per i sistemi multilaterali di negoziazione DLT (“MTF DLT”), per i sistemi di regolamento titoli DLT (cd. SS DLT) e per i sistemi ibridi di negoziazione e regolamento DLT (cd. TSS DLT). Tale regime sperimentale, operante in un contesto di c.d. sandboxes, al momento è destinato ad applicarsi esclusivamente agli strumenti finanziari emessi, registrati, trasferiti e stoccati mediante tecnologie a registro distribuito e le esenzioni rispetto alle regole ordinarie vengono declinate diversamente a seconda della tipologia di piattaforma considerata. Ma non è da escludersi che in futuro possa prevedersi il passaggio da un sistema di emissione e registrazione centralizzata a uno

decentralizzato (o viceversa), anche per i titoli già in circolazione.

**Marco Sepe**

*Ordinario di diritto dell'economia*

*nell'Università degli Studi di Roma "UnitelmaSapienza"*

**NOTE IN TEMA DI DIRITTO DELL'ECONOMIA  
E SCIENZA GIURIDICA \***

*(Notes on Economic Law and Legal Science)*

**ABSTRACT:** *Il diritto dell'economia è un campo molto vasto, complicato e dinamico della scienza giuridica.*

*Sono, infatti, numerosissime le attività economiche, pubbliche e private, che si svolgono in mercati organizzati da regole finanziarie, tecniche e giuridiche.*

*I giuristi devono conoscere a fondo il funzionamento e le trasformazioni dei mercati, dunque l'economia applicata e le tecnologie (che, assieme al diritto, contribuiscono a costruire i vari sistemi regolatori).*

*In particolare le strutture giuridiche dei mercati nascono dall'integrazione di istituti giuridici molto diversi: quelli tipici del "commercio giuridico", contratti e imprese, (società, consorzi, fondazioni) e quelli del potere pubblico che disciplina e controlla i tanti "sistemi/mercato".*

*Per questi motivi il diritto dell'economia è un "unicum", autonomo rispetto ad altri settori di studio.*

*Economic law is a vast, complex, and dynamic field of legal science.*

*Indeed, numerous economic activities, both public and private, take place in markets organized by financial, technical, and legal rules.*

*Lawyers must have a thorough understanding of the functioning and transformation of markets, and therefore of applied economics and technology (which, together with law, contribute to building the various regulatory systems).*

*In particular, the legal structures of markets arise from the integration of very different legal institutions: those typical of "legal commerce" - contracts and*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*businesses (companies, consortia, foundations) - and those of public authority that regulates and controls the many "market systems".*

*For these reasons, economic law is a "unicum", independent from other fields of study.*

**SOMMARIO:** 1. Natura ed oggetto - 2. La compresenza sinergica di istituti giuridici di diversa matrice - 3. Un diritto sincretico, sistemico ed "espansivo" - 4. La connotazione sistemica del diritto dell'economia - 5. (segue) la natura "espansiva" - 6. Fare di necessità virtù.

1. Nel contesto italiano ed europeo continentale l'espressione diritto dell'economia ha due significati.

Indica innanzitutto gli insiemi delle regole di diritto – provenienti da fonti precettive molto diverse – che disciplinano le attività economiche rilevanti.

È un diritto "sconfinato" per tre convergenti motivi:

I) è, in molte sue parti, "inventato" ed applicato senza "ancoraggi" territoriali, soprattutto nei mercati digitali ed immateriali (si pensi alle criptovalute);

II) è composito e "crossborder", non solo rispetto alle partizioni tradizionali del diritto, ma anche alle scienze economiche: è impossibile, ad esempio, occuparsi di regolazione delle banche senza conoscere i fondamenti della tecnica bancaria;

III) è pervasivo, poiché nell'era della tecnoeconomia dominante molti settori, che prima non lo erano, divengono anche mercati, variamente regolati.

Nel linguaggio dei giuristi indica, invece, un ambito, autonomo e trasversale, delle scienze giuridiche, che studia le regolazioni delle attività economiche, pubbliche e private e ne trae ipotesi ricostruttive alle varie scale.

Di questo secondo significato trattano queste note.

In quanto scienza giuridica – per sua funzione e vocazione<sup>1</sup> costruttiva e

---

<sup>1</sup> GIANNINI, *Lezione dottorale*, in AA.VV., *Giornate di studio in onore di Massimo Severo Giannini*, Università di Bologna-SPISA, 1997, p. 25 e ss.

creativa – si occupa:

- i) degli insiemi di regole che disciplinano le attività economiche;
- ii) degli istituti giuridici (soggetti e poteri, pubblici e privati; funzioni; procedure ed atti, contrattuali ed amministrativi) volta a volta “utilizzati” nei diversi settori “economici”;
- iii) della struttura e funzionamento dei *sistemi* regolatori, relativi a ciascun settore, anche alla luce delle decisioni delle amministrazioni di regolazione, dei giudici e delle prassi operative.

La scienza giuridica si “incrocia”, e si deve integrare, con quella economica e sociologica.<sup>2</sup>

“A specchio” le scienze economiche (e sociali) devono occuparsi delle discipline giuridiche e dei loro sistemi.<sup>3</sup>

Su entrambi i versanti gli studi sono e devono essere *interdisciplinari*, ciascuno integrato con i rispettivi “campi esterni” di riferimento.

A questo *postulato* si deve aggiungere una *constatazione*: i settori e sottosettori di attività economiche sono numerosissimi.

[E' sufficiente uno sguardo ai c.d. “codici ISTAT” delle attività economiche].

Di conseguenza sono altrettanto numerosi i *mercati* nei quali avvengono gli scambi di beni e servizi.

In relazione alla specificità di ciascun tipo di bene o servizio scambiato (ad esempio: prodotti farmaceutici, armamenti, prodotti agricoli), ciascun mercato costituisce un *sistema regolatorio*, con un suo *modello organizzativo*.<sup>4</sup>

I sistemi dei numerosissimi settori presentano analogie e differenze, ma tutti si fondano su alcuni elementi costitutivi: riguardano attività di produzione e/o di scambio di beni e servizi, organizzate in mercati da complessi di regole, adottate in

---

<sup>2</sup> LEMME, *Diritto ed economia del mercato*, Milano, 2025, p. 1 e ss.

<sup>3</sup> CALABRESI, *Il futuro del Law and Economics*, Milano 2018, p. 7 e ss.; FRANZONI, *Introduzione all'economia del diritto*, Bologna 2005, p. 25 e ss.

<sup>4</sup> CAPRIGLIONE, *Il diritto dell'economia tra passato e futuro*, Torino, 2025, p. 14 e ss.

prevalenza da poteri pubblici (ma anche privati) a tutela di interessi generali delle collettività; sistemi al cui corretto funzionamento sovrintendono organismi pubblici (e talora privati) di natura prevalentemente tecnica.

2. A seguire viene in rilievo una *seconda constatazione*: le regolazioni delle attività e dei relativi mercati sono composte *sia* dagli istituti giuridici che storicamente ordinano i rapporti economici tra privati (illeciti e responsabilità civile, contratti ed imprese: in forma di società, ma anche fondazioni ed associazioni), *sia* da vari tipi di atti adottati da soggetti pubblici (leggi; regolamenti; provvedimenti generali, come le programmazioni, o singolari; accordi amministrativi; contratti pubblici).

Questi “strumenti del mestiere” non solo “convivono”, ma si integrano nelle varie fasi delle operazioni economiche e procedure operative.

Un esempio, relativo a vicende note ed attuali, può essere più utile di molte descrizioni o teorizzazioni.

In materia di operazioni finalizzate all'acquisizione del controllo di società quotate le norme prescrivono, a fini di trasparenza del mercato dei capitali e di tutela di *tutti* gli azionisti, che la società “scalatrice” formuli un'Offerta Pubblica di Acquisto (o Scambio) delle azioni della società “bersaglio”.

Le operazioni di questa specie sono regolate da norme eurounitarie e nazionali, le quali delineano una precisa sequenza di passaggi – una *procedura* – nella quale confluiscono, *da un lato*, atti negoziali (l'impegno dell'offerente di acquistare le azioni entro un determinato periodo e ad un certo prezzo, ma anche la presentazione di offerte alternative, sino ad una data limite); *dall'altro*, *atti amministrativi* degli organismi pubblici, nello specifico la CONSOB (ed eventualmente l'AGCM) che sovrintende alla procedura stessa, a partire dall'autorizzazione iniziale.

Compito dei giuristi è analizzare la *concatenazione* e *l'interazione* - nel corso della procedura – tra gli atti negoziali – offerte e controfferte – che sostanziano

l'operazione di "scalata societaria" ed i provvedimenti della CONSOB, la quale dirige il regolare svolgimento della sequenza, adottando deliberazioni, finalizzate ad una competizione corretta, che possono variamente condizionare gli esiti dell'operazione.

I "giuristi dell'economia" – "legisti" (che scrivono le norme), studiosi, giudici, funzionari pubblici, consulenti ed avvocati delle imprese – devono avere un approccio *doppiamente aperto ed interdisciplinare*.

Non solo – come s'è accennato – verso le scienze economiche e sociali, ma prima nell'ambito di quelle giuridiche.

È infatti indispensabile, ancor prima che metodologicamente corretto, non solo conoscere come funzionano i vari "sistemi /mercato", ma anche padroneggiare l'intera "cassetta degli attrezzi" che sono utilizzati nei diversi contesti.

In primo luogo vengono in rilievo i principi e valori delle "Costituzioni economiche", dell'UE e della Repubblica. Per rimanere all'esempio fatto, le minuziose procedure delle offerte pubbliche sono il "precipitato normativo" dell'obbligata conciliazione del principio euronitario proconcorrenziale della *massima contendibilità* del controllo delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali con il principio costituzionale della tutela del risparmio degli azionisti, ai quali anche dev'essere data la possibilità di scegliere se cedere, o meno, le partecipazioni azionarie nella società "bersaglio", in occasione di "scalate" che possono determinare il mutamento degli assetti di *governance* e di strategie imprenditoriali.

Si verifica così un interessante fenomeno: l'impiego coordinato di istituti giuridici del diritto societario e del diritto amministrativo *retroagisce*, per così dire, sulla funzione originaria di entrambi i tipi di istituiti.

Ad esempio: nell'OPA tanto le fattispecie precontrattuali e contrattuali, relative all'acquisto/cessione di partecipazioni in funzione del controllo societario, quanto la procedura amministrativa prescritta, una volta "messe insieme" vengono ad avere una finalità convergente: assicurare il corretto funzionamento del sistema-

mercato, tutelando sia gli interessi privati a competere nel mercato che il risparmio dei cittadini.

Questa *funzione sistemica* sublima quelle originarie dei singoli istituti giuridici.

3. Le constatazioni iniziali costituiscono la base, il contesto sostanziale dal quale partire per mettere a fuoco la struttura e la funzione del diritto dell'economia quale ambito autonomo della scienza giuridica.

A questo proposito i profili caratterizzanti possono riassumersi nei tre aggettivi *in exergo* a questo paragrafo.

È, innanzitutto, un diritto *sincretico*<sup>5</sup> o, se si vuole, "*fusion*".

Tutti i settori di attività economiche sono connotati - con maggiore o minore intensità - dalla dialettica assiale tra interessi/poteri privati ed interessi/poteri pubblici.

Naturalmente le declinazioni della dialettica variano a seconda dei settori.

Prendiamo come esempio un settore (soltanto) in apparenza eccentrico rispetto alle tematiche classiche del diritto dell'economia: il *mercato dell'arte*, che è caratterizzato da due opposti interessi: *da un lato* la commerciabilità e la libera circolazione delle opere d'arte - sbrigativamente qualificate "*merci*" dai Trattati UE, al pari dei ... cavolini di Bruxelles – e, *dall'altro*, la tutela del patrimonio culturale, che ha il suo presupposto nella conoscenza della localizzazione delle opere di interesse culturale, con l'obiettivo la loro inamovibilità dal territorio nazionale.

Il principio della libera circolazione delle merci è derogabile, nel diritto UE, nel caso di beni mobili che appartengono al patrimonio culturale nazionale, indipendentemente da chi ne sia proprietario.

Di conseguenza l'organizzazione giuridica italiana del mercato subordina il commercio e la frequente "fuoriuscita" delle opere d'arte a varie procedure, gestite

---

<sup>5</sup> AMOROSINO, *Le dinamiche del diritto dell'economia*, Pisa, 2018, p. 29 e ss.

dal Ministero della Cultura, le quali prevedono l'impiego sinergico di istituti civilistici ed amministrativistici: *da un lato* il diritto di prelazione del Ministero, in caso di vendita di un bene culturale (vendita che deve essere previamente notificata dall'Amministrazione); *dall'altro* l'obbligo di previa autorizzazione alla fuoriuscita dal territorio nazionale; *ancora*: lo Stato può procedere, a fini di tutela, all'acquisizione coattiva del bene mediante esproprio (o cessione bonaria), con relativo indennizzo.

In caso di esportazione non autorizzata di beni culturali, lo Stato, oltre ad attivare procedimenti giurisdizionali, può irrogare sanzioni penali, ma in alcuni casi anche stipulare *accordi* con i detentori, finalizzati al rientro dei beni in Italia, a titolo di prestiti a lungo termine, prevedendo compensazioni di vario genere.

L'insieme degli istituti giuridici sopra richiamati concorre a configurare il *mercato legale* delle opere d'arte, nel quale il commercio e la frequente esportazione dall'Italia sono subordinati a procedure di varia natura: in alcuni casi *autorizzatorie* o *ablatorie*; in altri *contrattuali* (acquisti in prelazione o cessioni bonarie, ad esempio per estinguere debiti tributari); in altri ancora *pattizie* (accordi di rientro di opere fuoriuscite mediante prestiti a lungo termine di altre opere).

[È noto, purtroppo, che molto più consistente del mercato legale è quello clandestino o comunque elusivo dei controlli, che sono insufficienti ed inadeguati].

Da ultimo è da notare che la compresenza funzionale di istituti giuridici di origine diversa non è un'esclusiva delle regolazioni economiche (e, conseguentemente, delle elaborazioni del diritto dell'economia), ma rientra in una tendenza generale al formarsi di un *diritto comune*,<sup>6</sup> con fenomeni di internalizzazione di procedure d'origine amministrativa nel diritto delle imprese e, viceversa, fenomeni di espansione di procedure contrattuali nel diritto amministrativo. Il ricorso preferenziale a strumenti privatistici è previsto dall'art. 1 della legge n. 241/1990 che disciplina l'azione amministrativa, ma è largamente

---

<sup>6</sup> CIRILLO, *Sistema istituzionale di diritto comune*, Milano, 2021, p. 61 e ss.

inattuato.

4. Gli ordinamenti dei mercati sono *sistemi regolatori*, intesi come l'aggregato delle loro componenti: il settore specifico e le modalità degli scambi; la pertinente regolazione (normativa e di controllo amministrativo); gli attori (i *regulators*, le imprese che compongono la catena del valore, i destinatari dei beni o servizi); l'effettivo funzionamento dell'insieme.

Per quanto riguarda tali sistemi, il compito del diritto dell'economia è duplice:

I) individuare, mediante prospezioni e comparazioni, gli istituti giuridici più frequentemente utilizzati con le loro possibili declinazioni: dalle fattispecie contrattuali (ad esempio: l'acquisto di cose o valori futuri, che si rinviene nel mercato finanziario, ma anche in quello dei vini pregiati) agli atti precettivi delle autorità di regolazione, i quali spaziano dalle regole tecniche (ad esempio: le "*Istruzioni*" di Banca d'Italia o i "*Disciplinari*" della produzione dei vini DOC), ai controlli sulla *compliance* ed alle eventuali sanzioni.

Rimanendo ai due esempi fatti – vini e banche – relativi a settori/mercati diversissimi emergono talune analogie:

→ sul versante dei contratti la funzione è quella di prestabilire le condizioni di acquisto e vendita, fondate su calcoli previsionali circa l'andamento ed i rischi del mercato;

→ sul versante delle regolamentazioni tecniche – le "*Istruzioni*" di Banca d'Italia ed i "*Disciplinari*" di produzioni dei vini – la funzione è di prestabilire i criteri di "*fairness*" dei comportamenti degli operatori;

II) ricostruire la *formula organizzatoria* di ciascun settore collocandola – innanzitutto – nel contesto delle attività economiche sottostanti, con le quali esistono rilevanti interazioni e – secondariamente – nel più vasto scenario dei sistemi economici ed istituzionali generali, alle varie scale (nazionali, UE, in alcuni casi globali, ove esistono organismi e regole di "riferimento").

L'approccio sistemico ed intersistemico impone la massima apertura e sensibilità per comprendere le dinamiche e le interrelazioni dei sistemi stessi.

Come altre scienze sociali anche il diritto procede traendo dall'osservazione della realtà ipotesi ricostruttive sulla struttura ed il funzionamento del sistema organizzatorio pertinente a quel determinato settore.

Il diritto dell'economia non fa eccezione: individua i fattori costitutivi delle discipline giuridiche delle attività economiche e su di essi, ed attorno ad essi, imbastisce modelli interpretativi indicandone le logiche di funzionamento e l'effettiva funzionalità in base a valori e principi di vertice degli ordinamenti generali (Stati, UE, organismi internazionali del commercio), ricorrendo a nozioni di teoria generale del diritto o sperimentando l'applicabilità di istituti giuridici esistenti.

È, in sintesi, un *metodo gradualista*, fondato sulla "*cross fertilisation*".

Tale approccio gradualista può seguire diverse metodologie, ad esempio quella della "*law and economics*" e dei suoi "derivati" o il sincretismo del "diritto economico" comune dell'UE e, "a cascata", degli Stati continentali, tradizionalmente di *civil law* ed "a diritto amministrativo".

5. L'ulteriore caratterizzazione del diritto dell'economia come "espansivo" si riferisce ad un fenomeno costante e progressivo, vale a dire l'estensione di regolazioni a connotazione in prevalenza "mercatistica" a settori in precedenza ritenuti estranei o non emersi sulla "scena economica".

Si pensi – ad esempio – alla produzione televisiva, in passato in regime di monopolio pubblico.

La riserva di attività<sup>7</sup> è stata forzatamente superata dal progresso tecnologico, il quale ha dato luogo ad un mercato multimediale (con tendenza all'aggregazione in

---

<sup>7</sup> V., ad ampio spettro, AA.VV., *Riserve di attività e interesse pubblico nel diritto dell'economia*, a cura di LENER, LUCANTONI e SARTORI, Torino 2025.

grandi *network*) ed, al contempo, alla creazione di una complessa regolazione.

Al mercato dell'arte già s'è accennato: le convenzioni internazionali e, successivamente, le discipline della Comunità Europea sono state recepite in modo diseguale.

Una vicenda per certi versi analoga ha riguardato molti *servizi pubblici primari* – quali l'istruzione, la sanità, i trasporti, le poste – il cui regime giuridico originario, a dominanza pubblica (salvo concessioni d'esercizio a privati) è stato in vario modo liberalizzato, dando luogo a mercati aperti e concorrenziali (ferrovie, cliniche, università, corrieri, etc., nei quali pubblici e privati, concorrono tra loro).

Anche in questi casi le regolazioni hanno avuto il duplice scopo di organizzare giuridicamente i rispettivi, nascenti, mercati concorrenziali e di tutelare gli interessi pubblici all'efficienza ed alla qualità dei servizi resi alla collettività.

Più in generale il modello classico delle regolazioni "economiche" è caratterizzato dalla dialettica o dal conflitto tra interessi di "puro mercato" ed interessi generali, *in primis* quelli costituzionali.

Le regolazioni possono esser volte, a seconda dei casi, a correggere disfunzioni o carenze dei mercati ed a ridurre le disparità, informative e di poteri contrattuali, tra operatori professionali e clienti/utenti, risparmiatori.

Il modello base viene utilizzato, per quanto possibile, anche per regolare i mercati innovativi.

I casi d'attualità sono numerosi ed eterogenei: si va, ad esempio, dalle criptovalute, all'intelligenza artificiale, sino agli *influencer*.

Nello specifico:

- le regolazioni eurounitarie "inseguono" le criptovalute;
- le applicazioni dell'intelligenza artificiale formano oggetto di apposito Regolamento UE;
- l'attività degli *influencer*, volta ad indirizzare i comportamenti commerciali dei *followers*, ha formato oggetto, nel 2025, di un apposito regolamento dell'Autorità

Garante delle Comunicazioni (AGCOM) basato sulla costituzione di un apposito elenco dei professionisti del ramo e sull'indicazione di criteri di comportamento.

Nonostante gli sforzi di adattamento dei regolatori europei la tradizionale struttura giuridica dei mercati si sta rilevando obsoleta a fronte delle evoluzioni tecnologiche.

Sono mutati sia gli *oggetti* (i beni) negoziati sui mercati, in particolare dati e conoscenze sia la struttura stessa dei mercati (sempre più telematica e non fisica).

Le regole di funzionamento dei mercati sono prodotte direttamente dai padronidelle piattaforme che li gestiscono.

Sono essi, o meglio i loro prodotti – algoritmi, *blockchain*, sistemi di AI – a produrre i *codici di comportamento* – costituiti soprattutto da procedure che disciplinano il funzionamento di innumerevoli luoghi immateriali di scambio.

È la tecnologia stessa a dettare le procedure di accesso ed utilizzazione da parte dei clienti (ivi compresa la gestione delle disfunzioni e dei reclami).

In questo scenario le fonti delle regole<sup>8</sup> sono sempre di più i codici di funzionamento dei mercati e di comportamento delle parti che in essi negoziano.

Il compito fondamentale dei titolari del "*puissance publique*" è (e sarà) sempre più quello di negoziare con i poteri privati per imporre l'inserimento, nei loro sistemi operativi, di regole di tutela dei clienti e più in generale dei diritti delle persone.

6. Gli studiosi di diritto dell'economia sono di fronte ad "oggetti" – al contempo – vastissimi ed in espansione, ma frammentati in settori.

Devono innanzitutto capire "come funzionano" e poi tentare di dar loro un qualche ordine giuridico, pur orientativo, destinato ad esser superato dalle dinamiche delle transizioni economiche, tecnologiche ed istituzionali.

---

<sup>8</sup> V. AMMANNATI, *Le metamorfosi della regolazione*, relazione al Convegno dell'ADDE – Associazione Docenti di Diritto dell'Economia, *Dinamiche demografiche e diritto dell'economia*, svoltosi il 4 e 5 dicembre 2025 all'Università di Trento.

Il diritto delle attività economiche non è più costituito – come cinquanta<sup>9</sup> o anche trent'anni fa<sup>–10</sup> da una congerie di tutte le discipline oggettuali, affiancate “a canne d'organo”, pur con qualche collegamento “orizzontale” (ad esempio: i lavori pubblici e le sovvenzioni rientrano nell'ambito degli investimenti pubblici).

Il moltiplicarsi delle interdipendenze tra settori a scala mondiale; la crescente egemonia di oligopolisti privati transnazionali e, tra le istituzioni dell'UE (sino a tempi recenti portatrice di una concezione “mercataista”); l'arretramento e poi il ritorno degli Stati dovuto alle crisi globali; la stessa organizzazione delle attività in mercati; tutti questi macrofattori hanno configurato un composito “sistema di sistemi” “economici”.

Facendo di necessità virtù i giuristi dell'economia devono trarre dalle rispettive esperienze le possibili chiavi interpretative delle logiche di sistema seguendo un metodo sperimentale e gradualista.

Visioni, panoramiche ed approfondite sono imposte dalle esperienze e dagli scenari dell'ultimo trentennio, il quale ha registrato l'affermazione ed il declino del neoliberismo, soprattutto a causa delle “dure repliche della storia” che hanno costretto gli Stati a “reintervenire” nelle attività economiche e, l'UE, a “riscoprire” il principio di coesione.<sup>11</sup>

Nell'ottica del giurista vengono in rilievo alcune *invarianti* o tendenze divenute delle *costanti*.

La *prima* l'accennata moltiplicazione ed evoluzione delle regolazioni.

La *seconda* grande invariante, cui pure si è più volte fatto riferimento, è costituita dalle innovazioni – tecnologiche, scientifiche, giuridiche, finanziarie – che possono produrre effetti contraddittori, ma comunque impongono ai giuristi di conoscerle e tentare di loro discipline giuridiche, sia pure provvisorie.

---

<sup>9</sup> GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna 1977, p. 16 e ss.

<sup>10</sup> CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma – Bari, 1995, Cap. II.

<sup>11</sup> LUCHENA, *Orizzonti del diritto dell'economia: un'introduzione. Oggetto, metodo dottrine*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2023.

La *terza* invariante è costituita proprio dall'incidenza delle elaborazioni o modelli giuridici ed economici, nella misura in cui riescono ad ispirare o a condizionare le nuove regolazioni dei sistemi/mercati.

Il campo di studi di questa autonoma scienza giuridica è dunque affascinante ed attrae un numero crescente di studiose e studiosi.

Tentare di riportare tutto ciò nei “recinti chiusi” tradizionali – come fanno taluni attardati o invidiosi – è come “*rimettere il dentifricio nel tubetto*”: impossibile.

Tanto più in un'epoca di crescenti complessità e conflittualità degli scenari economici<sup>12</sup> e politici globali è indispensabile “*alzare le vele*” verso il mare aperto della ricerca.

**Sandro Amorosino**

*Ordinario di diritto dell'economia*

---

<sup>12</sup> DI TARANTO, *Scenari macroeconomici della deglobalizzazione*, in AA.VV., *Diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Milano 2023, p. 69 e ss.

## I LIMITI APPLICATIVI DELLA DIGITALIZZAZIONE NELL'INDUSTRIA FINANZIARIA \*

*(The application limits of digitalization in the financial industry)*

**ABSTRACT:** *La governance dei dati informatici (cd. Big Data) consente di orientare il mercato attraverso la preventiva identificazione delle linee di tendenza degli interessi dei consumatori e, dunque, attraverso la possibilità di individuare i settori di investimento cui vanno le opzioni degli operatori. Ne consegue che una eccessiva automazione restringe la concorrenza attraverso la separazione delle scatole dei dati. Un limite della capacità delle macchine artificiali deriva dal fatto che le loro previsioni si fondono su dati storici riguardanti il passato, ragione per cui manca ad essi una capacità predittiva. Conseguentemente si denota un intrinseco limite nella loro azione con riguardo alla possibilità di rappresentare verosimili situazioni che abbiano a verificarsi in futuro. Se ne deduce che qualora gli automatismi informatici a base della digitalizzazione si risolvono in forme di incremento non controllato del processo concorrenziale potrà aversi di riflesso una ripercussione negativa sulla stabilità del sistema finanziario. Pertanto, il regolatore dovrebbe predeterminare i limiti entro i quali si può esplicare l'attivazione dei meccanismi automatizzati segnando in tal modo una barriera al verificarsi di ipotizzabili situazioni distorsive (instabilità).*

*The governance of big data allows market direction to be driven by the early identification of consumer choice and, therefore, the ability to pinpoint investment sectors that operators' options are focused on. As a result, excessive automation of investment decisions restricts competition by separating data from one another. A limitation on machine capacity stems from the fact that their assessments are based on historical data, which lack predictive ability to represent potential future*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*situations. It follows that if the automated processes driven by digitalization result in uncontrolled increases in competition, this could have a negative impact on the stability of the system. Therefore, regulators should identify the limits within which automated mechanisms can be employed, thereby preventing the manifestation of potential distortions which lead to instability.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Il mercato dei dati informatici e la tutela del consumatore. - 3. Segue: ... il ruolo delle piattaforme digitali. - 4. La regolazione europea sul Fintech e sull'intelligenza artificiale. - 5. Complessità sistemica e nuovi canoni operativi. - 6. Segue: ... cambiamenti geopolitici e degenerazioni della globalizzazione. - 7. Conclusioni.

1. Il progressivo utilizzo di meccanismi automatizzati nelle decisioni di investimento dei consumatori ha contribuito alla creazione di un innovativo modello concorrenziale che interagisce sui nuovi paradigmi dell'operatività finanziaria. In presenza di una realtà siffatta, c'è da chiedersi se detta configurazione del quadro operativo non si risolva in una limitazione dell'autonomia decisionale degli utenti, i quali sono oggetto di valutazioni affidate all'elaborazione dei dati anziché alla capacità professionale dell'intermediario.<sup>5</sup> Ne è un esempio l'attività di valutazione del merito creditizio e profilatura del rischio del fruitore dei servizi che, per solito, viene rimessa alla tecnologia delle piattaforme digitali.<sup>6</sup> Per cui l'incidenza della digitalizzazione dei prodotti in ambito finanziario determina un profondo cambiamento nelle forme operative che danno contenuto alla realtà del mercato.

I canoni ordinamentali dell'intermediazione finanziaria appaiono sempre più caratterizzati dalla presenza di soggetti che svolgono la loro attività al di fuori dalle

---

<sup>5</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Relazione alla tavola rotonda: Verso l'Open Finance. Profili regolatori e di mercato*, Luiss, 11 ottobre 2024, Aula Magna, via Parenzo, 11, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, IV, p. 385-386.

<sup>6</sup> Si v. AMMANNATI-GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, II, p. 296; GUARRACINO, *Information technology e valutazione del merito creditizio*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, p. 65.

*forme abilitative* che tradizionalmente contraddistinguono l'accesso ai canali di investimento. Si individua, dunque, un'operatività alternativa incentrata sulla *decentralizzazione* delle negoziazioni, da intendersi nel senso di previsione dell'esercizio della stessa da parte di multinazionali della tecnologia che trovano spazio in un mercato senza *luoghi*, caratterizzato dalla transitorietà, dall'anonimato e dalla mancanza di una profonda identità sociale.<sup>7</sup> Detta 'operatività alternativa' si sviluppa all'interno di un processo di interazione tra tecnologia e finanza, che dà luogo ad un fenomeno conosciuto come *Fintech*, al quale è dedicata particolare attenzione da parte delle *authorities* di supervisione.<sup>8</sup>

La tecnologia finanziaria consente di superare le difficoltà che hanno da sempre caratterizzato l'accesso diretto delle imprese al mercato dei capitali mediante utilizzo di sofisticati sistemi algoritmici in grado di velocizzare le transazioni commerciali. Da qui la configurazione di nuovi schemi d'intervento che, sviluppandosi nella reciproca fiducia e riconoscimento, possano dar sostanza al processo di integrazione dell'attuale complesso dispositivo.<sup>9</sup> A tal fine è evidente la necessità di individuare forme disciplinari volte alla formazione di tecniche procedimentali integrate. Nello specifico, viene evidenziato da un'attenta dottrina che la mancanza di un'unitaria struttura delle nuove tecniche operative consente modalità differenziate di accesso al mercato digitale; donde la difficoltà d'identificare la disciplina applicabile, con ovvie implicazioni sul piano concorrenziale.<sup>10</sup>

Se ne deduce che il mercato finanziario sta vivendo un passaggio epocale, che interagisce sulla sua stessa identità e sulle specificità che ne contraddistinguono la

---

<sup>7</sup> Cfr. AUGÉ, *I nonluoghi: Introduzione a una antropologia della surmodernità*, Milano, 2009, cap. I.

<sup>8</sup> Si v. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, August 2017, visionabile su <https://www.bis.org/bcbs/publ/d415.pdf>; IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, February 2017, visionabile su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>.

<sup>9</sup> Cfr. ASSO, *Globalizzazione reale e globalizzazione finanziaria: aspetti teorici e problemi di regolamentazione*, in *Ragion pratica*, 2002, n. 18, p. 127-128.

<sup>10</sup> Cfr. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contratto e Impresa*, 2019, II, p. 381.

struttura. Si comprende che la configurabilità di quest'ultimo è legata a dinamiche in continua evoluzione e, la cui interpretazione, su un piano sistematico, consente di chiarire gli attuali accadimenti, dei quali ovviamente vanno segnalati i profili positivi e le criticità.<sup>11</sup> In tale contesto, si individuano cambiamenti socio politici sui processi decisionali, i quali per solito si riscontrano a seguito delle interazioni di vario genere che, nel corso del tempo, si verificano tra i partecipanti al mercato. Vengono, altresì, in rilievo i fenomeni degenerativi della *globalizzazione* che hanno riguardo agli effetti che essi producono sul piano economico; per converso, va sottolineato il crescente ruolo delle piattaforme *tech* che favorisce politiche restrittive della concorrenza unitamente ad un *agere* volto a prefigurare un intento di 'dominio' del settore.<sup>12</sup>

Ne consegue una prospettiva caratterizzata da incertezze e dubbi, dalla quale è necessario porre in essere misure di intervento al fine di prevenire i rischi derivanti da posizioni d'interesse o egemonia che sono di ostacolo alla protezione del consumatore di servizi finanziari. Da qui l'esigenza da parte dei regolatori di identificare rimedi normativi che non possono essere ulteriormente rinviati.

2. A seguito della crisi pandemica, si riscontra un significativo impulso nell'utilizzo delle tecniche informatiche nei processi produttivi e nello svolgimento dell'attività finanziaria. Da qui il definitivo passaggio dall'*analogico* al *digitale* e, con esso, alla capacità di un pieno e migliore impiego della tecnologia che si rivela essenziale per l'accesso ai servizi governativi, la ricerca di lavoro, la comunicazione e l'acquisto di beni.<sup>13</sup> Va sottolineato che il frequente ricorso a tecnologie innovative attraverso piattaforme digitali ha reso possibile il superamento delle difficoltà causate dal *lockdown*. Ed invero, il passaggio al *digitale* fa sì che tutte

---

<sup>11</sup> Cfr. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza Artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, suppl. al n. 3, p. 186 e ss.

<sup>12</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Concorrenza e stabilità nel paradigma digitale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. al n. 1, pp. 23-24.

<sup>13</sup> Cfr. LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, III, pp. 267-268.

o la maggior parte delle attività lavorative e di ricerca transitino sulla rete attraverso modalità multimediali, le quali divengono strumento d'informazione digitalizzata.<sup>14</sup> Il linguaggio online si estrinseca, dunque, in un paradigma digitale caratterizzato da algoritmi che si sovrappongono a forme aggregative riguardanti l'individuo-persona e in grado di creare un "archivio della conversazione umana".

Si delinea, pertanto, uno scenario volto all'analisi dell'incidenza della cibernetica sullo svolgimento dei rapporti negoziali, il cui orizzonte si apre alla fruizione di innovativi modelli di conoscenza.<sup>15</sup> Per vero, si è sottolineata l'intrinseca capacità della tecnologia di governare la realtà e la sua incidenza sull'ordine giuridico del mercato, quale si individua nel riferimento alle modifiche dell'ordinario *modus procedendi*, attuate grazie alla specificità del mondo virtuale.<sup>16</sup> Col decorso del tempo lo sviluppo tecnologico ha reso palesi i vantaggi rivenienti da un uso generalizzato della miriade d'informazioni e di dati di natura immateriale. Di tal che questi ultimi, opportunamente incanalati in sistemi di *software* di elaborazione automatizzata, sono in grado di interagire positivamente sulla prestazione di servizi di vario genere e, in particolare, di quelli praticati nel mercato finanziario.

Sotto altro profilo, viene in considerazione la dimensione interpretativa dei rapporti sui quali interagiscono i processi informatici dando luogo a forme di «disumanizzazione del contratto».<sup>17</sup> Si apre un'ampia prospettiva d'indagine che spazia dalla verifica di possibili miglioramenti nelle scelte d'investimento, alla individuazione dei vantaggi recati dalle nuove tecnologie nel superamento delle asimmetrie informative, nonché delle criticità che possono presentarsi nell'attività di salvaguardia degli interessi degli utenti finali.<sup>18</sup> Ed invero, il consumatore se non soddisfatto dal processo decisionale della macchina può chiedere la revisione del

---

<sup>14</sup> Cfr. DE CARLI, *Internet. Memoria e oblio*, Torino, 1997, cap. I.

<sup>15</sup> Si v. ALPA, *Il mercato unico digitale*, in *Contratto e Impresa*, 2021, I, p. 2 e ss.

<sup>16</sup> Cfr. FROSINI, *Cibernetica, diritto e società*, Roma, 2023, pp. 93-94.

<sup>17</sup> Cfr. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1998, I, p. 525 e ss.

<sup>18</sup> Si v. RABITTI, *Offerte personalizzate sulla base di un trattamento automatizzato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. al n. 4, p. 214 e ss.

giudizio da parte dell'uomo.

Nello specifico, l'incremento dell'innovazione finanziaria - che si basa su modalità (tecniche) di integrazione del linguaggio comune con la formalizzazione degli algoritmi informatici - apre allo sviluppo dei circuiti digitali i quali si articolano su variabili e parametri matematici, risultando particolarmente utili in quanto sono in grado di produrre segnali anch'essi numerici sulla base dei dati a loro disposizione.<sup>19</sup> All'avvento di una realtà caratterizzata dalla dimensione virtuale fa seguito una progressiva espansione verso mercati diversi da quelli tradizionali incentrati su una visione spaziale. Di ciò danno conferma le analisi che si rinvergono nelle considerazioni della Banca d'Italia nelle quali l'area di ricerca è articolata sui fattori che favoriscono lo sviluppo di modelli di *business*, sugli effetti derivanti dall'utilizzo di nuove fonti di informazione, nonché sugli esiti dei processi digitali nelle operazioni di 'accesso ai finanziamenti'.<sup>20</sup> Si fa riferimento, in particolare, al regolamento europeo sui mercati delle criptoattività (cd. "Markets in Crypto-Assets Regulation", MiCAR)<sup>21</sup> e il *Genius Act*<sup>22</sup> introdotto negli Stati Uniti nel luglio 2025, al quale fa seguito la proposta di promulgazione del *Digital Asset Market Clarity Act*<sup>23</sup> per quanto riguarda la riforma del mercato degli *assets* digitali. Siffatte misure normative si collocano nel quadro di una più ampia regolamentazione delle piattaforme culminata con la normativa UE del *Digital Markets Act* e *Digital Services Act*.<sup>24</sup>

È evidente come le autorità di supervisione siano interessate a conoscere, tra l'altro, l'incidenza del digitale sulle modalità di svolgimento dell'intermediazione creditizia, nonché le tecniche sottese ai modelli dell'intelligenza artificiale. Ciò al fine

---

<sup>19</sup> Cfr. DI SABATO, *Tecnologia algoritmica e attività negoziale smart*, in *Contratto e Impresa*, 2024, IV, p. 360 e ss.

<sup>20</sup> Si v. BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, Novembre 2025, n. 2, visionabile su [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2025-2/RSF\\_2\\_2025.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2025-2/RSF_2_2025.pdf).

<sup>21</sup> Regolamento UE 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività.

<sup>22</sup> Si v. <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text>.

<sup>23</sup> Si v. <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/3633>.

<sup>24</sup> Si v. <https://digital-strategy.ec.europa.eu/it/policies/digital-services-act-package>.

di verificare l'impatto della *informatizzazione* sulla capacità degli intermediari di valutare la rischiosità dei prenditori di fondi, avendo riguardo alla possibilità a questi ultimi consentita di un accesso facilitato al credito grazie all'uso delle tecnologie innovative.<sup>25</sup> Tale evidente cambiamento della struttura dei mercati si compendia, quindi, nell'apertura a variegata tipologie di soggetti i quali utilizzano ingenti quantità di dati a loro disposizione avvalendosi di sofisticate infrastrutture digitalizzate, per procedere ad un'analisi automatizzata dei medesimi.<sup>26</sup> Contestualmente sono presenti nel mercato variegata tipologie di piattaforme che consentono l'incontro di entità che dispongono di capitale da investire tramite prestiti, con altri che invece necessitano di risorse finanziarie, dando luogo peraltro in alcuni casi a forme di *social lending* del *credit scoring* nei quali il finanziamento non è necessariamente finalizzato alla realizzazione di uno specifico progetto.<sup>27</sup>

In siffatta realtà si impongono costi elevati agli intermediari bancari costretti a dover fronteggiare sia i potenziali concorrenti (società finanziarie) con cui devono competere, sia i promotori di piattaforme informatiche di negoziazione alternative (ad esempio, *crowdfunding* e *peer-to-peer lending*), alle quali fanno capo transazioni svolte in un contesto di totale disintermediazione delle operazioni (spesso affidate a sistemi algoritmici di scambio automatico).<sup>28</sup> Per converso, le autorità di settore, a difesa dei canoni di efficienza e di democraticità, sono tenute ad aggiornare nel *continuum* il perimetro della regolamentazione per far fronte alle nuove sfide che il mercato propone, evitando nel contempo che vengano disattese le opportunità

---

<sup>25</sup> Cfr. ALPA, *Sul potere contrattuale delle piattaforme digitali*, in *Contratto e Impresa*, 2022, IV, p. 721 e ss.

<sup>26</sup> Cfr. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in AA.VV., *L'attività delle banche*, a cura di Urbani, Padova, 2020, pp. 81-82.

<sup>27</sup> Cfr. CIRAIOLO, *Le valutazioni automatizzate del merito creditizio nel quadro regolatorio europeo. Quale futuro per il credit scoring algoritmico?*, in *Riv. dir. bancario*, 2025, I, pp. 110-111.

<sup>28</sup> Cfr. FIORE, *Tutela e gestione dei dati personali nello svolgimento dell'attività di crowdfunding* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, I, p. 82 e ss.

rivenienti dalla finanza sostenibile.<sup>29</sup>

Ne consegue che devono essere sottoposte a rivisitazione le modalità con cui interagiscono tra loro i *framework* regolamentari posti alla base dell'azione di vigilanza. Ciò dovendosi guardare con particolare attenzione agli effetti della moderna tecnologia, la cui strumentazione se, per un verso, contribuisce, in modo significativo alla possibilità di ripresa dalla stagnazione derivante da un lungo periodo di stasi operativa, per altro accentua la problematica soluzione di un responsabile impiego dell'immenso numero di informazioni archiviate al fine di dare contenuto all'elaborazione algoritmica.<sup>30</sup>

3. Alla luce di quanto precede, si delinea uno scenario nel quale l'apertura a soggetti che operano al di fuori del tradizionale schema dell'attività di intermediazione può diventare presupposto di situazioni di squilibrio sul piano della concorrenza, oltre a causare un aggravio dei rischi di mercato. Ne consegue un depotenziamento degli schemi di vigilanza i quali, per motivazioni differenti (tra le quali rileva soprattutto la presenza di intermediari digitali, cd. *infomediaries*)<sup>31</sup>, finisce col perdere la valenza che ad essi necessita per svolgere un'adeguata funzione di controllo. Tali canali alternativi sono favoriti dalla possibilità di fruire di una innovativa modalità dell'*agere* offerta dallo sviluppo di nuovi modelli tecnologici. In particolare, si ha riguardo alla possibilità di far ricorso a reti e sistemi decisionali che consentono di attivare forme operative atte a realizzare l'incontro tra la domanda e offerta senza dover sostenere i costi altrimenti alle medesime imputabili qualora si

---

<sup>29</sup> Cfr. LEMMA, *Innovazione tecnologica, Esg 2.0 e finanza sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, II, p. 209 e ss.

<sup>30</sup> Così CAPRIGLIONE, *Concorrenza e stabilità nel paradigma digitale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. al n. 1, p. 5.

<sup>31</sup> Cfr. BLICKSTEIN SHCHORY - GAL, *Market Power Parasites: Abusing the Power of Digital Intermediaries to Harm Competition*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2021, vol. 35, n. 1, pp. 89-90.

debba essere costretti a dover ricorrere all'opera degli intermediari tradizionali.<sup>32</sup>

In tale contesto, viene in considerazione in primo luogo l'utilizzo *tout court* delle piattaforme *online* e più in generale il ricorso ai numerosi meccanismi di rete rinvenibili sul mercato. A questi fanno seguito i rapporti giuridici che si sviluppano per effetto dell'accesso alle strumentazioni informatiche da parte degli *end-users*.<sup>33</sup> Si determina un significativo afflusso di capitali verso i canali sopra indicati, con conseguente loro sottrazione al circuito bancario.

È nel riferimento a siffatta realtà operativa che il legislatore europeo ha emanato il Regolamento UE n. 1503 del 2020<sup>34</sup> sulle modalità operative del *crowdfunding*, il quale è portatore di alcuni principi che appaiono destinati a restar fermi nella regolazione della generale materia finanziaria per i contenuti disciplinari che, nei medesimi, è dato riscontrare.<sup>35</sup> Ci si riferisce ai controlli che si sostanziano in una autorizzazione che ha riguardo ai contenuti della organizzazione con cui si prospetta lo svolgimento dell'attività in parola; nonché alla puntualizzazione che quest'ultima si realizza senza che il fornitore dei servizi assuma a proprio titolo alcun rischio nella gestione di una piattaforma digitale.<sup>36</sup>

Sotto altro profilo, il ricorso, poi, all'utilizzo di meccanismi automatizzati, che trovano il loro epicentro nell'*Intelligenza Artificiale* (IA), espone talora il sistema a dinamiche meccanicistiche ad 'alto rischio', per cui si profila l'esigenza di sottoporre a controlli particolari dette modalità operative, fissando anche talune limitazioni alla praticabilità dell'IA. È evidente come s'individui una realtà caratterizzata da

---

<sup>32</sup> Cfr. PELLEGRINI-DAVOLA, *Indipendenza economica ed empowerment femminile: riflessioni in prospettiva di genere sul diritto del mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, suppl. al n. 1, pp. 444-445.

<sup>33</sup> Cfr. AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell'era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, p. 8 e ss.

<sup>34</sup> Si v. Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

<sup>35</sup> Cfr. MACCHIAVELLO, *La regolazione del crowdfunding in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di crowdfunding operanti in Italia e questioni ancora aperte*, in *Riv. dir. bancario*, 2024, I, p. 135 e ss.

<sup>36</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, II, p. 118 e ss.

incertezze ed incognite; queste si accentuano ove si abbia riguardo a significativi cambiamenti strutturali dei processi di intermediazione, la cui realizzazione è rimessa ad operatori informatici che si sostituiscono nelle competenze delle autorità di supervisione, determinando un mutamento del quadro delle regole.

Non a caso viene rilevato come l'utilizzo dell'IA pone in essere rischi di manipolazione da parte di *hacker* degli algoritmi trasformandoli in agenti autonomi capaci di condurre operazioni di infiltrazione sistematica.<sup>37</sup> Si evince, pertanto, che l'IA non si limita al mero supporto delle attività manuali, bensì diviene uno strumento per mappare i sistemi interni, identificando *asset* di alto valore, estraendo dati e riassumendo informazioni prima che gli operatori umani prendano decisioni.

Per concludere sul punto, va detto che tali forme alternative dell'intermediazione inducono, comunque, a riflettere sulla ricerca di un delicato equilibrio tra innovazione finanziaria, sviluppo tecnologico e garanzia dei diritti fondamentali. Ed invero, come è stato osservato dalla dottrina, «il potere degli algoritmi è destinato ad essere il dominio elitario di pochi, generando così sproporzione e disuguaglianza e quindi negazione dei più iniziali principi generali dei diritti umani, volti a garantire la protezione ed uguaglianza nelle relazioni interpersonali».<sup>38</sup> Siffatta realtà ci costringe ad una rivisitazione delle caratteristiche strutturali e comportamentali degli attori della tecnologia, fino ad ipotizzare la possibilità di dar corso ad una “rimodulazione” della medesima, che introduca i cambiamenti necessari per consentire, tra l'altro, al sistema economico finanziario di assolvere alla sua funzione di promuovere lo sviluppo.

#### 4. La costante crescita delle tecnologie digitali pone all'attenzione delle

---

<sup>37</sup> Si v. l'editoriale di RAMPINI, *L'intelligenza artificiale ha cominciato a combattere. Contro di noi*, in *Corriere della Sera*, 26 novembre 2025, visionabile su [https://www.corriere.it/oriente-occidente-federico-rampini/25\\_novembre\\_26/1-intelligenza-artificiale-ha-cominciato-a-combattere-contro-di-noi-5a177a6b-4db5-4339-91e4-782f90013xlk.shtml](https://www.corriere.it/oriente-occidente-federico-rampini/25_novembre_26/1-intelligenza-artificiale-ha-cominciato-a-combattere-contro-di-noi-5a177a6b-4db5-4339-91e4-782f90013xlk.shtml).

<sup>38</sup> Cfr. ROMANO, *Algoritmi al potere. Calcolo giudizio pensiero*, Torino, 2018, p. 27.

autorità la problematica riguardante la possibile diffusione di rischi sistemici derivanti da un incontrollato utilizzo delle piattaforme informatiche. Essi se non monitorati e controllati adeguatamente, potrebbero in un futuro non lontano divenire focolai di crisi ovvero causare un ampliamento di quelle già esistenti in ragione delle esistenti interconnessioni tra sistemi economici. Ne è un esempio il mercato delle cripto valute divenuto il nuovo paradigma dei servizi di pagamento e delle transazioni monetarie.<sup>39</sup> Per vero, il fenomeno delle criptoattività presenta modalità di emissione e di svolgimento dei relativi scambi che avvengono in un sistema deregolamentato avvalendosi di sofisticate tecniche algoritmiche.<sup>40</sup> Va da sé che la mancanza di un istituto di gestione centralizzato consente la formazione di rapporti negoziali che si determinano al di fuori del perimetro della supervisione. Ciò con ovvie implicazioni negative sulla circolazione della moneta e dei titoli di pagamento che, di fatto, vengono ad essere sostituiti da valute virtuali non garantite da una banca centrale o da un ente pubblico.<sup>41</sup>

A ben considerare, il legislatore europeo nel Regolamento UE n. 2554 del 2022<sup>42</sup> ha affrontato il tema dell'utilizzo del *Fintech* nella fornitura di servizi, evidenziando l'importante ruolo da quest'ultimo assunto nello svolgimento delle funzioni quotidiane di tutte le entità finanziarie. Va sottolineato che, in base alle stesse indicazioni del regolatore, il 'rischio informatico' deriva dall'attuale elevato livello di interconnessione tra operatori, mercati finanziari e infrastrutture digitali che supportano gli scambi.<sup>43</sup> Esso diviene il portato della particolare interdipendenza dei meccanismi di scambio (virtuale) che connotano detto processo interattivo; da qui la

---

<sup>39</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, III, p. 225 e ss.

<sup>40</sup> Cfr. D'AMBROSIO, *La regolamentazione delle cripto-attività tra Decreto Fintech e regolamento MiCA*, in *Riv. dir. bancario*, 2024, III, p. 795 e ss.

<sup>41</sup> Si v. MATTARELLA, *L'attività degli intermediari alla luce del processo di digitalizzazione della moneta: l'assenza di una regolazione cross-sectoral*, in *Riv. dir. bancario*, 2023, IV, pp. 620-621.

<sup>42</sup> Si v. Regolamento UE 2022/2554 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario.

<sup>43</sup> Cfr. GAGGERO, *Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali*, in *Riv. dir. bancario*, 2025, I, pp. 4-5.

potenziale vulnerabilità sistemica dei medesimi legata alla possibilità che singoli disallineamenti informatici abbiano a diffondersi rapidamente da una qualsivoglia entità del settore all'intero sistema finanziario.

Si comprende la ragione per cui il regolamento in parola mira a consolidare e aggiornare i requisiti tecnici in materia di rischi cibernetici, avendo riguardo in maniera globale a tutte le componenti della resilienza operativa.<sup>44</sup> Conseguentemente si impone alle imprese vigilate di accrescere la loro consapevolezza in materia di rischi, riconoscendo che la mancanza di resilienza operativa potrebbe compromettere la solidità delle stesse entità finanziarie. Da qui l'individuazione di linee di coerenza volte ad accrescere la fiducia nel sistema finanziario ed a preservarne la stabilità, anche con riguardo al possibile insorgere di rischi digitali. In tale contesto si colloca la problematica dell'IA che, applicata in ambito finanziario, ha ad oggetto un *modus agendi* che persegue obiettivi di crescita, caratterizzandosi per la sua stretta connessione a fini di *produttività*.

Orbene, le dinamiche meccanicistiche che caratterizzano le modalità di estrinsecazione dell'IA pongono problematiche molteplici a partire dalla individuazione delle fattispecie con riguardo alle quali può esercitarsi un'attività riconducibile all'utilizzo di sistemi automatizzati che si avvalgono di algoritmi. Va al riguardo tenuto presente che l'operato dell'IA trova espressione in una tecnica che, pur presentando carattere oggettivo, non va al di là di una sofisticata elaborazione di dati che convergono verso l'obiettivo di una indicazione informativa per lo più assunta a fondamento di scelte decisionali.<sup>45</sup> Ne consegue che l'IA ha una valenza essenzialmente strumentale, malgrado manchi la possibilità di avvalersi della conoscenza tipicamente propria dell'intelligenza umana; inoltre, non è in grado di determinare il rapporto tra la mente, quale forma organizzativa della coscienza, e il

---

<sup>44</sup> Cfr. ALFANO, *Rischi informatici nel settore finanziario: strumenti di prevenzione e resilienza operativa digitale*, in *Riv. dir. bancario*, 2024, suppl. al fasc. IV, p. 357 e ss.

<sup>45</sup> Cfr. MASERA, *Scienza dei Dati, Intelligenza Artificiale e Megatrend Globali: guardando indietro e in avanti*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2025, I, p. 36 e ss.

cervello come struttura meramente fisica, rapporto che contraddistingue la personalità (*rectius*: creatività) umana.<sup>46</sup>

Ciò posto, necessita far presente che la scienza informatica presenta l'inconfutabile limite di un indubbio determinismo nelle opzioni che è in grado di prospettare. Essa, infatti, per definizione può esprimere soltanto valutazioni che riflettono gli esiti di calcoli effettuati nel riferimento a specifici presupposti, che sono identificati in sede di programmazione della macchina che deve fornire il servizio. Se ne deduce l'attitudine dell'intelligenza artificiale a mettere in relazione dati afferenti a differenziate realtà, nonché a desumere dalle concatenazioni tra i medesimi i criteri guida per le opzioni decisionali suggerite agli utenti di tali prodotti.<sup>47</sup> Ciò senza confrontarsi, in via di massima, con le indicazioni di forze nuove che possono mettere in discussione la sua caratteristica essenziale di basare i risultati forniti su una razionalità riconducibile ai processi matematici da essa elaborati.<sup>48</sup>

Alla luce di quanto precede, opportune indicazioni disciplinari in materia si evincono dal Regolamento UE n. 1689 del 2024,<sup>49</sup> nelle quali si ha riguardo alla istituzione di un quadro giuridico uniforme per quanto riguarda lo sviluppo, l'immissione sul mercato, la messa in servizio e l'uso di sistemi di IA nell'Unione. Viene, in primo luogo, chiarito che l'IA consiste in un reticolato di tecnologie in rapida evoluzione per cui il relativo utilizzo garantisce l'ottimizzazione delle operazioni e dell'assegnazione delle risorse. Può dirsi, quindi, che il legislatore tiene conto dell'esigenza di fornire vantaggi competitivi fondamentali alle imprese e condurre a risultati vantaggiosi sul piano sociale e ambientale; ciò, evitando, in base all'utilizzo di specifiche tecnologie, rischi che possano pregiudicare gli interessi

---

<sup>46</sup> Cfr. BONACCORSO, *Coscienza e intelligenza artificiale: l'intelligenza dell'intelligenza*, in *Coscienza e intelligenza artificiale*, 2024, n. 1, p. 37 e ss.

<sup>47</sup> Cfr. PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, III, p. 422 e ss.

<sup>48</sup> Si v. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, cap. I.

<sup>49</sup> Si v. Regolamento UE 2024/1689 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale.

pubblici e i diritti fondamentali tutelati dal diritto dell'Unione.<sup>50</sup>

Ed invero, l'art. 1 del Regolamento in esame delinea le regole armonizzate per l'immissione sul mercato, la messa in servizio e l'uso dei sistemi di IA che deve fondarsi su peculiari regole di trasparenza, che assurgono a criterio primario nella stessa possibilità di utilizzo delle "macchine artificiali".

La normativa prevede, inoltre, talune limitazioni operative alle pratiche di IA, nonché specificati i requisiti che devono contraddistinguere i 'sistemi ad alto rischio' unitamente alla imposizione di taluni obblighi agli operatori di detti sistemi. In siffatto contesto, meritevole di segnalazione appaiono le regole che, con riguardo ai meccanismi di IA ad alto rischio, prevedono una progettazione che consenta la riferibilità ad un adeguato interfaccia uomo-macchina; ciò al fine di permettere un'efficace supervisione dell'IA da parte di persone fisiche durante il relativo periodo d'uso.<sup>51</sup>

Sul punto, va fatto presente che l'interazione tra i processi seguiti dalla macchina e quelli della mente umana potrebbe sollevare problematiche di nuovo tipo, per il diverso peso che nei suddetti processi viene riconosciuto alle 'variabili', come percepite dalla macchina ovvero dall'uomo. Non v'è dubbio, infatti, che la macchina effettua le sue valutazioni in termini oggettivi, parametrata su criteri predeterminati dall'IA, là dove gli esiti dell'*agere* umano risentono dell'istinto e dell'azione di 'controllo morale' che ne qualifica l'essenza, raccordando l'attività decisionale ai dettami della coscienza.<sup>52</sup>

Pertanto, l'incidenza dell'IA sui meccanismi concorrenziali del mercato rappresenta uno degli aspetti di maggior rilievo della rivoluzione informatica che caratterizza l'era presente. L'automatizzazione dei processi, conseguenza dell'IA, si

---

<sup>50</sup> Cfr. GENTILI, *Regole per l'intelligenza artificiale*, in *Contratto e Impresa*, 2024, IV, p. 1043 e ss.

<sup>51</sup> Si v. ASTONE, *Autodeterminazione nei dati e sistemi A.I.*, in *Contratto e Impresa*, 2022, IV, p. 429 ss.

<sup>52</sup> Cfr. CRISCI, *Intelligenza artificiale ed etica dell'algoritmo*, in *Foro amministrativo*, 2018, n. 10, p. 1787 e ss.

riflette sugli equilibri del rapporto tra ‘concorrenza e stabilità’ determinando ricadute che forse non sono state ancora valutate appieno nella loro effettiva portata.<sup>53</sup> Da qui l’esigenza di raccordare gli esiti di siffatte innovazioni operative alle linee interventistiche rimesse alle autorità di settore al fine di evitare le possibili criticità che possono turbare il regolare esercizio dell’attività finanziaria.

5. Alla luce di quanto precede, si addivene, quindi, ad una realtà di mercato caratterizzata da fattispecie operative nelle quali trovano applicazione tecnologie decentralizzate della finanza. Tale situazione si è verificata in un primo tempo nel segmento dei pagamenti, per spostarsi poi gradualmente ai servizi bancari di base, compresa l’attività creditizia.<sup>54</sup>

Come è noto uno dei cardini della sistematica bancaria è costituito dalla necessità che resti sempre in equilibrio il rapporto tra concorrenza e stabilità. Come le banche, gli operatori *Fintech* forniscono prestiti al consumo, finanziamenti alle imprese e concedono mutui ipotecari. Ed invero, il credito fornito tramite le società informatiche continua a espandersi a ritmo sostenuto, pur rimanendo limitato rispetto al credito erogato dagli intermediari tradizionali. Ne consegue che i fattori alla base dell’espansione del credito *Fintech* si identificano sia dal lato della domanda che dell’offerta di nuovi dati e tecniche resi disponibili dai miglioramenti tecnologici nel settore finanziario, consentendo ai prestatori di superare le difficoltà di accesso al credito attraverso gli strumenti dei *Big Data*.<sup>55</sup>

La digitalizzazione dei rapporti finanziari configura una complessità sistemica dalla quale si evincono nuovi canoni operativi che si determinano al di fuori di ambiti territoriali regolamentati.

---

<sup>53</sup> Si v. MONTAGNANI, *Corporate Governance and the Governance of Artificial intelligence*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2022, n. 2, p. 271 e ss.

<sup>54</sup> Si v. la direttiva UE 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno.

<sup>55</sup> Cfr. DI PORTO, *La rivoluzione big data. Un’introduzione*, in *Concorrenza e mercato*, 2016, n. 1, pp. 6-7.

Significativa, al riguardo, appare la considerazione secondo cui «l'innovazione di prodotto e di modelli innescata dal complessivo fenomeno del *Fintech* pone in tensione i confini tra intermediari emittenti e mercati sino a renderli evanescenti». <sup>56</sup>

Tale spinta innovativa favorisce il distacco da schemi normativi tradizionali dando luogo a forme negoziali caratterizzate dal reticolo di *network* informatici. Se ne deduce una realtà nella quale il sostanziale ridimensionamento dell'operatività delle *authorities* di controllo, cui si associano i vantaggi recati dalla *new economy*, determina il progressivo allontanamento degli investitori dai luoghi materiali di contrattazione. <sup>57</sup>

A ciò si aggiungano i pericoli di volatilità dei mercati e il conseguente clima di diffusa insicurezza relativi a processi artificiali; ne consegue l'esigenza di un ancoraggio dell'attività finanziaria a schemi che diano certezze consentendo di superare i limiti rivenienti dall'assenza di un *framework* unitario di regole. Si è in presenza di un contesto operativo che - per quanto destinato a riflettersi favorevolmente sui rapporti finanziari - non è esente da ipotizzabili squilibri causati dal propagarsi di rischi cibernetici di complessa soluzione. Ecco che il mercato digitale se, per un verso, fa registrare un incremento della produzione e del consumo, adeguatamente supportati dalla maggiore mobilità del risparmio e da un significativo apporto di capitali agli investimenti, per altro accentua la difficoltà di individuare tecniche procedurali idonee a supportare la rivoluzione tecnologica. <sup>58</sup>

Sotto un profilo più generale, si riscontra la difficoltà di conciliare il coordinamento delle politiche prudenziali, rimesse alle competenti autorità di settore, con le implicazioni di un mutamento relazionale che contrasta con la

---

<sup>56</sup> Cfr. TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione*, Relazione al convegno "Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione", presso l'Università La Sapienza, Roma, 4 dicembre 2017, p. 7 delle bozze di stampa.

<sup>57</sup> Cfr. CARRIÈRE, *Le "criptovalute" sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di "strumenti finanziari", "valori mobiliari" e "prodotti finanziari"; tra tradizione e innovazione*, in *Riv. dir. bancario*, 2019, I, p. 117 e ss.

<sup>58</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Industria Finanziaria Innovazione Tecnologica Supervisione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2025, I, p. 1 e ss.

conservazione degli equilibri perseguiti dai regolatori. Ed invero - a fronte delle innovazioni della tecnologia cui hanno fatto seguito la digitalizzazione dei prodotti e la spersonalizzazione dei rapporti negoziali - si è registrata una disomogenea attività interventistica degli organi di supervisione, la quale ha accentuato pregresse diversità con l'ovvia conseguenza di dare spazio a situazioni sperequate, oggetto di critiche e dissenso.<sup>59</sup>

Emergono, dunque, ampie perplessità in ordine al regime di *soft law*, attuato in sede UE, per la realizzazione di un quadro armonizzato di regole volto alla gestione delle transazioni online e alla sostenibilità della *digital finance*.<sup>60</sup>

Si evincono, dunque, le complessità del moderno *agere* di mercato che - discostandosi progressivamente dalle tecniche utilizzate nel passato - si differenzia dagli schemi tradizionali praticati fino ad epoca recente, subordinando le possibilità di espansione del settore economico e finanziario alla difficile governabilità delle problematiche poste dalla innovazione.

Conseguono perplessità in ordine alla fattiva valenza del *framework* normativo cui non si riscontra un percorso di armonizzazione delle tecnologie sul mercato finanziario, per cui il regolatore si trova ad un bivio: innovare il sistema dei controlli secondo logiche di maggiore coesione, oppure lasciare che le pressioni esercitate dalle multinazionali della tecnologia modifichino il complesso istituzionale di riferimento.

Al riguardo, la Commissione ha proposto un pacchetto di riforme cd. *Digital Omnibus*<sup>61</sup> volte a semplificare la normativa sull'IA nonché le regole in materia di dati - con modifiche mirate alla normativa privacy (cd. *GDPR*) - a seguito delle pressioni

---

<sup>59</sup> Cfr. LEMMA, *FinTech Regulation. Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, London-New York, Palgrave Macmillan, 2020, p. 144 e ss.

<sup>60</sup> Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation on a new digital finance strategy for Europe / FinTech action plan*, visionabile su [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-digital-finance-strategy\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-digital-finance-strategy_en).

<sup>61</sup> Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Digital Omnibus Regulation Proposal*, 19 novembre 2025, visionabile su <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/digital-omnibus-regulation-proposal>.

esercitate dalle grandi *Big Tech* aventi l'obiettivo di depotenziare le regole in materia di trasparenza dei sistemi artificiali.<sup>62</sup>

6. Per comprendere il 'cambiamento' socio-economico riscontrabile sull'attuale configurazione del mercato, va fatto presente che esso si qualifica in ragione della funzione che svolge nella definizione di formule organizzative che connotano un sistema organizzato di strutture, regole ed istituzioni, volto a favorire lo scambio di beni e servizi.<sup>63</sup>

Da quanto sopra esposto, si versa in presenza di innovazioni che hanno segnato una svolta nella regolazione dei mercati finanziari. Tale complesso dispositivo è apparso da subito orientato ad offrire meccanismi concorrenziali che hanno supportato lo sviluppo delle negoziazioni di prodotti *online*. In particolare, la nuova regolazione ha consentito che venisse realizzata una amplificazione delle forme operative destinata ad incidere in maniera significativa sul processo decisionale dei consumatori.<sup>64</sup>

Con l'affermazione delle tecniche informatiche la regolazione del mercato, nonostante l'attenzione del nostro legislatore e di quello europeo, presenta ancora alcuni aspetti problematici; come è dato evincere, ad esempio, dalla complessa struttura dei meccanismi automatizzati i quali, pur facilitando l'incontro tra domanda e offerta, non consentono di pervenire ad una configurazione unitaria delle nuove tecniche operative, determinando modalità differenziate di accesso alle piattaforme

---

<sup>62</sup> Si v. l'editoriale 'La Commissione Ue propone rinvio e semplificazioni per le norme sull'intelligenza artificiale ad alto rischio', *IlSole24Ore*, 19 novembre 2025, visionabile su [https://www.ilsole24ore.com/art/la-commissione-ue-propone-rinvio-e-semplificazioni-le-norme-sull-intelligenza-artificiale-ad-alto-rischio-AHGmiqpD?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/la-commissione-ue-propone-rinvio-e-semplificazioni-le-norme-sull-intelligenza-artificiale-ad-alto-rischio-AHGmiqpD?refresh_ce=1).

Per un commento si v. MOENS, *EU set to water down landmark AI act after Big Tech pressure*, in *Financial Times*, 7 novembre 2025, visionabile su <https://www.ft.com/content/af6c6dbe-ce63-47cc-8923-8bce4007f6e1>.

<sup>63</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Il declino delle democrazie liberali*, Milano, 2025, cap. I.

<sup>64</sup> Si v. la previsione normativa dell'art. 4, paragrafo 4, e 22 e i considerando 71 e 72 del Regolamento UE GDPR.

virtuali.

Detta complessità interagisce negativamente anche a livello di sistema. Si accentuano le disuguaglianze esistenti tra gli intermediari del settore in quanto si riscontra un accrescimento della scala dimensionale media, che assume peculiare rilievo nella sfida digitale. In prospettiva, si individua una significativa incidenza del cd. diritto cibernetico sui rapporti intersoggettivi e, in particolare, la possibilità che l'utilizzo delle informazioni ricavate attraverso le nuove tecnologie renda gli attori «capaci di ridisegnare il mercato finanziario».<sup>65</sup>

Tutto ciò si ricollega al processo di *globalizzazione*, il quale è strettamente legato al mercato ed ai suoi cambiamenti, per certi versi identificandosi con esso. Ed invero, detto fenomeno accentua il confronto tra i diversi paesi, facilitando l'accesso da parte di molte popolazioni a beni e servizi; ciò con indubbi riflessi sul piano finanziario per le persone che possono fruire di opportunità che diversamente ad esse sarebbero state negate.<sup>66</sup>

Consegue un generalizzato convincimento in ordine alla positività del fenomeno in parola, trascurando di considerare che ad esso può essere sotteso un intento di prevaricazione dei rapporti sociali da parte di soggetti (piattaforme digitali) aventi di mira la logica del profitto. Da qui la riferibilità alla variegata tipologia di svantaggi che talora si accompagnano alla *decentralizzazione* dei rapporti economici, tra questi dovendosi ricomprendere la scarsa protezione dell'ambiente e dei diritti umani.

Analizzando le conseguenze del processo di disintermediazione e l'incidenza di quest'ultimo sulle prospettive di una finanza rispondente ai canoni dell'etica, va sottolineato che la mancanza di un *agere* conforme a linee comportamentali improntate al 'dover essere' comporta inevitabilmente un depotenziamento di

---

<sup>65</sup> Cfr. ALPA, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, a cura di Capriglione, *Liber Amicorum in onore di Guido Alpa*, Padova, 2019, pp. 350-351.

<sup>66</sup> Cfr. ONIDA, *La globalizzazione aumenta o riduce disuguaglianze e povertà?*, in *Il Mulino*, 2002, n. 1, pp. 131-132.

strumenti volti a garantire l'efficienza dei mercati.

Se ne deduce la problematica riguardante una pericolosa accelerazione in tutte le economie del «processo di finanziarizzazione», i cui eccessi causano il distacco dell'attività imprenditoriale da qualsivoglia riferimento al reale e, quindi, il suo protendere alla realizzazione di obiettivi di breve termine, in vista dei benefici attesi, che provengono ad esempio dall'assenza di *disclosure* del merito di credito.<sup>67</sup> Fenomeno, altresì, riscontrabile nei servizi interbancari e metodi di pagamento stante l'assoggettamento di questi ultimi ad una non ben definita *self-regulation* con ovvie problematiche connesse alla salvaguardia della trasparenza delle operazioni di investimento.<sup>68</sup>

Nel contempo, l'esigenza di procedere alla definizione di un nuovo ordine dei rapporti - disancorato da una realtà finanziaria divenuta ormai obsoleta - è incentivata dal progressivo intensificarsi delle relazioni economiche tra Stati, che peraltro hanno dato contenuto ad una esasperata applicazione delle piattaforme virtuali.<sup>69</sup>

Si assiste, dunque, ad una degenerazione delle forze di “disturbo tecnologico” che, favorendo lo sviluppo di strumenti di governance digitali, finisce con esaltare la visione utilitaristica dei giganti dell'*hi-tech*.

7. È evidente come i mutamenti indotti nella realtà economica dagli eventi dianzi menzionati escludono che la relazione tra sviluppo, economia e finanza possa trovare un adeguato compendio nel riferimento ad un sistema globalizzato, che oggi non è più configurabile come fattore catalizzatore dei processi di crescita.

Quel che necessita fare è *forse* una verifica in ordine al venir meno dei

---

<sup>67</sup> Cfr. MATTASOGLIO, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un Social Credit System?*, Milano, 2018, p. 31 e ss.

<sup>68</sup> Si v. GALATO, *Credit scoring e trasparenza algoritmica*, in *Riv. dir. bancario*, 2025, I, sez. II, p. 15 e ss.

<sup>69</sup> Cfr. MAUGERI, *Piattaforme e abuso di dipendenza economica*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2025, n. 1, pp. 67-68.

condizionamenti imposti dalla logica di un capitalismo contrario ad una visione moderna in quanto induce spesso, per ragioni di mero utilitarismo, a riferire i progetti economici a beneficio solo di alcuni.

Ne consegue che l'orientamento proponibile è quello di guardare la strumentazione regolamentare ed i meccanismi operativi che consentono di individuare le soluzioni per riportare lo sviluppo sociale ed economico in un ambito di *sostenibilità*. Diviene, per tal via, possibile assicurare un equo temperamento tra i differenti fattori della produzione, pervenendo ad esiti che - oltre ad un ipotizzabile imparziale partecipazione ai benefici del processo produttivo di tutti coloro che (sia pure in misura ed a titolo diverso) intervengono in esso - hanno di mira essenzialmente alla *sostenibilità* del mercato e alla salvaguardia delle generazioni future.

Ed invero, la ricerca relativa a tale tematica deve essere svolta in una duplice prospettiva ('sistemica' e 'tecnico operativa'), sì da fornire (da variegate angolazioni) le soluzioni ipotizzabili per riportare lo sviluppo tecnologico in un contesto di 'pari dignità', assurgendo a valore ampiamente condiviso, declinato in variegate modalità, unitariamente protese verso l'affermazione di una cultura incentrata sulla 'responsabilità sociale'.<sup>70</sup>

La progressiva acquisizione della consapevolezza di dover orientare lo sviluppo in modalità che riescano a conciliare finalità diverse induce a ricercare nella fattispecie una formula che, a livello terminologico, riesce a rappresentare l'esigenza di porre in essere un nuovo schema operativo in grado di innovare l'*agere* economico finanziario.

Le riflessioni dianzi formulate mettono in evidenza come il paradigma della tecnologia deve essere ricondotto alla ricerca dello *sviluppo sostenibile* e, dunque, alla affermazione di canoni democratici, superando le disuguaglianze, che per solito

---

<sup>70</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, p. 1 e ss.

sono frutto del capitalismo industriale.

Consegue l'obiettivo di non causare squilibri dell'ecosistema (che possono ripercuotersi negativamente sui diritti della persona) con ovvia interazione sui meccanismi operativi del mercato; da qui l'avvertita necessità di dover procedere ad una ridefinizione dei criteri che presiedono al processo di finanziarizzazione che si incentra sull'interazione tra capitalismo e debito.<sup>71</sup>

Si individua una realtà nella quale la ricerca di esiti adeguati a riportare la fenomenologia del *Fintech* nel contesto dianzi rappresentato agisce da catalizzatore nella proposizione di una struttura organizzativa 'multiforme' con riguardo alla pluralità dei suoi elementi costitutivi, ma 'unitaria' ove considerata con riferimento al nesso che congiunge le finalità programmatiche da attuare. Non vanno sottaciuti i limiti applicativi della digitalizzazione nell'industria finanziaria che emergono nei processi decisionali lasciati ai sistemi automatizzati, i quali manifestano un intrinseco limite nella loro azione con riguardo alla possibilità di rappresentare verosimili situazioni che abbiano a verificarsi in futuro.

Una decisa spinta verso il coordinamento degli interventi regolamentari *in subjecta materia* si rinviene all'interno del nostro ordinamento.

Rilevano in proposito le modifiche di noti canoni disciplinari come, ad esempio, la ridefinizione del Testo Unico della Finanza e l'adozione di misure correlate ai mutamenti introdotti dalle tecnologie digitali, resi necessari per una semplificata regolazione del mercato dei capitali e dei servizi e mercati digitali.<sup>72</sup>

Di certo, in ordine alla esigenza di conseguire opportune forme di raccordo della sostenibilità con i cardini di un innovativo *modus operandi* quale quello della tecnologia, sarà possibile in futuro attuare una progettazione che consenta la ripresa

---

<sup>71</sup> Cfr. FOSTER, *La finanziarizzazione del capitalismo*, 6 dicembre 2023, visionabile su <https://www.42rosso.it/la-finanziarizzazione-del-capitalismo-foster-j-b-2/>.

<sup>72</sup> Si v. il decreto legislativo di attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo n. 21 del 2024, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal TUF, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento.

e la resilienza, previo superamento degli impedimenti che ostacolano lo sviluppo economico. Ciò apre alla prospettiva di utilizzare modelli e metodologie fondati su uno stretto nesso tra l'entità delle risorse mobilitate e l'innalzamento del grado di efficienza produttiva.

**Andrea Miglionico**

*Associato di diritto dell'economia  
nell'Università di Napoli "Federico II"*

VARIETÁ

## RICORDO DI GUIDO ALPA \*

*(In memory of Guido Alpa)*

**ABSTRACT:** *Questo paper riproduce il testo della relazione svolta presso la Camera dei Deputati in un seminario organizzato dal prof. Giuseppe Conte in occasione della presentazione dell'ultimo libro di Guido Alpa, pubblicato dopo la sua morte.*

*In esso viene delineata la personalità di questo autorevole studioso, maestro di vita e di diritto, i cui lavori hanno dato un significativo contributo alla scienza giuridica, grazie alle originali intuizioni di carattere metodologico e sistemico con cui Egli ha approfondito fondamentali tematiche (tra cui: diritti umani, diritti dei consumatori, diritto europeo, principio di solidarietà) che sono al centro della ricerca nel settore.*

*This paper reproduces the text of the lecture delivered at the Chamber of Deputies during a seminar organized by Prof. Giuseppe Conte on the occasion of the presentation of Guido Alpa's latest book, published after his death. It outlines the personality of this distinguished scholar, a master of life and law, whose works have made a significant contribution to legal scholarship thanks to the original methodological and systemic insights with which he explored fundamental issues (including human rights, consumer rights, European law, and the principle of solidarity) that are central to research in the field.*

**SOMMARIO:** 1. Una testimonianza di stima ed affetto per un grande giurista ed un amico carissimo. 2. Creatività ed innovazione metodologica di Guido Alpa. - 3. *Segue:* riferibilità della sua analisi giuridica al contesto sociale e geopolitico. - 4. Gli studi sul 'diritto dei consumatori'. - 5. L'approfondimento dei fondamenti del 'diritto europeo'. - 6. La solidarietà come 'principio normativo'.

---

\* Testo della relazione svolta il 17 ottobre 2025 nella Sala della Regina di Montecitorio in occasione della presentazione del libro di Guido Alpa "Prima lezione di diritto privato - Un dialogo che continua".

1. Ringrazio il presidente Giuseppe Conte per avermi invitato a partecipare a questa riunione dedicata al ricordo di Guido Alpa. Parlare di uno scienziato del diritto di fama internazionale è un evento che per solito incute timore, è invece per me motivo di gioia quando il destinatario di queste parole è uno dei pochi, veri amici che la vita mi ha donato.

Non intendo di certo fare, in questa sede, l'apologia della eccellente ricerca scientifica di Guido Alpa; non ne sarei capace e soprattutto rischierei di incorrere in deprecabili omissioni. Voglio limitare il mio dire ad una testimonianza di affetto e di stima per esprimere, a nome di tutti coloro che lo hanno conosciuto, i sensi di una comune ammirazione per le sue doti di umanità e di generosità, oltre che per la sua opera scientifica cui ogni cultore del diritto dovrebbe fare riferimento nei suoi studi. È questo un doveroso omaggio ad una persona di eccelsa sensibilità ed acume, profusi non solo in un'appassionata ricerca, *fil rouge* della sua esistenza, ma nel rapporto con gli altri, sempre caratterizzato da un profondo rispetto per le posizioni diverse dalla sua e da un istintivo garbo nel tratto relazionale. E nel dir queste cose posso assicurare che non mi fanno *velo* i sentimenti di amicizia che ci hanno unito!

2. Ricordo Guido Alpa come intellettuale acuto, dal pensiero profondo sempre attento all'insegnamento della storia, ma al contempo aperto al nuovo, a cercare di capire il cambiamento della realtà che ci circonda.

Da qui la sua creatività, profusa in opere di grande livello culturale che sono diventate linfa di conoscenza per gli altri ed hanno dato contenuto allo sviluppo della scienza giuridica.

La Sua immensa produzione letteraria conferma il rilievo che Guido ascrive ai fattori sociali ed economici, nonché alla dimensione politica del diritto, per cui Egli si fa portatore di un'innovazione metodologica destinata a colmare un vuoto scientifico: quello che separa troppo spesso l'analisi giuridica ed economica dalla consapevolezza del contesto sociale e geopolitico in cui tale analisi si colloca. Si

spiega, per tal via, la ragione per cui spazia dalle tematiche tipicamente proprie del 'diritto privato' a quelle di significativa rilevanza socio-politica riguardanti la tutela dei 'diritti umani'. Ed è nella difesa di questi ultimi che Egli rivela un altro rilevante aspetto della sua personalità: la generosità d'animo, che lo rende vindice degli emarginati, dei diversi, inducendolo ad approfondire il 'cerchio delle identità' soggettive al fine di segnalare la centralità, nella sfera giuridica della persona, del «diritto di essere sé stessi», come s'intitola un suo lavoro.

Egli rivendica una dimensione umana della *identità* correlata allo sviluppo dell'individuo, che deve trovare attuazione seguendo i canoni logici della 'eguaglianza del trattamento'. Ciò significa capacità di mettersi continuamente in gioco, tentare di oltrepassare le fatidiche 'colonne d'Ercole', guardare dentro sé stessi alla ricerca della verità; significa altresì affrontare, anche in un contesto di sofferenza psicologica, i problemi e gli imperscrutabili segreti dell'«essere».

Tentando di individuare, quindi, il profilo che maggiormente caratterizza la personalità di Guido, lo ravviserei nelle risposte che i suoi scritti danno ad alcuni interrogativi che Egli si è posto: chi siamo, come siamo, dove andiamo. Sono queste le domande che accomunano tutti coloro che si sforzano di capire il 'mistero della vita', che non accettano di trascorrere supinamente una esistenza fondata sulla empiria dei dati materialistici che la connotano. Mi vengono alla mente i nostri discorsi sul 'dopo vita' e le parole con cui, al termine di una conversazione molto profonda, mi rappresentò il suo rammarico per non essere un 'credente', al pari di me. Mi affrettai a tranquillizzarlo dicendogli che quella sua affermazione, a mio avviso, era indicativa di un desiderio di 'spiritualità', di 'trascendenza', cui di certo era sottesa una 'fede' interiore, della quale forse non aveva acquisito ancora piena percezione.

3. Guido Alpa ha una visione plurale e caleidoscopica del fenomeno giuridico, che lo induce alla comparazione ed alla identificazione delle diverse prospettive o

angolazioni in cui sono declinabili le tematiche analizzate; ciò consente al lettore di pervenire ad una stratificazione concettuale delle variegate problematiche che ruotano intorno ad un istituto ovvero ad un principio.

Tale criterio metodologico gli fa ritenere che la interpretazione del diritto, per certi versi, deve allontanarsi dai canoni tradizionali della dommatica giuridica, donde l'esigenza di disancorarsi da quest'ultima, che spesso sacrifica al rigore di una astratta costruzione formale il riconoscimento del giusto rilievo da ascrivere a coloro che partecipano al processo produttivo ed a quello socio/politico. Risponde a tale logica la Sua analisi volta a sottolineare che «la creazione negoziale non può essere considerata in astratto... prescindendo dalle circostanze in cui essa è posta in essere».

Riannodando i fili del suo pensiero, si comprende infatti che Egli è consapevole che il diritto non è mai *neutrale*, l'economia non è mai separata dal potere, per cui, nell'analisi tecnico-giuridica, la ricerca non deve rinunciare all'adozione di criteri che, con sguardo critico, ci consentono di cogliere le trasformazioni in atto nel sistema delle relazioni internazionali e di riflettere sulle loro ricadute normative ed economiche.

Consegue la individuazione del compito degli studiosi: illuminare le zone d'ombra in cui gli intrecci tra interessi politici, sociali ed economici si fanno più densi, più controversi, ma anche più decisivi per il futuro dell'ordine globale. Emerge a tutto tondo come il diritto evidenzia esigenze variegata che devono trovare un'adeguata cristallizzazione in regole legislative, nelle quali la chiarezza normativa consenta di evitare la complessità dei processi interpretativi. Da qui l'essenza della *mission* del giurista le cui parole non devono mai essere scritte casualmente perché - come Guido tenne a precisare in un Suo scritto - per il suo tramite "*la lingua si fa legge*" in quanto "*il giurista non solo fa cose con parole, ma, mediante le parole, fa cose con regole*".

4. Non posso omettere di far presente che l'opera del compianto Amico è dedicata anche ad un'attenta valutazione della composita realtà che connota l'era

contemporanea. Tra i suoi studi presentano, a mio avviso, particolare rilievo quelli rivolti all'analisi della figura del *consumatore* non solo come controparte negoziale dell'impresa, bensì come centro di riferimento di interessi sociali protetti dall'ordinamento. Non a caso Egli tiene a precisare che «il consumatore, non è più uno *status* o una dimensione della persona .... ma un modo di essere e di interpretare il ruolo della persona nel mercato e nell'aggregato sociale».

Ci viene offerta, pertanto, un'innovativa lettura dei limiti che nel presente contraddistinguono l'esercizio dell'attività imprenditoriale, alla quale si accompagna il convincimento che il mercato non può essere lasciato a sé stesso, per cui necessita offrire idonee garanzie ai soggetti che ad esso partecipano. Da qui la configurabilità di un «ordine giuridico del mercato», innovativa rispetto ad altre proposizioni avanzate dalla dottrina sul finire del secolo scorso, Guido mette in evidenza la possibilità di superare le difficoltà che nel medesimo si rinvengono, ricercando soluzioni che riescano a mediare tra gli eccessi della eterodirezione e quelli della autoregolazione.

Tale riflessione, prospettata in tempi lontani, è significativa con specifico riguardo al settore della finanza e delle società quotate in borsa, la cui regolazione – come Guido tiene a precisare – pur afferendo «al diritto pubblico dell'economia, ... contiene anche regole che si possono ascrivere al diritto privato». Essa mi ha aiutato a comprendere che in un'era, come l'attuale - caratterizzata dal declino che investe molte economie avanzate e in via di sviluppo - necessita una ridefinizione delle categorie tradizionali del diritto dell'economia; mi piace far presente che solo negli studi recenti è stato dimostrato che questa è la via da seguire per cogliere le trasformazioni sistemiche in atto.

Egli è tra i primi giuristi italiani a studiare le caratteristiche del mondo virtuale, soffermandosi sulla innovazione conoscitiva recata da *internet*. Ricordo ancora la sua sorpresa quando sul finire degli anni novanta del '900, vedendolo interessato alla lettura di un lavoro di Rifkin, gli chiesi quale fosse il motivo di tanta curiosità per una

materia decisamente distante dal diritto; mi rispose che l'informatica avrebbe presto rivoluzionato le relazioni intersoggettive, con ovvi riflessi sulla sistematica giuridica, predizione che nel presente si è avverata.

5. Europeista convinto, o più esattamente *euroentusiasta* come Egli stesso si definiva, Guido Alpa ha dedicato ampia parte della Sua ricerca all'approfondimento dei fondamenti del «diritto privato europeo», oltre che all'esame di alcune tra le più rilevanti tematiche del diritto dell'UE, come quella relativa all'«armonizzazione del diritto comunitario dei mercati finanziari nella prospettiva della tutela del consumatore».

La riferibilità alla dialettica tra politica e tecnica, tra giuridico ed economico – nonostante le difficoltà che nel presente essa vive in sede di elaborazione scientifica – gli consente di rinvenire anche *in subiecta materia* forme di opportuna conciliazione.

Si riesce, quindi, a superare la diffusa incertezza, che connota la transizione verso innovative situazioni relazionali, contribuendo così al rafforzamento dei caratteri fondanti della tradizione giuridica classica nel processo di formazione del diritto privato europeo.

Conformando la Sua opera al noto principio dell'Unione europea di «perseguire l'unità nella diversità», la Sua indagine evidenzia che è ormai possibile riscontrare le condizioni fattuali e di diritto necessarie per ipotizzare come verosimili nuove forme di interazione tra gli operatori economici e finanziari. I suoi scritti, seguendo il *fil rouge* degli 'eventi storici', si soffermano sulle più significative innovazioni giuridiche introdotte dalla integrazione europea. Di esse viene offerta una *visione d'insieme* che, pur lasciando autonoma rilevanza alle medesime, è decisiva ai fini della individuazione dell'unitarietà del sistema disciplinare e, più in generale, a quella del diritto; è evidente la Sua consapevolezza che le istituzioni giuridiche, più che nel passato, stanno vivendo un'epoca di transizione, nella quale

solo la razionalità delle scelte e l'equilibrio delle forze socio politiche consentiranno al *cambiamento* di non arenarsi nelle «secche» di un futuro senza speranza.

Mi sia consentito un ricordo personale. Risale alla fine del secolo scorso la mia partecipazione, in qualità di docente, ai corsi di *Summer School*, da Guido organizzati nell'isola di Malta; l'acceso dibattito sul *diritto comunitario bancario* che in essi si svolgeva ci consentì di mettere a fuoco un quadro compiuto dei criteri che presiedono alla definizione dell'ordinamento finanziario europeo e di chiarire, nel contempo, alcune problematiche interpretative che in argomento si pongono. Ne traemmo spunti per realizzare, agli inizi di questo millennio, un'opera collettanea, curata da entrambi e connotata - tra l'altro - dalla presenza di contributi di giovani studiosi, molti dei quali oggi sono professori ordinari di tale materia.

6. A conclusione di questo mio intervento mi piace ricordare un recente libro di Guido Alpa "*Solidarietà. Un principio normativo*", nel quale – come Egli scrive nella prefazione – si analizza un principio che pur essendo "inserito in modo esplicito e addirittura letterale nella maggior parte delle costituzioni europee ... (presenta una) ... rilevanza giuridica ... nell'ambito dell'ordinamento giuridico europeo ... ancora oggi oggetto di discussione".

La solidarietà nella ricostruzione di Alpa si compendia in un'equilibrata composizione della valenza etica e morale di tale principio con il fondamento giuridico che ne connota l'essenza; ciò consente di definire tale opera come *summa* degli esiti della ricerca scientifica che ha contraddistinto il *leitmotiv* della sua vita.

Il ruolo centrale della solidarietà viene evidenziato non solo con riguardo ai sistemi di distribuzione della ricchezza, della regolazione del mercato, della programmazione economica, ma anche negli orientamenti della politica e delle scienze sociali. Esso è, quindi, correttamente identificato come uno dei principi fondanti della convivenza civile; ed invero, la sua caratterizzazione giuridica, oltre che etica, gli conferisce la capacità di indicare i canoni comportamentali dell'*agere*. Si

innova, in tal modo, la «organizzazione dei rapporti tra gli individui e tra gli individui e lo Stato» - come lo stesso Guido ci dice nell'introduzione dell'opera - a fondamento della quale si rinviene una regola che esprime la sintesi tra le indicazioni della 'legge morale' e della razionalità economico/giuridica.

Tale linea operativa conduce all'affermazione di un ordine globale caratterizzato da minori disuguaglianze, maggiore interesse alla tutela dei diritti altrui e rispetto della dignità delle persone.

La solidarietà si pone, quindi, alla base di una logica ordinatrice che, traslata nella realtà dei sistemi liberal-democratici, consente di dare una risposta concreta al dibattito sul rapporto tra libertà (anche dal bisogno) e sicurezza.

A ciò si aggiunga, per quanto concerne il contesto europeo, il senso di appartenenza suscitato dalla solidarietà ad un corpo sociopolitico unitario che si traduce in salvaguardia del benessere di tutti i cittadini dell'UE superando i legami nazionali e, più in generale, in convergenza degli Stati membri verso comuni interessi. Si spiega in tal modo la ragione per cui nel Trattato sul funzionamento dell'UE è stata introdotta, nel disposto dell'art. 222, una specifica «clausola di solidarietà» nella quale si precisa che 'gli Stati membri agiscono congiuntamente'.

L'eupeismo di Guido ancora una volta orienta il suo pensiero, che - superando i dubbi di effettività applicativa di questa regola morale in ambito europeo - ravvisa nella *solidarietà* un principio 'guida' di particolare rilievo per i paesi europei, assolvendo ad una funzione primaria negli equilibri relazionali tra i medesimi.

La solidarietà finisce con l'identificarsi con la *fraternità*, fattore d'unione tra gli uomini unitamente alla libertà ed all'uguaglianza, come il Papa Leone XIV di recente ha evidenziato nel III *World Meeting On Human Fraternity*, richiamando un brano della Enciclica *Fratelli tutti* di Papa Francesco.

Come ho avuto modo di sottolineare in occasione della presentazione di questo libro nella mia Università LUISS - G. Carli, l'insegnamento che da esso viene riflette le doti caratteriali e comportamentali possedute dal suo Autore, in misura

non inferiore a quelle che fanno di lui 'un grande' nel firmamento della scienza giuridica italiana.

**Francesco Capriglione**

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**CORTE DI CASSAZIONE**  
**ORDINANZA 16 MARZO 2025, N. 7013**

(Omissis)

**MOTIVI DELLA DECISIONE**

1. Vanno preliminarmente rigettate tutte le eccezioni di inammissibilità articolate dal controricorrente in relazione ai diversi motivi di ricorso, essendo i motivi dotati di specificità, ancorati ai punti di motivazione della sentenza impugnata, ai fatti e agli atti di causa, nonché avendo il ricorrente censurato tutte le ragioni della decisione della sentenza impugnata. I motivi di ricorso, inoltre, non involgono profili di mero fatto e non deducono travisamento delle prove.

2. Con il primo motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 3, cod. proc. civ., violazione e/o falsa applicazione dell'art. 67, secondo comma, L.Fall., nella parte in cui la sentenza impugnata ha ritenuto sussistere un pegno irregolare in relazione alla costituzione in pegno della somma di Euro 240.000,00, oggetto di debito contestualmente creato. Osserva parte ricorrente come il giudice di appello si sarebbe concentrato sul momento soddisfacente dell'escussione della garanzia ma non su quello della costituzione del vincolo di pegno. Osserva il ricorrente, sotto altro profilo, che il pegno sarebbe revocabile ancorché irregolare, indipendentemente dal momento della sua escussione, posto che la costituzione del pegno irregolare pregiudica la garanzia dei creditori in quanto il bene fuoriesce immediatamente dal patrimonio del debitore.

3. Con il secondo motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 3, cod. proc. civ., violazione e/o falsa applicazione dell'art. 1851 cod. civ. e dell'art. 67, secondo comma, L.Fall. per avere la sentenza impugnata qualificato l'atto costitutivo di pegno come pegno irregolare a termini dell'art. 1851 cod. civ. in relazione alla somma di danaro di Euro 240.000,00 in carenza dei presupposti normativi. Osserva parte ricorrente che oggetto del pegno era una somma di danaro data a mutuo ("lo

stesso denaro che dal rogito notarile (...) corrisposto dalla Banca"), chiaramente individuabile e per la quale il contratto costitutivo non prevedeva il conferimento della facoltà di disporre del denaro e di restituire il tantundem, ma la sola escussione del pegno in caso di inadempimento del debitore, diversamente da quanto l'art. 1851 cod. civ. prevede ai fini della sussistenza di un pegno irregolare.

4. Per la ragione più liquida si esamina il secondo motivo, che è fondato, con assorbimento del primo. Caratteristica del pegno irregolare è il trasferimento in proprietà del creditore dei beni assoggettati a pegno, con eventuale restituzione del tantundem al momento dell'adempimento, ovvero dell'eccedenza rispetto a quanto garantito in caso di inadempimento (Cass., n. 26154/2006; Cass., n. 10000/2004). La natura giuridica del pegno irregolare - disciplinato dall'art. 1851 cod. civ. nell'ambito della anticipazione bancaria - comporta che le somme di danaro o i titoli depositati presso il creditore diventano - diversamente che nell'ipotesi di pegno regolare - di proprietà del creditore stesso, che ha diritto a soddisfarsi non secondo il meccanismo di cui agli artt. 2796 - 2798 cod. civ. - norme che postulano l'altruità delle cose ricevute in pegno - bensì direttamente sulla cosa, al di fuori del concorso con gli altri creditori (Cass., n. 5111/2003; Cass., Sez. U., n. 202/2001).

5. Diversamente, nel pegno regolare il soddisfacimento avviene al momento dell'inadempimento dell'obbligazione garantita (Cass., n. 24137/2018). Ricorre il pegno regolare ove il cliente vincoli a garanzia del proprio adempimento verso la banca un titolo di credito o un documento di legittimazione che risultino "specificamente descritti ed analiticamente indicati" senza che venga attribuito al creditore pignoratizio il potere di disporre degli stessi (Cass., n. 18597/2011).

6. Ne consegue che, ove oggetto del pegno sia un bene determinato, per il quale non sia stato conferito al creditore pignoratizio il potere di disporre del relativo diritto, si esula dall'ipotesi del pegno irregolare e si rientra nella disciplina del pegno regolare, per il quale il creditore ha l'obbligo, di regola, di restituire l'oggetto del pegno ed è obbligato a insinuarsi nel passivo del fallimento (Cass., n. 16618/2016; Cass., n.

18597/2011, cit.; Cass., n. 12964/2005).

7. Nella specie, il giudice di appello non ha accertato, al fine di ritenere irregolare la natura del pegno, l'esistenza nel contratto costitutivo della garanzia della facoltà del creditore di disporre del bene conferito in pegno, né dell'obbligo di restituire il tantundem, diversamente da quanto dispone l'art. 1851 cod. civ., così non facendo corretta applicazione dei suddetti principi.

8. Con il terzo motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 3, cod. proc. civ., violazione e/o falsa applicazione dell'art. 67, secondo comma, L.Fall. nella parte in cui la sentenza impugnata ha ommesso di verificare che il contratto costitutivo del pegno avrebbe permesso la soddisfazione del creditore tramite compensazione tra oggetto della garanzia e obbligazione garantita, mancando omogeneità tra l'una e l'altra. Osserva parte ricorrente che la costituzione del pegno avrebbe garantito due distinte obbligazioni (l'iscrizione dell'ipoteca sull'immobile e la stipula della polizza antincendio sull'immobile), circostanza che avrebbe precluso l'incameramento della somma costituita in pegno.

9. Il terzo motivo è fondato. Nel caso di specie, il pegno non garantisce obbligazioni pecuniarie della società debitrice, bensì obbligazioni accessorie alla stipulazione del contratto di mutuo, quali l'iscrizione dell'ipoteca sull'immobile oggetto di garanzia e la stipula della polizza antincendio sull'immobile. Secondo la giurisprudenza di questa Corte, la compensazione è possibile anche tra crediti illiquidi, ancorché uno dei crediti sia indeterminato nel suo ammontare, ma purché sia di facile e pronta liquidazione (Cass., n. 7018/2020), nonché ove il credito, ancorché indeterminato nel suo ammontare, sia liquidabile dal giudice che procede (Cass., n. 23225/2016). Analogamente, la compensazione è consentita in sede concorsuale anche ove i presupposti di liquidità maturino dopo l'apertura della procedura, purché i fatti genetici delle rispettive obbligazioni siano preesistenti alla stessa (Cass., n. 2005/2025; Cass., n. 20063/2023). Nessuna compensazione può, invero, operarsi - né in sede ordinaria, né in sede fallimentare ex art. 56 L.Fall. - ove una delle

reciproche obbligazioni - come nella specie - non sia una obbligazione pecuniaria.

10. Con il quarto motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 3, cod. proc. civ., violazione e/o falsa applicazione dell'art. 72 L.Fall., nella parte in cui la sentenza impugnata ha ritenuto inadempita l'obbligazione della società debitrice, all'atto della dichiarazione di fallimento, alla stipula della polizza assicurativa antincendio. Osserva parte ricorrente che tutti i rapporti pendenti sono sospesi all'atto della dichiarazione di fallimento, per cui non può configurarsi un inadempimento rilevante da parte del debitore, non ricorrendo pertanto i presupposti per permettere l'applicazione diretta della clausola risolutiva espressa ex art. 1456 cod. civ.

11. Il quarto motivo è fondato. Il fallimento del contraente preclude l'esperibilità dell'azione di risoluzione nei confronti del curatore del fallimento, salvo il caso in cui il terzo contraente si sia già avvalso della clausola risolutiva espressa prima della dichiarazione di fallimento (Cass., n. 23462/2024); la dichiarazione di fallimento determina, difatti, la destinazione del patrimonio di quest'ultimo al soddisfacimento di tutti i creditori (Cass., n. 826/2018), non potendosi configurare (come già sotto il precedente regime normativo) un inadempimento del curatore all'atto della dichiarazione di fallimento, stante l'applicazione della disciplina dei rapporti pendenti (Cass., n. 6653/2013). Nella specie, il curatore non poteva ritenersi inadempiente all'obbligo di stipulazione della polizza assicurativa antincendio, attesa la sospensione del contratto in oggetto a termini dell'art. 72 L.Fall. e atteso il verificarsi dell'invocata risoluzione dell'inadempimento in un momento successivo al fallimento, in contrasto con l'articolo 72 L.Fall. La sentenza impugnata non ha fatto corretta applicazione del suddetto principio.

12. Con il quinto motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 4 cod. proc. civ., nullità della sentenza per violazione dell'art. 115 cod. proc. civ., nella parte in cui la sentenza impugnata ha ritenuto assolto l'onere della prova contraria della *inscientia decoctionis* sulla base del comportamento assunto dalla debitrice volto ad

occultare la sua situazione economica tramite bilanci falsi, in particolare quanto all'esercizio 2010. Osserva parte ricorrente come non sia stata offerta prova della presentazione alla banca di un bilancio falso dell'esercizio 2010, non risultando tale circostanza agli atti del giudizio penale nei confronti degli amministratori della società fallita.

13. Con il sesto motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 5, cod. proc. civ., omesso esame di fatto decisivo oggetto di discussione tra le parti in relazione al dedotto inganno ai danni della banca da parte della società debitrice per effetto della presentazione di un bilancio falso, laddove la stessa banca controricorrente, nel settembre 2011 (circa otto mesi prima la stipula del contratto di mutuo) aveva rilevato la non corrispondenza della documentazione contabile rispetto a quanto risultante dalla visura CCIAA, circostanza che - ove rilevata - avrebbe inciso sul giudizio di inconsapevolezza della banca della falsità del bilancio prodotto.

14. Con il settimo motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 5, cod. proc. civ., omesso esame di fatto decisivo oggetto di discussione tra le parti ai fini del giudizio di prova della *inscientia decoctionis*, costituito dalle circostanze in fatto indicate i una denuncia-querela sporta dalla banca ai danni degli amministratori della società fallita, quali la riduzione dell'attività caratteristica a fronte di richieste di incremento delle linee di credito, l'esistenza di consistenti perdite di esercizio, la dichiarata falsità dei bilanci anche nei confronti di altri istituti di credito (punto 7 della denuncia-querela), l'assenza di garanzie della debitrice, l'indisponibilità al rilascio di fidejussioni dei soci, l'incremento costante dell'esposizione debitoria, la revoca degli affidamenti (punto 11 della denuncia-querela), l'offerta della banca di finanziamenti diretti nei confronti dei soci, costituenti elementi indiziari idonei a comportare l'insussistenza della *inscientia decoctionis* a favore della banca.

15. Con l'ottavo motivo si deduce, in relazione all'art. 360, primo comma, n. 3, cod. proc. civ., violazione e/o falsa applicazione degli artt. 2727 e 2729 cod. civ. e dell'art.

67, secondo comma, L.Fall. nella parte in cui la sentenza impugnata ha ritenuto non raggiunta la prova relativa alla *scientia decoctionis* da parte della curatela attrice. Deduce parte ricorrente che la sentenza impugnata avrebbe omesso una valutazione globale del complesso degli elementi indiziari adottati dal fallimento, quali l'esistenza di una precedente ipoteca volontaria "sull'unico cespite immobiliare della società fallita ed oggetto dell'ipoteca" di cui al mutuo fondiario, l'esistenza di un pignoramento sul medesimo immobile, l'esistenza di crediti privilegiati gravanti sull'immobile di importo ampiamente assorbente il valore del cespite immobiliare, l'esistenza di rilevanti perdite di esercizio tali da azzerare i mezzi propri, l'imputazione a patrimonio netto di un finanziamento soci, tali da costituire elementi conclamati, percepibili dalla banca controricorrente, di consapevolezza di un irreversibile stato di insolvenza.

16. L'ottavo motivo, attinente all'assolvimento dell'onere della prova da parte del fallimento in relazione all'elemento soggettivo dell'azione proposta, va esaminato pregiudizialmente rispetto a quelli sopra riepilogati ed è fondato. Il giudice del merito, nell'esame dei diversi elementi indiziari adottati dalla parte ai fini dell'assolvimento dell'onere della prova circa l'esistenza del fatto ignoto, deve esaminare gli elementi adottati nella loro globalità, esaminandoli sia analiticamente attribuendo un peso ponderale a ciascuno di essi, sia sinteticamente nel loro insieme logico e di contesto, valutando se la relativa combinazione sia in grado di fornire una plausibile e dunque valida, prova presuntiva (Cass., n. 26802/2020; Cass., n. 22003/2022). Pur potendo il giudice del merito esercitare la propria discrezionalità nell'esame dei vari elementi presuntivi, non può pertanto prescindere dalla valutazione anche globale degli elementi indiziari adottati dalla parte (Cass., n. 9059/2018).

17. In particolare, in caso di assolvimento dell'onere della prova della *scientia decoctionis*, la valutazione globale degli elementi indiziari deve condurre alla idoneità degli elementi, nel loro complesso, a ritenere che il terzo, facendo uso della sua

normale prudenza e avvedutezza - rapportata anche alle qualità personali e professionali, nonché alle condizioni in cui egli si è trovato concretamente ad operare - non potesse non aver percepito i sintomi rivelatori della decozione del debitore (Cass., n. 13445/2023; Cass., n. 3081/2018; Cass., n. 25635/2017; Cass., n. 18196/2012). Tali elementi involgono l'osservanza di uno standard di diligenza attendibile ed esigibile da un accorto operatore professionale del settore che si fosse trovato ad operare nelle medesime condizioni del contraente *in bonis*.

18. Nella specie, il giudice di appello ha trascurato di valutare i molteplici elementi adottati dal fallimento (iscrizione ipotecaria antergata sul medesimo cespite oggetto di iscrizione ipotecaria, bene immobile già oggetto di pignoramento sia pure con assenso alla cancellazione, incapienza del bene a soddisfare i creditori privilegiati, perdite di esercizio tali da azzerare i mezzi propri, imputazione a patrimonio netto di finanziamenti soci), attinenti appunto a uno standard di accorto operatore del settore ai fini della prova della consapevolezza dello stato di insolvenza del debitore. La sentenza impugnata non ha, pertanto, fatto corretta applicazione del suddetto principio.

19. Il sesto e il settimo motivo (attinenti all'assolvimento dell'onere della prova contraria in tema di elemento soggettivo dell'azione proposta), i quali possono ora essere esaminati congiuntamente e preliminarmente al quinto, sono fondati. Ai fini dell'attitudine ingannatoria del comportamento assunto dagli amministratori della società fallita nella falsificazione dei bilanci, assumono valore decisivo i fatti storici indicati dal ricorrente, quali il consapevole (e diligente) comportamento assunto dalla stessa banca controricorrente, nel settembre 2011, ove aveva rilevato la non corrispondenza della documentazione contabile rispetto a quanto risultante dalla visura CCIAA, così come assumono rilevanza i fatti indicati nella denuncia-querela presentata dalla banca ai danni degli amministratori della società fallita, in cui si denunciavano richieste di incremento delle linee di credito a fronte della riduzione dell'attività caratteristica e di consistenti perdite di esercizio, il fatto che gli

amministratori avessero dichiarato di modificare i dati di bilancio quando si rivolgevano alle banche, oltre ad altri elementi di difficoltà finanziaria (assenza di garanzie e indisponibilità al rilascio di fidejussioni dei soci, revoca degli affidamenti, rifiuto dei soci a finanziamenti diretti nei loro confronti), tali da incidere sul giudizio di *inscientia decoctionis* del controricorrente. La sentenza va, pertanto, cassata anche in relazione a tale punto di motivazione. È, pertanto, assorbito il quinto motivo.

20. Il ricorso va, conclusivamente, accolto, cassandosi la sentenza impugnata con rinvio al giudice a quo cui è rimessa anche la regolazione delle spese del giudizio di legittimità.

P.Q.M.

La Corte accoglie il secondo, il terzo, il quarto motivo e i motivi dal sesto all'ottavo, con assorbimento del primo e del quinto motivo; cassa la sentenza impugnata con rinvio alla Corte di Appello di Roma, in diversa composizione, anche per la regolazione e la liquidazione delle spese processuali del giudizio di legittimità.

Così deciso in Roma, l'11 marzo 2025.

Il Presidente

**LA TRASFORMAZIONE DEL CREDITO DA CHIROGRAFARIO A  
IPOTECARIO: INDICAZIONI GIURISPRUDENZIALI  
E VIGILANZA PRUDENZIALE \***

*(The conversion of unsecured credit into asset-backed credit:  
case law developments and prudential supervision)*

**ABSTRACT:** *La nota esamina l'ordinanza della Corte di Cassazione del 16 marzo 2025, n. 7013, relativa ad un'operazione di rifinanziamento mediante mutuo ipotecario destinato all'estinzione di pregresse esposizioni chirografarie, assistito da pegno su somme di denaro costituite a garanzia dell'iscrizione ipotecaria e della stipula di una polizza assicurativa. La Corte, ricondotta la fattispecie nell'alveo del pegno regolare e negata la compensazione con il credito della banca, valorizza una lettura rigorosa delle categorie codicistiche (pegno, accessorietà, scientia decoctionis), con rilevanti riflessi sulla posizione della banca di credito cooperativo creditrice. In una prospettiva di diritto dell'economia, il contributo mette in luce la tensione tra la ricostruzione civilistica della garanzia reale e la logica di credit risk mitigation che permea la vigilanza prudenziale europea, specie con riguardo alle operazioni di credit enhancement poste in essere per migliorare la qualità di esposizioni a rischio.*

*The note examines the ruling of the Court of Cassation of 16 March 2025, no. 7013, concerning a refinancing transaction through a mortgage loan intended to extinguish previous unsecured exposures, supported by a pledge over sums of money established to secure the mortgage registration and the issuance of an insurance policy. Having classified the case within the scope of a regular pledge and having excluded set-off with the bank's claim, the Court emphasizes a strict reading of the Civil Code categories (pledge, accessoriness, scientia decoctionis), with significant implications*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*for the position of the cooperative credit bank as creditor.*

*Under a law & economics perspective, the note highlights the tension between the civil-law reconstruction of the real security and the logic of credit risk mitigation that underpins European prudential supervision -particularly with regard to credit-enhancement transactions carried out to improve the quality of exposures.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. La vicenda. - 3. La posizione giuridica della banca di credito cooperativo nel ragionamento della Corte. - 4. Riflessi sul *credit enhancement* e sull'attività bancaria.

1. L'ordinanza del 16 marzo 2025, n. 7013, della Prima Sezione Civile della Corte di Cassazione formula un giudizio che si colloca all'incrocio tra la disciplina codicistica di pegno<sup>1</sup> e ipoteca<sup>2</sup>, la tutela costituzionale del risparmio e del credito ed

---

<sup>1</sup> Appare utile segnalare al lettore che l'impostazione codicistica, per quanto si discosti dall'impostazione dell'art. 1878 del codice civile del 1865, suggerisce un percorso volto ad indagarne la rispondenza alle regole di funzionamento del mercato bancario. Ed invero, il codice civile del 1942 valorizza il diritto rinveniente dal pegno, superando la riferibilità al contratto costitutivo di pegno, laddove la normativa previgente risultava quivi ancorata in quanto prevedeva che «*il pegno è un contratto, col quale il debitore dà al creditore una cosa mobile per sicurezza del credito, da restituirsi in natura dopo l'estinzione del medesimo.*»; cfr. GIAROLI, *In tema di concessione di prestiti*, in *Il credito pignoratizio*, 3/1971, p. 18 e ss. e ID., *Il credito su pegno e le procedure fallimentari*, in *Il credito pignoratizio*, 2/1971, pp. 7-9 per una risalente disamina del pegno, dalla quale si traggono elementi utili per comprenderne l'interpretazione concreta in un momento in cui la vigilanza bancaria non era ispirata da criteri prudenziali. A tal fine si v. altresì RENDA, *Sulla "individuazione" del credito garantito nel contratto di pegno*, in *Economia e credito*, 2/1970, p. 598 e ss.

Occorre quindi valutare se tale impostazione – non focalizzata sul contratto, ma sul diritto – sia suscettibile di ulteriori miglioramenti per agevolare l'odierno rapporto tra banche e PMI; cfr. Banca d'Italia, *La domanda e l'offerta di credito a livello territoriale*, in *Economie regionali*, n. 21, luglio 2024, ove sono pubblicati gli esiti di un'indagine territoriale sulla domanda di credito, ritenuta in contrazione per effetto di un'offerta più cauta, per la richiesta di maggiori garanzie, donde una forte riduzione dei finanziamenti alle imprese.

Del resto, da tempo il nostro ordinamento conosce una deroga alla disciplina ordinaria dell'ipoteca a vantaggio della banca per effetto di una norma che, al presente, è contemplata dall'art. 39, del D.Lgs 385/1993; cfr. SEPE, *Commento sub art. 39*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, CAPRIGLIONE (diretto da), 2018, p. 428 e ss.

<sup>2</sup> In merito al rapporto tra il pegno e l'ipoteca, nonché la loro natura giuridica di garanzie reali, va fatto presente che la dottrina si è sviluppata attorno a diverse teorie. Tra queste se ne rileva una maggiormente aderente al dato codicistico che riconosceva al pegno la natura di diritto reale, con conseguente potere di esproprio *erga omnes* (MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, III, 9<sup>a</sup> ed., Milano, 1959, p. 89 e ss.); un'altra appare condizionata da un'impostazione economica che guardava al pegno come al diritto di ricavare un determinato valore (coincidente con il credito garantito) dalla *res* ricevuta in pegno (CICU, *Il diritto civile: sull'ipoteca*, Bologna, 1929, p. 39 e ss.).

il quadro prudenziale europeo in materia di *credit risk mitigation*. Nell'offrire una lettura aderente alla regolazione codicistica della vicenda, la conclusione della Corte solleva dubbi sulla possibilità che le operazioni di *credit enhancement* possano trovare una adeguata collocazione nel vigente ordinamento domestico, nonostante gli effetti positivi che le stesse possono avere sul versante prudenziale.

In altri termini, appare utile verificare se vi sia la possibilità di migliorare la qualità del credito in conseguenza del raggiungimento di un accordo specifico tra banche e clienti, avendo presente che l'assenza di tale possibilità potrebbe produrre una frizione rispetto alla logica prudenziale europea, la quale incentiva le operazioni di mitigazione del rischio di credito. Da qui, l'ipotesi secondo cui potrebbe essere utile una modifica normativa che valorizzi un utilizzo virtuoso del *credit enhancement* nella gestione di affidamenti che si apprestano a deteriorarsi, al fine di renderlo compatibile con le regole civilistiche su pegno, ipoteca e revocatoria e, dunque, correlato a interessi sostanziali (*i.e.* evitare che le banche assumano posizioni eccessivamente conservative, che potrebbero minare la continuità aziendale anche in presenza di criticità di breve momento).<sup>3</sup>

L'ipotesi dianzi formulata risulta particolarmente conferente alla vicenda posta all'attenzione della Corte di Cassazione, anche per la forma cooperativa e le finalità mutualistiche della banca creditrice. Nel caso di specie, infatti, la peculiare natura della banca potrebbe giustificare la sua iniziale vicinanza all'impresa debitrice, che ha consentito di finanziare il cliente senza strutturare da subito un pervasivo impianto di garanzie. Da qui, la necessità di interpretare il pensiero della Corte al fine

---

Va da sé che, ai fini della presente indagine, occorre tener presenti le indicazioni della dottrina in ordine ai profili processuali del pegno e dell'ipoteca, nella loro dimensione dinamica e - in particolare - ricordare il «difetto di distinzione tra il diritto subiettivo materiale e il diritto subiettivo processuale, cioè [...la...] involuzione di questo in quello» (CARNELUTTI, *Natura giuridica dell'ipoteca*, in *Riv. Dir. Proc. Civ.*, 1939, I, p. 3 e ss.).

<sup>3</sup> Si noti che l'utilizzo del sistema delle garanzie da parte degli enti creditizi è stato sottolineato dalla Banca d'Italia, in considerazione del ruolo che esse rivestono nel comparto in parola rispetto al fine di promuovere un buon funzionamento del mercato del credito; cfr. BRODI, *Il sistema delle garanzie in Italia: una lettura economica delle disposizioni in materia di privilegio, pegno e ipoteca*, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, n. 356, Roma, settembre 2016.

di trarre elementi utili a valutare criticamente il quadro normativo di riferimento, che - nell'ordinanza che si annota - potrebbe apparire inidoneo a conferire certezza a talune operazioni di miglioramento del rapporto creditizio che, come avviene nel caso di specie, un ente creditizio realizza poco prima dell'insorgere di una crisi nell'impresa debitrice.

2. La vicenda sottoposta allo scrutinio della Corte di Cassazione prende le mosse da un'operazione di rifinanziamento del debito chirografario che un'impresa intratteneva presso la propria banca di credito cooperativo. In sintesi, la problematicità del caso enunciata in premessa è riconducibile al concreto atteggiarsi del rapporto banca - cliente, in un contesto in cui la natura mutualistica della prima potrebbe aver determinato una propensione alla valorizzazione dell'imprenditorialità locale che l'avrebbe, poi, pienamente esposta alle conseguenze della crisi dell'imprenditore stesso.

Avendo particolare riguardo alla sequenza dei fatti, appare utile evidenziare che, in data 2 giugno 2012, la banca aveva erogato un mutuo dell'importo di € 240.000,00, espressamente destinato all'estinzione di pregresse esposizioni chirografarie derivanti da diverse linee di credito in essere presso la medesima. Nella ridefinizione dei rapporti, gli accordi prevedevano che il nuovo finanziamento fosse assistito, sul piano delle garanzie reali, dall'iscrizione di ipoteca fondiaria su un opificio industriale (e sulle relative pertinenze) e, su quello delle garanzie su somme di denaro, dalla costituzione in pegno della medesima somma mutuata. Quest'ultima era stata vincolata a garanzia del perfezionamento dell'iscrizione ipotecaria e della stipula di una polizza assicurativa contro il rischio di incendio dei fabbricati oggetto di ipoteca. Tuttavia, a distanza di soli diciassette giorni dalla stipula del mutuo, la società veniva dichiarata fallita (29 giugno 2012), con conseguente iniziativa della curatela volta a far dichiarare la revocabilità delle garanzie reali così costituite.

Il Tribunale di Frosinone accoglieva l'azione revocatoria, mentre la Corte

d'Appello qualificava il pegno (costituito sulla somma di € 240.000,00) come pegno irregolare ai sensi dell'art. 1851 c.c.,<sup>4</sup> ritenendolo, per ciò stesso, sottratto sia all'azione revocatoria, sia alle regole del concorso, con esclusione della necessità di insinuazione del credito garantito al passivo fallimentare. In appello, veniva inoltre escluso che il pegno fosse funzionalmente collegato al mutuo fondiario in quanto tale, ritenendo che fosse destinato a presidiare l'adempimento di obbligazioni accessorie (i.e. iscrizione dell'ipoteca e stipula della polizza antincendio), la cui violazione costituirebbe inadempimento contrattuale legittimante l'escussione della garanzia, anche alla luce della clausola risolutiva espressa inserita nel regolamento negoziale.

Avverso tale pronuncia la curatela fallimentare proponeva ricorso per cassazione, contestando, in particolare, la qualificazione del pegno come irregolare e la conseguente sottrazione del meccanismo di garanzia al sindacato revocatorio.

La Corte di Cassazione, per quanto qui maggiormente rileva, ha escluso la qualificazione del pegno come irregolare, chiarendo che tale figura richiede il trasferimento in proprietà delle somme al creditore e il potere di disporre, con obbligo di restituzione del *tantundem*. Donde, la riclassificazione della garanzia quale pegno regolare, soggetto a restituzione e al concorso fallimentare mediante

---

<sup>4</sup> Al riguardo, appare utile richiamare il testo normativo che indica chiaramente come un pegno irregolare si possa costituire ogniqualvolta, a garanzia di un credito, vengano versati al creditore beni fungibili (che, nella nostra vicenda, sono rappresentati da una somma di denaro) di cui quest'ultimo acquista la disponibilità. Nel ragionamento della Corte, il testo viene ricollegato ad un precedente orientamento secondo cui tale dinamica rappresenta un fatto costitutivo della fattispecie del pegno irregolare (si veda, *inter alia*, Cass. Civ., Sez. I, ordinanza, 13 ottobre 2020, n. 22096). In linea con queste considerazioni, si ritiene altrettanto utile ricordare che l'art. 1851 c.c. - espressamente menzionato dalla Cassazione - richiama i concetti di fungibilità del denaro e di disposizione della *res*, limitatamente al pegno irregolare.

Sia consentito un breve momento di riflessione sulla rispondenza delle garanzie in parola ai bisogni del creditore, movendo da un richiamo alla concezione di valore della moneta e di circolazione del denaro di Ulpiano che – seppur in tempi molto lontani dai nostri – osservava che «*Propriamente chiamiamo pegno quello che passa al creditore; si ha invece ipoteca, quando al creditore non passa nemmeno il possesso.*» (D. 13, 7, 9, 2 - *Ulpianus libro vicensimo octavo ad edictum*), avendo riguardo ad un *passaggio* che, ai fini del commento all'ordinanza che ci occupa, deve essere considerato come un elemento funzionale sia alla garanzia del creditore, sia all'economia del debitore, per cui la regolazione della fattispecie mette in relazione due *res* di natura meramente economico-patrimoniale (per esemplificare, un rapporto di credito-debito bancario coperto dalla garanzia di un deposito).

insinuazione al passivo.<sup>5</sup> Ha poi negato la possibilità di compensazione tra il credito della banca e l'oggetto del pegno, poiché quest'ultimo garantiva non obbligazioni pecuniarie, ma obbligazioni accessorie (iscrizione ipotecaria e polizza antincendio). Sul piano soggettivo, infine, la Corte ha censurato il difetto di una valutazione complessiva degli indizi di *scientia decoctionis* (ipoteca e pignoramento pregressi, incapacienza del bene a soddisfare i creditori privilegiati, perdite d'esercizio, finanziamenti soci a patrimonio, elementi emersi dalla denuncia-querela della banca), che avrebbero dovuto essere apprezzati secondo il parametro di diligenza professionale del banchiere, disponendo per l'effetto il rinvio alla Corte di Appello di Roma in diversa composizione.<sup>6</sup>

3. Nel valutare le scelte della Corte di Cassazione si comprende come il ragionamento giuridico di quest'ultimo abbia seguito una sequela interpretativa che non considera l'esigenza di controllo del credito e di tutela del risparmio (che affluisce nelle casse delle banche), né riconosce la funzione sociale della cooperazione a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata che qualifica l'ente creditizio. Inoltre, la Corte non si interroga se il compendio normativo da lei esaminato promuova e favorisca la cooperazione di credito e la funzione di vicinanza al territorio che svolge una BCC, laddove l'ordinanza di certo pone la banca su una posizione gius-economica deteriore rispetto a quella che la medesima si proponeva di conseguire mediante l'operazione di *credit enhancement* oggi all'attenzione della

---

<sup>5</sup> Cfr. Cass. Civ., Sez. I, 12 settembre 2011, n. 18597, che ha osservato come gli atti costitutivi di pegno espressamente escludessero la facoltà di disporre dei libretti messi a garanzia a favore della banca, salvo in caso di inosservanza degli obblighi assunti e dopo il decorso di un determinato termine dalla richiesta di pagamento, da comunicare al cliente della banca; pertanto, seguendo tale orientamento, il creditore assistito da pegno regolare non può vedersi applicata come conseguenza la compensazione - che opera nel pegno irregolare come modalità tipica di esercizio del diritto di prelazione - quanto piuttosto l'insinuazione nel passivo fallimentare.

<sup>6</sup> Utile segnalare che già la Cass. Civ., Sez. I, ordinanza, 8 febbraio 2018, n. 3081 aveva indicato che l'assolvimento dell'onere della prova della *scientia decoctionis* avrebbe dovuto fondarsi su una valutazione globale degli elementi indiziari secondo uno standard di diligenza attendibile ed esigibile da un accorto operatore professionale del settore creditizio.

Corte.

Prima di procedere oltre nel tentativo di cogliere una possibile divergenza tra le linee indicate dall'art. 47 Cost.<sup>7</sup> e il solco tracciato dalla Corte nel seguire le regole di diritto comune,<sup>8</sup> appare utile soffermarsi sul percorso logico-argomentativo posto a fondamento dell'ordinanza.

Va, in primo luogo, considerato che la Corte di Cassazione ha ritenuta fondata la censura in ordine alla qualificazione del pegno come irregolare. Richiamando i propri precedenti in tema di pegno irregolare e anticipazione bancaria<sup>9</sup>, la Corte ha ribadito che tale figura presuppone il trasferimento in proprietà al creditore delle somme costituite in garanzia e il correlato potere di disporne, con obbligo di restituzione del *tantundem* all'adempimento o dell'eccedenza in caso di

---

<sup>7</sup> Appare difficile ricondurre l'ordinanza in commento ad alcune disposizioni della Carta Costituzionale che fanno riferimento al mercato dei capitali nel disporre precedenti normativi riguardanti vuoi l'iniziativa economica (art. 41), vuoi la tutela del risparmio e il controllo del credito (art. 47). Non vi è traccia, infatti, dell'evidente collegamento tra raccolta del risparmio ed esercizio del credito quali elementi integratori dell'attività creditizia, rispetto alla quale il funzionamento della garanzia portata all'attenzione della Corte identifica un presupposto logico-giuridico che – nel migliorare la posizione della banca – è a fondamento della costruzione normativa che qui ci occupa; cfr. OPPO, *Commento sub art. 41 Cost.*, in AA.VV., *Codice Commentario della banca*, Milano, 1990, I, p. 3 e ss.; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001, p. 212; CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2005, pp. 5-6.

<sup>8</sup> Quanto al pegno, occorre ancora precisare che, sul piano gius-economico, proietta gli affari verso una prestazione alternativa a quella garantita, anche se dottrina e giurisprudenza si attardano su una concezione del legame indissolubile tra pegno e credito che non sembra allineata con l'impostazione della vigilanza prudenziale, laddove l'esistenza di una garanzia sovviene al creditore per migliorarne la condizione patrimoniale per cui la costituzione del pegno non dovrebbe mai risolversi in una incertezza per la banca creditrice. In altri termini, quel che occorre evitare è una dissociazione - o quanto meno un allontanamento - tra i principi dell'art. 47 della Costituzione, le finalità della vigilanza prudenziale e gli orientamenti della Cassazione, auspicando sin d'ora che la Corte possa sempre tener conto delle regole europee che presidiano la materia bancaria e, quindi, evitare di valutare solo le regole civilistiche sottese ai motivi di ricorso, anche se - in quest'ultimo modo - la decisione sia in linea con precedenti risultati principi consolidati nella giurisprudenza della Corte stessa. Sicché, si auspica una rinnovata attenzione per l'ordinamento bancario europeo in quanto essa potrebbe consentire di cogliere una visione complessiva dell'operazione bancaria posta in essere da una banca cooperativa. Da tale auspicio, potrebbe conseguire una migliore tutela del risparmio raccolto e una maggiore serenità delle banche che vogliano erogare credito, al fine di supportare le attività imprenditoriali in modo di favorire il mercato sia in fase di espansione che in situazione di dissesto finanziario.

<sup>9</sup> Cfr. Cass. Civ., Sez. I, sentenza, 6 dicembre 2006, n. 26154; Cass. Civ., Sez. I, sentenza, 24 maggio 2004, n. 10000; Cass. Civ., Sez. I, sentenza, 3 aprile 2003, n. 5111; Cass. Civ., SS.UU., sentenza, 14 maggio 2001, n. 202.

inadempimento.

In difetto di tali presupposti – e, in particolare, ove l’oggetto del pegno sia determinato e non sia attribuito al creditore il potere di disporre – la garanzia deve essere qualificata come pegno regolare, cui la Corte fa seguire l’obbligo di restituzione del bene e l’assoggettamento al concorso, con necessità di insinuazione al passivo in caso di fallimento del debitore, poiché nel caso di specie il giudice di appello non aveva accertato né il trasferimento della proprietà né la facoltà di disposizione della somma (in capo alla banca).

Nel raccordare l’interpretazione giuridica dianzi richiamata alle esigenze di sana e prudente gestione della banca che ha realizzato l’operazione, appare possibile ipotizzare che l’accordo negoziale raggiunto dalle parti si ponga a valle di un rapporto di lunga durata che, nel tempo, non aveva portato la banca a costituire opportune garanzie. A ben considerare neanche l’accordo da ultimo concluso è stato riconosciuto utile a tal fine, viste le conclusioni raggiunte dalla Corte. Da qui, un primo interrogativo in ordine alla possibilità che una banca, dopo un lungo periodo di tempo, possa ancora dar ascolto alle richieste di un cliente il quale - falsamente rappresentando una buona condizione aziendale - fosse disposto ad offrire nuove garanzie e a ricorrere ad un nuovo prodotto bancario (mutuo ipotecario) per continuare a giovare delle agevolazioni creditizie concesse sino a quel momento dall’ente creditizio.

Sotto altro profilo, va considerato che la Cassazione ha accolto anche il motivo relativo alla possibilità di operare una compensazione tra il credito della banca e l’oggetto del pegno, osservando che la garanzia pignorizia non presidiava obbligazioni pecuniarie della società, bensì obbligazioni accessorie (iscrizione dell’ipoteca e stipula della polizza antincendio)<sup>10</sup>. Pur ribadendo che la compensazione può operare anche in presenza di crediti illiquidi, purché di pronta

---

<sup>10</sup> È stata segnalata l’assenza nell’ordinamento di un concetto unitario e tecnico di accessorietà; cfr. OCCORSIO e GUARDIGLI, *Il pegno*, in *Il Codice Civile. Commentario*, BUSNELLI (diretto da), Milano, 2025, p. 23 e ss.

liquidazione, la Corte ha escluso che essa possa intervenire quando una delle obbligazioni reciproche non sia pecuniaria, come nel caso di specie.

Si ravvisa un secondo punto di vista utile a cogliere le debolezze dell'operazione della banca rispetto al fine cui era preordinata. Conseguono un ulteriore dubbio in ordine alla effettiva possibilità che una banca, di fronte ad un cliente in difficoltà, possa consolidare la propria posizione creditoria e, per tal via, aumentare il livello di protezione delle risorse messe a disposizione di tale cliente rispetto al rischio di insolvenza dello stesso.

Infine, sul piano dell'elemento soggettivo dell'azione revocatoria, la Corte ha ritenuto fondati i motivi che censuravano il difetto di una valutazione globale degli elementi indiziari e l'omesso esame di fatti decisivi.<sup>11</sup> Ciò in quanto la decisione impugnata non aveva adeguatamente considerato, nel loro insieme, circostanze quali la preesistenza di una ipoteca volontaria e di un pignoramento sull'unico cespite immobiliare della società, l'incapienza di tale bene rispetto ai crediti privilegiati, le perdite di esercizio tali da azzerare il patrimonio netto, l'imputazione a patrimonio dei finanziamenti soci, nonché i dati emergenti dalla denuncia-querela presentata dalla stessa banca.

Secondo la Corte, infatti, tali elementi avrebbero dovuto essere valutati secondo uno standard di diligenza proprio dell'operatore professionale del credito. Conseguono una regola di giudizio che non facilita la posizione di una banca, in quanto la Corte fa riferimento ad una valutazione globale degli elementi indiziari e dei fatti che si possono rilevare nel corso del rapporto col cliente.<sup>12</sup> Ciò, con effetti significativi

---

<sup>11</sup> Parimenti la Cassazione ha sottolineato la centralità di una valutazione del complessivo quadro probatorio; cfr. Cass. Civ., Sez. V, ordinanza, 25 novembre 2020, n. 26802 in materia di processo tributario, richiamata dall'ordinanza in analisi.

<sup>12</sup> In merito agli elementi indiziari, la Cassazione aveva già avuto modo di sottolineare come la conoscenza dello stato di insolvenza debba essere effettiva - non meramente potenziale - e quindi fondata su indicatori caratterizzati dagli ordinari requisiti della gravità, precisione e concordanza *ex* artt. 2727 e 2729 c.c.; cfr. *ex multis*: Cass. Civ., Sez. I, sentenza, 24 ottobre 2012, n. 18196. A tal proposito, la Cassazione ben ricostruisce la metodologia valutativa che deve essere applicata: ad una prima valutazione analitica di ciascuno degli elementi indiziari, per escludere quelli privi di rilevanza,

sull'attenzione che si deve prestare nel programmare le dinamiche decisionali riferibili alla valutazione del merito creditizio e l'erogazione dei finanziamenti, in quanto risulta centrale la cognizione delle informazioni afferenti al cliente, la loro raccolta nel fascicolo della pratica, la congiunta disamina da parte degli uffici competenti e, in definitiva, la predisposizione di un insieme ricco e variegato di elementi che dovranno esser portato a conoscenza dell'organo deliberante.

Da qui, una prima conclusione in ordine ai riflessi del ragionamento dei giudici sull'organizzazione bancaria, in quanto la Corte sembra indicare che, sul piano negoziale, un ente creditizio deve gestire con rigore i propri clienti e monitorarne con attenzione l'andamento economico-finanziario, senza che una falsa rappresentazione dei relativi rendiconti (da parte del cliente) possa esser considerata una giustificazione sufficiente a proteggere la banca stessa.

4. Alla luce di quanto precede appare possibile rinvenire - sottesa al ragionamento della Corte di Cassazione sulla natura del pegno e sui limiti della compensazione - una stretta aderenza alle regole di diritto comune, senza alcuna proiezione logica per la specificità dell'esercizio dell'attività bancaria in forma cooperativa, cui è connesso il perseguimento di uno scopo mutualistico.<sup>13</sup>

Non v'è dubbio, infatti, che una BCC eroga il credito in forme compatibili con il tessuto imprenditoriale di riferimento. Perciò può accadere che un cliente acceda, in un primo tempo, a prodotti semplici (i.e. contratti di credito privi di accessori), per poi strutturare il rapporto secondo canoni di maggiore complessità. Si tratta di una dinamica creditizia che, per quanto lineare, risponde alle esigenze dei nostri territori

---

deve poi seguire una valutazione di natura complessiva al fine di comprendere se possa essere raggiunta una valida prova presuntiva; cfr. Cass. Civ., Sez. I, ordinanza, 27 ottobre 2017, n. 25635.

<sup>13</sup> La forma cooperativa bancaria e l'istituto del pegno assumono ancora oggi una loro importanza e, dopotutto, il pegno è ancora una figura «*necessaria alla convivenza civile, proprio perché attivata non solo come ultimo tentativo di uscire da difficoltà economiche [...] ma anche e soprattutto quale strumento per gli imprenditori, funzionale all'ottenimento della liquidità necessaria*»; cfr. LUCCHINI, Prefazione in OCCORSIO e GUARDIGLI, *cit.*

e quindi rappresenta un baluardo a difesa della libertà di iniziativa economica, specialmente nei territori meno sviluppati del Paese.<sup>14</sup> Se ne deduce che, pur restando ancorata alla nozione civilistica di pegno, la Corte non segue appieno una logica prudenziale e, quindi, formula un ragionamento che mette in difficoltà una banca la quale - per via della disciplina speciale a lei applicabile e per la vocazione al localismo ivi contemplata - applica nell'esercizio del credito il modello del *credito cooperativo*.<sup>15</sup>

Non si vuole qui proporre un'interpretazione della rilevanza della mutualità che ascriva l'obbligo di tutelare la posizione della banca in contrasto con le regole del codice civile richiamate nell'ordinanza che si annota, ma di valutare criticamente l'assenza di un adeguato raccordo tra il contenuto tipico della funzione mutualistica (che si estrinseca anche nel *modus operandi* che accompagna l'erogazione del credito) e la possibilità di tutelare la banca di fronte al fallimento del cliente subito dopo il tentativo di migliorare la qualità del credito precedentemente concesso.

Anche affrontando la questione in una prospettiva di *law and economics*, il caso posto all'attenzione della Corte si qualifica come un'operazione che, con tutta probabilità, ricercava stabilità ed efficienza, proponendosi di migliorare artificialmente la qualità creditizia di pregressi affidamenti, al fine di ridurre il rischio cui era esposta la banca e, conseguentemente, ammettere che il cliente potesse continuare a beneficiare delle pregresse facilitazioni creditizie. Tuttavia, tale funzione giuridico-economica del contratto di mutuo ipotecario non è stata ritenuta dirimente

---

<sup>14</sup> Così AYADY, LLEWELLYN, SCHMIDT, ARBAK e DE GROWEN «*a financial system populated by a diversity of ownership and governance structures and alternative business model is likely to be more competitive, systematically less risky and conducive to more regional growth than one populated by a single market*» in AA.VV., *Investing diversity in the banking sector in Europe. Key developments, performance and role of cooperative banks*, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2010, p. VI. Per ulteriori approfondimenti, cfr. BODELLINI, *Attività bancaria e impresa cooperativa*, Bari, 2017, *passim*.

<sup>15</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Le Banche cooperative e il nuovo diritto societario. Problematiche e prospettive*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2005, I, p. 134 e ss. ove si definisce il localismo come «*destinazione al territorio di riferimento della prevalente attività posta in essere*» dalla banca cooperativa.

dalla Corte, per cui l'ordinanza non tutela il rafforzamento della garanzia patrimoniale e, quindi, fa cadere questo tentativo di ridurre il rischio che la banca aveva assunto.<sup>16</sup> Non a caso, la Corte non ha formulato alcuna considerazione in ordine all'effetto che l'operazione aveva voluto realizzare e, cioè, la redistribuzione del rischio, né ha valutato l'efficienza allocativa dell'operazione rispetto alla necessaria propensione mutualistica della banca.

Sorge, quindi, un interrogativo in ordine alla possibilità che il legislatore intervenga per favorire le operazioni di *credit enhancement*, con particolare riguardo ai casi in cui esse sono poste in essere da banche di credito cooperativo. Al fine di dare una risposta a detto interrogativo, occorre aver riguardo alle caratteristiche proprie dell'ipoteca e del pegno, nonché alle specificità che la regolazione prudenziale riconosce alle operazioni di mitigazione del rischio volte a costituire garanzie in presenza di un preesistente credito.

Al riguardo appare utile osservare che numerose ragioni suggeriscono di evitare un'interpretazione letterale dell'autonomia privata, potendosi invece prendere in considerazione un'autorevole lettura dello scopo del pegno, riferibile alla protezione del credito, entro specifici limiti, in quanto essa non può risolversi in un mero e automatico ricatto per il debitore.<sup>17</sup> Da qui, la possibilità di ipotizzare una sorta di affinità tra le forme civilistiche di protezione di un credito e le tecniche prudenziali di *credit risk mitigation*, in quanto l'impostazione europea suggerisce di considerare che la trasformazione delle garanzie da personali a reali può determinare un miglioramento del *risk weight* e, per l'effetto, un beneficio contabile nella valutazione dell'esposizione creditizia. Di ciò ne sono pienamente consapevoli le autorità europee e, in particolare, l'Autorità Bancaria Europea (EBA), secondo cui le rinegoziazioni e le modifiche dei rapporti non dovrebbero portare automaticamente alla conclusione che vi sia stata una diminuzione immediata del rischio di credito

---

<sup>16</sup> Anche alla luce della definizione che la Cassazione ha dato del pegno quale "riserva di utilità" reale rispetto ad un determinato bene (Cass. Civ., SS.UU., sentenza, 2 ottobre 2012, n. 16725).

<sup>17</sup> Cfr. ALPA, *Manuale di diritto privato*, Milano, 2023, p. 409.

dell'esposizione, ma occorre riscontrare «forti prove».<sup>18</sup> Ciò, è desumibile anche dalle linee guida in materia di erogazione del credito, anche se l'interpretazione adottata dalla Corte nel giudizio che ci occupa induce a considerare con estrema attenzione - e in senso restrittivo - l'indicazione dell'EBA secondo cui «la garanzia reale dovrebbe essere considerata la seconda via d'uscita dell'ente in caso di *default* o di deterioramento significativo del profilo di rischio e non la fonte primaria di rimborso, ad eccezione di quando il contratto di prestito prevede che il rimborso del prestito si basi sulla vendita dell'immobile dato in garanzia o sulla liquidità fornita a garanzia».<sup>19</sup>

Concludendo sul punto, appare utile ipotizzare taluni effetti positivi di una possibile modifica normativa volta ad ascrivere maggior valenza al *credit enhancement*. Tale modifica, infatti, potrebbe assecondare la naturale propensione delle banche locali a supportare le imprese del territorio e ad accompagnarle in un percorso di crescita, anche rimodulando i prodotti bancari in funzione dell'evoluzione dell'organizzazione aziendale. Ciò, consentirebbe anche di affrontare gradualmente le asimmetrie informative che intercorrono tra banca e cliente, potendosi rinviare ad un momento successivo (rispetto all'affidamento iniziale) la costruzione di un pacchetto di garanzie volto a tutelare il rapporto creditizio (nel momento in cui lo stesso assuma una consistenza tale da giustificare il costo dell'accensione delle garanzie stesse).

A ben considerare, una modifica di taluni profili civilistici che incidono sulle operazioni di *credit enhancement* potrebbe anche introdurre incentivi per il costante miglioramento della qualità del credito (nel corso del rapporto con il cliente), con ovvi riflessi positivi sulla valutazione prudenziale degli impieghi delle banche. Va da sé che, su un piano generale, tale modifica potrebbe produrre effetti sistemici sulla propensione iniziale delle banche ad affidare imprese di piccole dimensioni, in

---

<sup>18</sup> Si rimanda a EBA, *Orientamenti in materia di pratiche di gestione del rischio di credito e di rilevazione contabile delle perdite attese su crediti degli enti creditizi*, EBA/GL/2017/06, p. 18.

<sup>19</sup> Cfr. EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, p. 27.

quanto la sicurezza dell'esposizione potrebbe crescere contemporaneamente alla dimensione dell'agevolazione creditizia e, quindi, insieme alla crescita dell'impresa finanziata.<sup>20</sup>

**Elisabetta Colombo**

*Dottoranda di ricerca*

*nell'Università degli Studi di Roma "UnitelmaSapienza"*

---

<sup>20</sup> Si ha riguardo, quindi, alla valorizzazione dell'elemento della territorialità, come declinato da G. OPPO, *Credito cooperativo e testo unico sulle banche*, in AA.VV., *Le Banche. Regole e mercato*, Milano, 1995, p. 35 e ss., avendo riguardo all'incidenza del «localismo operativo» sui rapporti negoziali che una BCC può attivare nel perseguimento dello scopo mutualistico.