

ELFR

EUROPEAN LAW AND
FINANCE REVIEW

Rivista Semestrale
(Gennaio/Giugno 2025)

ISSN: 2975-0911

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO EDITORIALE

Stefania Cavaliere
Emanuela Fusco
Mercedes Guarini
Claudia Marasco
Gianluigi Passarelli
Alessandra Polisenò

DIRETTORE RESPONSABILE

Diego Rossano

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

www.europeanlawandfinancereview.com

REGOLE PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

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

EMAIL

info@europeanlawandfinancereview.com

INDICE

ARTICOLI E SAGGI

GIOVANNI LUCHENA

DECLINAZIONI DELLA SOSTENIBILITÀ AMBIENTALE E POLITICA DEL DIRITTO DELL'ECONOMIA. UN'ANALISI DELLE POLITICHE LEGISLATIVE IN CHIAVE ECO-GIUSECONOMICA
(Declinations of Environmental Sustainability and Economic Law Policy. An analysis of legislative policies in an eco-legal-economic perspective).....**5**

ANTONELLA BROZZETTI

UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA "SIU"
(Banking union and single capital market: some reflections on synergies and obstacles also from the Perspective of the "SIU").....**90**

PATRIZIO MESSINA

BRIDGING THE FINANCING GAP: DIRECT LENDING AS A KEY COMPONENT OF THE CAPITAL MARKETS UNION
(Colmare il financing gap: il direct lending come leva strategica per l'Unione dei mercati dei capitali).....**103**

RACHELE MARSEGLIA

LO SCONTO BANCARIO AI TEMPI DELLA CRISI
(The bank discounting in times of economic crisis).....**114**

NICOLÒ GALASSO

BREVI CONSIDERAZIONI SULLA TUTELA GIURISDIZIONALE NEL MECCANISMO DI RISOLUZIONE UNICO ALLA LUCE DELLA SENTENZA C-551/22
[Brief Considerations on Judicial Protection in the Single Resolution Mechanism in Light of Judgment C-551/22].....**142**

LORENZO RODIO NICO

LA FLESSIBILIZZAZIONE DEGLI AIUTI DI STATO PER LO SVILUPPO DEI MERCATI
(The flexibilization of State aid for market development).....**158**

ANGELA ROMBIOLO

BLOCKCHAIN E DATA PROTECTION: PROFILI NORMATIVI E CRITICITÀ APPLICATIVE
(Blockchain and Data Protection: Regulatory Framework and Practical Challenges).....**171**

NOTE A SENTENZA

CLAUDIA MILLI

LA REGOLAZIONE BANCARIA E FINANZIARIA TRA VINCOLI INDEROGABILI E NORME IMPERATIVE. NOTE ALLA LUCE DELLA ORDINANZA N. 7243/2024 DEL 18 MARZO 2024 DELLA SUPREMA CORTE DI CASSAZIONE.
(Banking and Financial Regulation Between Mandatory Constraints and Imperative Rules: Remarks in Light of Supreme Court of Cassation Order No. 7243/2024 of 18 March 2024).....**186**

ADELE EMILIA CATERINI

CONTRATTO DI CREDITO C.D. REVOLVING: IMPERATIVITÀ DELLA NORMA EX ART. 3 D.LGS. 374/1999 ED AMMISSIBILITÀ DEL RIMEDIO CADUCATORIO.
(Revolving credit contract: mandatory nature of the rule under Article 3 of Legislative Decree No. 374/1999 and admissibility of the nullifying remedy).....**202**

**UNIONE BANCARIA E
MERCATO UNICO DEI CAPITALI:
QUALCHE RIFLESSIONE SU
SINERGIE E OSTACOLI ANCHE
NELLA PROSPETTIVA DELLA
“SIU”**

Antonella Brozzetti

Unione bancaria e mercato unico dei capitali: qualche riflessione su sinergie e ostacoli anche nella prospettiva della “SIU”*

(Banking union and single capital market: some reflections on synergies and obstacles also from the Perspective of the “SIU”)

Antonella Brozzetti

Professoressa Ordinaria in Diritto dell'Economia presso l'Università degli Studi di Siena

ABSTRACT [En]:

The essay offers some reflections on banking consolidation from the perspective of strengthening European integration and as a tool for advancing projects that are currently partially or totally unfinished: the Banking Union and the Capital Markets Union. These projects, spurred by the Letta and Draghi reports, have regained interest and have been further enriched by the European Commission's new proposal to establish a Savings and Investments Union. The essay highlights both the strengths and weaknesses of these initiatives.

Keywords: Banking Union; Capital Markets Union; Savings and Investments Union; credit institutions; supervision; M&A.

ABSTRACT [IT]:

Il saggio propone qualche riflessione sul consolidamento bancario visto nell'ottica del rafforzamento dell'integrazione europea e come strumento per la realizzazione di progetti allo stato parzialmente o totalmente incompiuti: l'Unione bancaria e l'Unione dei mercati dei capitali. Progetti che, grazie alla spinta dei rapporti Letta e Draghi, hanno riaccessato l'interesse e si sono arricchiti con la nuova proposta della Commissione europea di realizzare una Unione dei risparmi e degli investimenti. Il saggio evidenzia luci e ombre di questo transito.

Parole chiave: Unione Bancaria; Unione dei Mercati dei Capitali; Unione dei Risparmi e degli Investimenti; banche; vigilanza; consolidamento bancario.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Un progetto intrecciato e proiettato verso la *SIU-Savings and investments union*. – 3. Il consolidamento bancario come driver per una maggiore integrazione europea. – 4. Spunti dal mercato delle M&A. – 5. Qualche riflessione conclusiva.

1. PREMESSA

Negli ultimi anni il sistema finanziario si è dovuto confrontare con shock particolarmente significativi che hanno messo a dura prova la salvaguardia a un livello globale della stabilità finanziaria, posta di fronte a sfide su vari ed intrecciati fronti: la crescita della c.d. NBFi (*non-bank financial intermediation*, appellativo adottato dal *Financial stability board*-FSB a sostituzione dello “spregiativo” *shadow banking system*)¹, anche nella veste del variegato mondo FinTech, nonché, più in generale, dei rischi legati al cambiamento climatico e alla geopolitica.² In un’Europa – sempre alle prese con la domanda “Quo vadis” – il tema del mercato unico dei capitali è tornato alla ribalta, chiamando in causa un altro progetto europeo, parzialmente già realizzato, costituito dall’Unione bancaria (d’ora in poi UB)³.

Nelle pagine che seguono, dopo qualche riflessione sul rapporto tra Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali, meglio nota come *Capital markets union* (d’ora in poi UMC o CMU), al fine di richiamarne le sinergie e le comuni difficoltà, mi soffermerò sul connesso processo di consolidamento del sistema bancario con l’intento di evidenziare il problema, comune ad entrambi i progetti, della frammentazione del quadro giuridico a livello nazionale, per poi concludere con qualche considerazione sul processo di riforma delle regole scaturito dalla c.d. GFC-*Global/ Great financial crisis* e scandito dai lavori dei *global standard-setters* proiettati sull’“*ending of too big to fail*”-TBTF”.

2. UN PROGETTO INTRECCIATO E PROIETTATO VERSO LA *SIU-SAVINGS AND INVESTMENTS UNION*

Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali condividono interessanti concatenazioni temporali, da cui può trarsi qualche suggerimento per fare emergere gli elementi che hanno mostrato effetti frenanti.

a. La *roadmap* sull’UB è di fine 2012 (anno in cui l’Europa riceve anche il Nobel per la pace) e può essere vista come una positiva ricaduta della *global regulatory reform agenda* che, dopo la GFC, ha toccato architettura e strumenti prudenziali volti a rafforzare il sistema finanziario globale, nell’intento di promuovere una crescita economica più stabile e sostenibile. Penso soprattutto al terzo accordo di Basilea sul capitale del 2010 – “finalizzato” però nel 2017 – e alle *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, c.d. *KAs*,

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

¹ Secondo il *Global Monitoring Report* del FSB sulla NBFi del 2024, “*The size of the NBFi sector increased 8.5% in 2023, more than double the pace of banking sector growth (3.3%), raising the NBFi share of total global financial assets to 49.1%*”, si v. al link <https://www.fsb.org/2024/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2024/>.

² Efficaci riflessioni sul tema in SARTORI, *Il diritto dell’economia europea alla prova della sostenibilità: regolazione, mercato, istituzioni*, e in SCIARRONE ALIBRANDI, *Diritto dell’economia e sviluppo economico: la prospettiva costituzionale*, entrambi in corso di stampa in *Dir.banc.merc.fin.*, 2025, n. 2.

³ In merito SANTORO e CHITI hanno curato volumi di particolare interesse: *L’unione bancaria europea*, Pisa, Pacini, 2016; *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Cham, Palgrave Macmillan, 2019; *Il diritto bancario europeo: problemi e prospettive*, Pisa, Pacini, 2022, ove diffusi e ulteriori riferimenti bibliografici. Si segnala che questo lavoro riprende con qualche integrazione e modifica lo scritto destinato agli studi in onore di Vittorio Santoro.

dell'ottobre 2011 predisposti dal FSB.

La prospettiva dell'UB per i paesi dell'Eurozona accelera in modo improvviso l'integrazione europea nel quadro però di uno scenario in rapida evoluzione. La costituzione dei primi due pilastri: *i)* ha dovuto tener presente la prima risposta timida alla GFC con la creazione del SEVIF e quindi l'esistenza di una autorità di "regolazione" *ad hoc* per l'intero sistema bancario dell'UE; *ii)* si è sviluppata grazie ad un consistente mutamento nel modello di armonizzazione, proiettato sul livello massimo, dal quale prenderà forma la base di appoggio dei pilastri dell'UB, costituita dal prefigurato *single rulebook* di Padoa-Schioppa memoria. Infatti quello che può definirsi il "cod.banc.eu." del giugno 2013 (reg. n. 575, c.d. CRR, e dir. n. 36, c.d. CRD4) e la *Comunicazione banche* della Commissione europea dell'agosto 2013, che reinserisce i vincoli alla concessione di aiuti di stato, fanno da sfondo al reg. UE n. 1024 dell'ottobre 2013 istitutivo del pilastro del Meccanismo di vigilanza unico (d'ora in poi MVU) e poi vedrà la luce a luglio del 2014 anche il reg. UE n. 806 sul Meccanismo di risoluzione unico (d'ora in poi MRU), dopo l'approvazione delle direttive n. 49, sul sistema di garanzia dei depositi, e n. 59, sul risanamento e sulla risoluzione delle banche – nota come BRRD –, rispettivamente di aprile e maggio 2014.

Sarà proprio la strada avviata con l'UB a portare la Commissione europea guidata da Jean-Claude Juncker ad immaginare un altro progetto "a lungo termine" dell'integrazione che, pur nelle differenze strutturali, mette in relazione UB e UMC.

Nel luglio 2014, in contemporanea con l'istituzione del MRU, Juncker (allora candidato alla guida della Commissione) fa presente la necessità di migliorare il finanziamento dell'economia europea attraverso una integrazione delle «nuove norme europee per le banche con un'Unione dei mercati dei capitali»; l'obiettivo era: *i)* sia di ridurre i costi della raccolta di capitale soprattutto per le PMI e quindi di contribuire a ridurre la «elevatissima dipendenza dai finanziamenti bancari»; *ii)* sia di aumentare l'attrattiva dell'Europa come piazza su cui investire.⁴ Nel "libro verde" del 2015.⁵ si legge infatti che la nascita dell'UB, vista nell'ottica di «spezzare il legame tra i dissesti delle banche e i debiti sovrani nella zona euro», potrà costituire «una piattaforma stabile per sostenere lo sviluppo di una "Unione dei mercati dei capitali in tutti gli Stati membri dell'UE"». Si aggiunge che, al contempo, una buona integrazione dei mercati dei capitali contribuirà alla resilienza dell'UEM-Unione economica e monetaria. Il successivo e coevo *Action plan* della Commissione sulla CMU si rivolgerà al sistema finanziario dell'UE nel suo complesso, ribadendo però il ruolo centrale delle banche all'interno dello stesso,⁶ dando quindi per sottintesa la presenza dell'UB, che però

⁴ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Making the most of the single market: delivering on the Capital Markets Union*, May 2019 disponibile al link <https://commission.europa.eu/system/files/2019-05/euco-sibiu-delivering-capital-markets-union.pdf>.

⁵ Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *LIBRO VERDE. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, Bruxelles, 18 febbraio 2015, p. 5, al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063>.

⁶ Si v. *Comunicazione* della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, Bruxelles, 30.9.2015, in par. a p. 24 si legge: "Le banche, nella loro veste di erogatori di prestiti a una parte significativa dell'economia e di intermediari nei mercati dei capitali, svolgeranno un ruolo centrale nell'Unione dei mercati dei capitali e nell'economia europea nel suo complesso". Interessante anche il riferimento al ruolo del finanziamento delle cooperative di credito verso le PMI. Più avanti si scrive: "L'applicazione della regolamentazione bancaria, sofisticata e complessa, può talvolta costituire un ostacolo eccessivo per le cooperative di credito e per le altre cooperative senza scopo di lucro al servizio delle PMI. Ciò può verificarsi in particolare quando si tratta di realtà piccole

non viene mai richiamata.

b. Al pari di quanto accaduto con l'UB, ancora oggi incompleta nella costruzione per l'assenza di una assicurazione europea dei depositi, anche l'UMC ha visto periodicamente impegnati gli organismi europei a rilanciarne il progetto: per l'UB a fine 2015 una *Comunicazione* della Commissione europea inserisce il completamento dell'UB tra gli elementi indispensabili per la stabilità finanziaria nell'UEM (infatti assicurerebbe una più efficace trasmissione della politica monetaria unica e una migliore diversificazione dei rischi tra i paesi dell'eurozona).⁷; per la CMU scatta invece un nuovo piano di azione nel 2020.⁸

Tuttavia, il dato di fatto sta in una lunga fase di stallo del progetto unificante europeo, investito in modo pressante anche dalle transizioni economiche in atto sul piano digitale e della sostenibilità; le sfide del cambiamento climatico e dei ripetuti *shock* esogeni (la mente va ai conflitti in Ucraina e in Palestina, ma anche alla rielezione di Trump e agli effetti del suo motto "America first", sotto forma di improvvisate politiche protezionistiche) hanno incrementato i rischi e cambiato i connotati alla geopolitica, creando i presupposti per la realizzazione di un nuovo ordine economico a livello mondiale.

c. È in tale temperie che nel marzo del 2025 la Commissione Europea, forte delle proposte dei vari gruppi di esperti (e in particolare dei rapporti di Enrico Letta e di Mario Draghi).⁹, tenta di dare un nuovo slancio al proprio futuro economico, con la "nuova" idea di una Unione del risparmio e degli investimenti (c.d. SIU-*Savings and investments Union*).¹⁰ che, al pari della CMU, mette al centro il sistema finanziario dell'UE nel suo complesso, valorizzando da un lato i risultati raggiunti rispetto all'UB e i progressi con riguardo alla CMU, e dando evidenza, dall'altro lato, ai fallimenti e ai ritardi delle *roadmap* via via prefigurate le quali, nell'assenza di una decisa e concreta

e dedite principalmente alla raccolta e alla ripartizione di fondi tra i soci, con rischi limitati per il sistema finanziario in generale", raccomandando la presenza di "garanzie regolamentari nazionali proporzionate ai rischi ai cui sono esposte".

⁷ Si v. *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "Verso il completamento dell'Unione bancaria"*, Strasburgo, COM(2015) 587 final, del 24 novembre 2015.

⁸ Si v. *Comunicazione su Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final, del 24 settembre 2020; cui *adde* la *Comunicazione su Unione dei mercati dei Capitali. Risultati conseguiti un anno dopo il Piano di Azione*, COM(2021) 720 final, 25 novembre 2021, in *Dir.banc.merc.fin.*, 2022, II, con commento di BROZZETTI, *La transizione verso la Capital markets union (CMU): la tappa del novembre 2021*, p. 20 ss. Da ultimo sul legame tra UB e CMU si v. URBANI, *Banche e ordinamento bancario alla prova della Capital Markets Union*, in ROSSANO (a cura di), *L'ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici*, Atti del Convegno tenutosi nei giorni 24-25 ottobre 2024 a Napoli presso il Complesso Monumentale di Santa Chiara, pubblicati nel suppl. n. 4 della *Riv.trim.dir. econ.*, pp. 278-289; con riferimento alle iniziative destinate a diversificare le opzioni di finanziamento nell'UE si rinvia, fra gli altri, a ROSSANO, *La finanza alternativa nella Capital Markets Union*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Milano, Wolters Kluwer-CEDAM, 2021, pp.427-440.

⁹ Si v. LETTA, *Much more than a market. Speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, April 2024, al link <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>; DRAGHI, *The future of European competitiveness. Part A, A competitiveness strategy for Europe*, September 2024, scaricabile insieme alla *Part B. In-depth analysis and recommendations* nonché all' *Address by Mr. Draghi – Presentation of the report on the Future of European competitiveness*, European Parliament, Strasbourg, 17 September 2024, al link https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059.

¹⁰ Al Rapporto seguirà la *Comunicazione* della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, su *Unione del risparmio e degli investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, COM(2025) 124 final, del 19 marzo 2025, cfr. 1; in merito si v. da ultimo LUCANTONI, *Capital Markets Union e Saving and Investment Union nella prospettiva dello sviluppo economico, sostenibile e digitale del mercato finanziario*, in corso di stampa in *Dir.banc.merc.fin.*, 2025, n. 2.

spinta politica, non hanno prodotto risultati tangibili. Tanto che, alla stregua di segnale di rinnovamento, da Enrico Letta è arrivata la proposta di rinominare la CMU in SIU¹¹.

Il punto da sottolineare è che le autorità di supervisione su scala europea e nazionale diventano parte in causa del progetto, in quanto si prospetta un superamento della frammentazione esistente e l'organizzazione di una «*vigilanza efficiente nel mercato unico*». L'obiettivo è quindi quello di trovare un «*nuovo equilibrio tra la responsabilità di vigilanza a livello dell'UE e quella a livello nazionale*»¹². I lavori sono *in itinere*, e tra le misure proposte dalla Commissione v'è altresì quella di «*conseguire una vigilanza più unificata dei mercati dei capitali [...] anche trasferendo alcuni compiti a livello dell'UE*».

In merito va ricordato che nel Rapporto Letta¹³, con pragmatismo – considerata l'ondata di nazionalismi in corso e tenuta presente l'esperienza in campo bancario (che come la storia insegna ha fatto quasi sempre da battistrada alla regolazione del mercato finanziario) –, già si suggeriva una evoluzione del sistema sulla falsariga del riparto della vigilanza tra BCE e autorità nazionali competenti (d'ora in poi ANC) realizzato con il MVU, optando per un rafforzamento dell'ESMA che, in collaborazione con queste ultime, assumerebbe maggiori responsabilità di vigilanza sulle entità più significative, in base a criteri rapportati a dimensioni, attività transfrontaliere, importanza sistemica, abbracciando le sedi di negoziazioni, gli emittenti, i gestori patrimoniali e gli altri partecipanti al mercato finanziario¹⁴.

In questa fase il *modus* prospettato segue nella sostanza una strategia timida di “*bottom-up*”, approccio che però in campo bancario, e nella stessa Unione Bancaria, ha mostrato e mostra i propri limiti in quanto inidoneo a consentire una supervisione armonizzata che favorisca un'attività transfrontaliera poggiante su parità di condizioni per gli intermediari e, più in generale, per i partecipanti al mercato dei capitali. Nella pratica la presenza del *single rulebook*, che fa da base all'UB e sul quale si intende modellare la stessa UMC, di per sé non è in grado di consentire una vigilanza pienamente armonizzata per la possibilità (molto elevata nel campo dei mercati finanziari) per le ANC di applicare in modo differenziato le regole europee, con evidenti maggiori costi di *compliance* per intermediari e imprese, nonché paralleli rischi di arbitraggi tra i modelli di vigilanza.

d. Appare evidente come soltanto mercati finanziari più integrati, quindi con superamento delle divergenze nelle prassi di vigilanza, diverrebbero strumentali allo stesso completamento dell'Unione bancaria, soprattutto nell'ottica di favorire sia la creazione dei “cuscinetti” destinati ad assorbire *shock* improvvisi e sia una più ampia condivisione del rischio tra soggetti privati la quale possa travalicare gli stessi confini dell'UE. Lo stesso collegamento che si instaura tra un'efficace integrazione dei mercati e il rafforzamento della resilienza dell'UEM si presterebbe a diventare un incentivo ad utilizzare l'euro, aumentandone così il ruolo su scala

¹¹ Cfr. nel Rapporto citato il capitolo su *A Savings and Investments Union to unlock the potential of the Single Market*, 28.

¹² Si v. la citata *Comunicazione* sulla SIU, p. 16.

¹³ Ma anche nei lavori del gruppo di esperti presieduto da Christian Noyer, governatore onorario della *Banque de France*: si v. *DEVELOPING EUROPEAN CAPITAL MARKETS TO FINANCE THE FUTURE. Proposals for a Savings and Investments Union*, April 2024, al link <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/e3283a8f-69de-46c2-9b8a-4b8836394798/files/6b8593b5-ca31-45a3-b61c-11c95cf0fc4b>.

¹⁴ Sul punto si v. i relativi approfondimenti a p. 34 s.

internazionale.¹⁵

Di talché, per la realizzazione della SIU l'auspicio non può che andare verso un cambiamento in corsa di quella che al momento appare come una già sperimentata traiettoria – limitata a responsabilizzare i singoli paesi europei nella armonizzazione delle legislazioni nazionali –, per la presenza di una basilare certezza: siamo di fronte a cambiamenti epocali che richiedono scelte decisamente più coraggiose.¹⁶ Se il problema è il “capitale politico”¹⁷ su questo è dunque indispensabile lavorare.

3. IL CONSOLIDAMENTO BANCARIO COME DRIVER PER UNA MAGGIORE INTEGRAZIONE EUROPEA

Anche se la letteratura non è concorde sui benefici delle concentrazioni, esiste però un dato di fatto, che non si può sottovalutare, costituito dal divario del mercato unico europeo rispetto al “gigantismo” americano. Viene sottolineato anche nel Rapporto Draghi: JP Morgan, la più grande banca americana, ha una capitalizzazione di mercato maggiore rispetto alle dieci più grandi banche dell'UE prese insieme; la seconda e la terza (Bank of America e Citigroup) sono più grandi di tutte le loro omologhe europee.¹⁸ Non meraviglia quindi che il presidente del colosso spagnolo *Banco Bilbao Vizcaya Argentaria-BBVA* (dal 2012 al 2014 nella lista delle G-SIB del FSB) valuti positivamente il ritorno alle M&A sottolineando come «nessuna banca dell'Eurozona figura tra le 20 più grandi al mondo per capitalizzazione di mercato, mentre la digitalizzazione e la concorrenza dei giganti tecnologici non europei aumentano la pressione sul settore».¹⁹ Lo stesso Orcel, AD di Unicredit (che ha in corso una scalata infra-europea a Commerzbank e una interna a Banco BPM) considera il consolidamento bancario come un «test decisivo per l'integrazione europea».²⁰

a. Il fatto da segnalare è che dopo l'avvio del MVU i fenomeni di M&A subiscono un freno soprattutto a livello *cross-border*. Lo stesso scoppio della pandemia coglie il sistema bancario dell'UE in condizioni critiche derivanti: da scarsa redditività, da processi inefficienti e deboli strategie aziendali, il tutto unito al problema della

¹⁵ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Making the most of the single market: delivering on the Capital Markets Union*, cit., p. 1.

¹⁶ Interessante l'intervento della presidente della BCE che auspicava un cambiamento di approccio verso la CMU, da *botton-up* a *top-down*, ritenendola “a vital tool in financing the ongoing transformations”: si v. *A Kantian shift for the capital markets union*, Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the European Banking Congress, Frankfurt am Main, 17 November 2023, disponibile al link <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html>.

¹⁷ Termine usato da Lidia CAVALLARI durante il *Keynote speech*, al convegno veneziano dell'8-9 maggio 2025 su *L'ordinamento finanziario italiano verso il mercato unico dei capitali. Impatti per le imprese, gli intermediari, i mercati, le autorità di vigilanza*.

¹⁸ Cfr. il citato Rapporto Draghi, *Part B*, p. 287.

¹⁹ Si v. *Carlos Torres Vila (BBVA): Il ritorno delle fusioni e acquisizioni in Europa è positivo*, 14 marzo 2025, al link <https://advisoronline.it/assicurazioni/banche/carlos-torres-vila-bbva-il-ritorno-delle-fusioni-e-acquisizioni-in-europa-e-positivo>.

²⁰ Cfr. l'articolo di GRECO, Orcel: “Il consolidamento bancario è un test decisivo per l'integrazione europea”, su *La Repubblica* del 20 dicembre 2024, ove viene riportata la frase dell'intervento fatto da Orcel sul *Financial Times* nel quale disegna la “Banca d'Europa” su tali scalate, aggiungendo che “Senza realizzare l'Unione bancaria e il mercato unico dei capitali si mette a rischio la prosperità di lungo termine”.

c.d. “sovra-bancarizzazione”. In tale contesto, autorevoli esponenti della BCE (penso in particolare ad Enria a capo del MVU) sottolineano come la strada del consolidamento possa essere la chiave per superare debolezze e poca attrattività delle banche, proiettandole verso una ripresa di successo²¹. Con una Guida del 2020 la BCE chiarisce il proprio approccio di vigilanza prospettando il sostegno ad aggregazioni aziendali efficacemente concepite e ben eseguite, facendo presente il modo in cui gli strumenti di vigilanza possono facilitare progetti di consolidamento sostenibili: la non penalizzazione con requisiti patrimoniali più elevati (di secondo pilastro) in caso di piani di integrazioni credibili; la previsione che gli utili derivanti dal “*badwill*” (avviamento negativo)²² saranno utilizzati come capitale per la nuova banca; l’uso temporaneo dei modelli interni esistenti, a condizione di un solido piano di implementazione (“*roll-out*”).²³ Da tenere presente che le aspettative di vigilanza della BCE del 2020 contenevano anche un “incoraggiamento” verso le parti coinvolte a dialogare in modo tempestivo con le autorità di vigilanza al fine di avere un *feedback* preliminare sul progetto di consolidamento.

Gli sforzi della supervisione di armonizzare le opzioni e le discrezionalità disponibili nel diritto dell’Unione (un ruolo importante è stato assunto anche dalla presenza oltre che di Enria di Angeloni alla BCE) si sono però arenati davanti sia all’incompletezza dell’UB sia alle frammentazioni del *corpus* normativo a livello nazionale, ulteriore ostacolo alle fusioni e acquisizioni transfrontaliere.

b. Che gli azionisti abbiano un fondamentale ruolo decisivo nei processi di consolidamento è il presupposto di un corretto funzionamento del mercato. La diversità di regole crea però disarmonie all’interno dell’UB. Il problema a livello di supervisione è che paesi, come ad es. la Germania e il Lussemburgo, non prevedono un potere di vagliare operazioni di fusioni, al contrario di quanto invece accade, ad es., in Italia (ma anche in Grecia, Belgio e Slovenia). Trattasi di frammentazioni che si aggiungono ad altri ostacoli al consolidamento – sollevati dalla dottrina e anche nei rapporti degli esperti – oltre ai limiti dei trasferimenti e delle operazioni infragruppo (assoggettati ai diritti societari nazionali) pesa in particolare l’assenza di un’armonizzazione per i regimi di liquidazione che impatta sulla risoluzione e quindi sui diritti dei creditori²⁴.

Qualche novità è arrivata sul fronte del *de jure condendo* dal pacchetto bancario del luglio 2024 (composto dal reg. UE 2024/1623, c.d. CRR3, e dalla dir. 2024/1619, c.d. CRD6) le quali sono andate incontro alle aspettative di vigilanza della BCE, rafforzandone il ruolo in un sistema bancario con connotato viepiù europeo.

La riforma della dir. 2013/36 (CRD4) da parte della dir. 2024/1619 agisce infatti sui gruppi a dimensione transnazionale, incrementando i poteri delle autorità di supervisione sul piano della vigilanza prudenziale, ma

²¹ Cfr. ENRIA, *Supervisory challenges of the pandemic and beyond*, Keynote speech by the Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the Handelsblatt European Banking Regulation Conference, Frankfurt am Main, 3 November 2020 (al link <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2020/html/ssm.sp201103~82fa2cb440.en.html>).

²² Il *badwill* è il contrario del *goodwill* (avviamento), che impone, quando si acquista una società di avere capitale aggiuntivo per compensare quest’ultimo; il punto è interessante nel quadro del c.d. *Danish compromise* di cui si dirà tra poco.

²³ Si v. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Guide on the supervisory approach to consolidation in the banking sector, 2020*, al link <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.guideconsolidation2101~fb6f871dc2.en.pdf>.

²⁴ Da ultimo si v. LAMANDINI, *IL consolidamento bancario che può salvare l’Unione*, in corso di stampa in *Dir.banc.merc.fin.*, 2025, n. 2, cui adde EUROPEAN PARLIAMENT, *Banking union and the long wait for cross-border integration*, a cura di GOTTI - MCCAFFREY - VERON, PE 760.272, October 2024, in part. pp. 35 ss.

anche sul punto del consolidamento bancario che qui interessa.

A chiusura del Titolo III che detta *Condizioni di accesso all'attività degli enti creditizi*, dalla CRD6 viene aggiunto un capo 5 alla dir. 2013/36 dedicato espressamente alle Fusioni e scissioni (artt. 27-nonies – 27-terdecies). A carico di enti (banche o imprese di investimento) e società finanziarie *holding* (società di partecipazione finanziaria-SPF e società di partecipazione finanziaria mista-SPFM), in procinto di adottare un progetto di consolidamento, si stabilisce un obbligo di notifica all'autorità competente di tale progetto, corredato da tutte le informazioni pertinenti (indicate al par. 5 dell'art. 27-undecies). L'operazione verrà valutata alla luce di particolari criteri direttivi (indicati dall'art. 27-undecies che ricordano quelli previsti in sede di valutazione della compagine societaria) e nel quadro della collaborazione con le altre autorità competenti (art. 27-duodecies). Interessa segnalare il divieto per le autorità competenti (dal sapore antico per coloro avanti negli anni, poiché coniato con la direttiva 77/780/CEE) di «*esaminare l'operazione proposta in funzione delle esigenze economiche del mercato*».

4. SPUNTI DAL MERCATO DELLE M&A

Il “risiko bancario” che ha investito il sistema finanziario negli ultimi tempi dà rilievo ad alcuni aspetti critici derivanti da una non perfetta sintonia relativamente alla parte strettamente tecnica, da incertezze normative che possono costituire barriere regolatorie, ma anche da un clima della politica diciamo “ostile” alle fusioni, su scala anche europea.

È accaduto ad es. in Spagna dove il governo – grazie ad una legge del 2014 che consente all'esecutivo di porre una sorta di veto, e quindi un potere decisivo, alle fusioni bancarie (e non alle acquisizioni) allorché l'Autorità antitrust ponga condizioni o sollevi dei rilievi – sta tentando di bloccare la proposta di fusione (del maggio 2024) da parte del colosso BBVA del catalano Banco Sabadell. Operazione che però ad inizio di settembre 2024 ha comunque ricevuto l'approvazione della BCE e altresì dell'autorità antitrust spagnola che, nell'attesa del governo, ha autorizzato l'acquisizione.²⁵; se l'operazione andasse in porto si creerebbe il secondo polo bancario europeo dopo quello del francese BNP Paribas.

In Germania, invece, il governo sta ponendo ostacoli al tentativo di Unicredit, che già possiede HVB (una delle più grandi banche tedesche) di espandersi ulteriormente aggregando Commerzbank. Anche in questo caso però la BCE ha mostrato il proprio *favor* autorizzando Unicredit ad acquisire una partecipazione diretta fino al 29,9% del capitale.²⁶

Il problema del c.d. *golden power* ha interessato anche il nostro paese. Il potere di valutare l'interesse nazionale in ambiti ritenuti strategici è presente in una legge del 2022, nata durante il Governo Draghi sugli strascichi della pandemia e con l'intento di bloccare investimenti esteri a natura “predatoria”. La contrarietà del

²⁵ Cfr. AGUADO, *Spain's antitrust body clears BBVA-Sabadell takeover, awaits government*, 1 May 2025, al link <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policy-regulation/spains-antitrust-body-approves-bbva-sabadell-takeover-with-remedies-2025-04-30/>.

²⁶ Cfr. *La BCE autorizza UniCredit ad aumentare la partecipazione in Commerzbank fino al 29.9%*, comunicato stampa di UniCredit del 14 Marzo 2025, reperibile sul sito dell'istituto.

Governo, la quale ha sollevato condivisibili critiche.²⁷, riguarda l'operazione di aggregazione di Unicredit con Banco Bpm, sottoposta a vincoli e condizioni. Il problema si è ampliato per fatto che il Governo, forte della partecipazione dello Stato in Banca MPS, stia invece sostenendo un'ops da questa lanciata su Mediobanca, banca d'affari attore chiave del sistema finanziario italiano. Mediobanca che a sua volta, come contromossa, ha lanciato una ops su Banca Generali.

Pochi esempi solo per far emergere come questi ostacoli politici, che vedono lo Stato passare da spettatore ad arbitro, inseriscano oltre che elementi di incertezza, una ulteriore frammentazione del mercato europeo che può andare a discapito della stessa integrazione proiettata verso la SIU.

A tale problema si aggiungono anche aspetti tecnici, legati a barriere regolamentari che sollevano incertezze e possono frenare le fusioni. Il riferimento va al c.d. *Danish compromise*, contenuto nell'art. 49 del CRR, ripreso con la finalizzazione di Basilea 3 del 2017, e poi innovato con il CRR3. Tale compromesso è divenuto un elemento chiave della regolazione che consente una migliore gestione del capitale²⁸, con impatti sul processo di consolidamento del settore finanziario europeo, nell'ipotesi di operazioni di aggregazioni nell'ambito di strutture conglomerati. La regolazione riconosce infatti, in sintesi, agevolazioni alle banche con partecipazioni dirette in compagnie assicurative, attraverso la riduzione – con l'accordo dell'autorità di supervisione – dell'assorbimento di capitale regolamentare.

Rispetto al ruolo riconosciuto alla BCE va sottolineato che la stessa si riserva di decidere “caso per caso”²⁹.

Il problema è emerso con l'opa del novembre 2024 di Banco BPM, tramite la controllata assicurativa BPM Vita, sulla sgr milanese *Anima Holding*, gestore di fondi, vicenda che incide anche sulla accennata ops lanciata da Unicredit sul Banco BPM. Infatti dopo la BCE³⁰ anche l'EBA ha negato l'applicazione del beneficio patrimoniale (che sarebbe stato pari ad un miliardo)³¹. La BCE ha fornito un'interpretazione restrittiva del *Danish*

²⁷ Per tutti cfr. VELLA, *Il fascino discreto del golden power all'italiana*, 30 aprile 2025, al link <https://lavoce.info/archives/107710/il-fascino-discreto-del-golden-power-allitaliana/>; CLARICH, *Così in Italia il golden power è diventato uno strumento politico*, su *Milano Finanza*, 21 maggio 2025, p. 18, nonché diffusamente SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2021, n. 1, pp. 55 ss., al link https://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/Article/Archive/index_html?ida=219&idn=16&idi=-1&idu=-1.

²⁸ Per approfondimenti cfr. ROMANELLI, *Danish Compromise: potenzialità e interrogativi. Bancassurance e incentivi alla crescita dei gruppi bancari*, 27 marzo 2025, al link <https://www.dirittobancario.it/art/danish-compromise-potenzialita-e-interrogativi/>.

²⁹ Così si è espressa Claudia Buch, presidente del consiglio di vigilanza della BCE rispetto al trattamento favorevole sul piano regolatorio per le banche *holding* di imprese di assicurazione: si v. REUTERS, *ECB to apply Danish compromise on insurers case by case, says Buch*, 17 December 2024, al link <https://www.reuters.com/markets/deals/ecb-apply-danish-compromise-insurers-case-by-case-says-buch-2024-12-17/>.

³⁰ Cfr. GUALTIERI - NINFOLE, *Banco Bpm, Bce boccia il Danish Compromise sull'opa Anima. Il titolo crolla in borsa*, su *Milano Finanza*, 26 marzo 2025, al link <https://www.milanofinanza.it/news/banco-bpm-bce-dice-no-al-danish-compromise-sull-opa-anima-il-titolo-crolla-in-borsa-202503261114127460>.

³¹ Cfr. GUALTIERI, *Banco Bpm, anche l'Eba dice no al Danish Compromise per l'opa Anima*, su *Milano Finanza* del 27 marzo 2025, al link <https://www.milanofinanza.it/news/banco-bpm-anche-l-eba-boccia-il-danish-compromise-per-l-opa-anima-202503271552142097>. Nell'articolo si legge che Banco Bpm si era rivolto all'Eba a febbraio per avere chiarimenti sul processo autorizzativo. Nel frattempo la BCE dava parere negativo sul trattamento regolamentare richiesto dalla banca. A stretto giro è intervenuta appunto l'EBA che ha scelto di non entrare nel merito della materia. “La richiesta - spiega un documento diffuso dall'Eba giovedì 27 marzo - è stata rigettata perché il tema sollevato va oltre l'ambito di applicazione

compromise e l'EBA ha avallato la scelta della BCE, senza però entrare nel merito della questione, riservandosi quindi una valutazione più ampia ed approfondita che lascia aperta la strada a possibili divergenze. Nella sostanza il vantaggio del CRR si ritiene sia applicabile solo per le società di assicurazione e non per quelle di *asset management*, tanto che il Banco Bpm ne aveva già beneficiato, ricevendo l'autorizzazione della BCE ad utilizzare il *Danish Compromise*, per Banco Bpm Vita.

La richiesta per l'utilizzo del compromesso danese ha riguardato anche BNP Paribas per il riacquisto pianificato ad agosto del 2024 di *AXA Investment Managers* dal gruppo assicurativo AXA, tramite la controllata assicurativa *Cardif*. Anche in questo caso la BCE ha manifestato opinione negativa, con un forte impatto sul coefficiente di solvibilità del gigante bancario francese, sul medesimo presupposto (secondo le notizie di stampa) che tale compromesso si applicherebbe solo alle imprese del settore assicurativo e non alle società di gestione patrimoniale.³².

5. QUALCHE RIFLESSIONE CONCLUSIVA

Il clima di questi ultimi anni sul consolidamento bancario privilegia gli effetti positivi e la generazione di economia di scala, con benefiche ricadute sul sostegno all'economia di un paese. Per tali ragioni si presta a diventare (di nuovo, viene da dire) uno dei *driver* strategici nell'evoluzione del mercato unico europeo.

Il *favor* verso il consolidamento bancario va incontro alla possibilità di migliorare competitività ed efficienza nel mercato unico europeo. Rispetto alle fusioni la regolazione ha soddisfatto le esigenze della vigilanza cercando di superare alcune disarmonie all'interno dell'UB, permangono tuttavia incertezze e limiti sul fronte delle concentrazioni *cross-border*, per le frammentazioni nazionali a livello soprattutto di diritto societario e fallimentare. Nel Rapporto Draghi si indica un ulteriore passo verso il rafforzamento dell'UB con la creazione di una giurisdizione separata per le banche europee con significative operazioni transfrontaliere, che diventerebbero "*country blind*" dal punto di vista normativo, di vigilanza e di gestione delle crisi.³³. Appare però evidente come solo la realizzazione di una efficace rete di sicurezza, che consenta una diversificazione dei rischi bancari nazionali (nella sostanza il completamento dell'UB), potrebbe spingere e fare da stimolo a significativi processi di aggregazioni nel mercato dell'UE.

D'altro canto, inviterei però a tenere a mente che, anche alla luce dell'esperienza italiana (negli ultimi anni il settore bancario ha registrato una intensa fase di aggregazioni a livello nazionale), la riduzione del numero di intermediari determina una eliminazione delle c.d. banche locali, caratterizzate da un forte legame con il tessuto produttivo del territorio in genere fatto di piccole e medie imprese, alterando un ecosistema di importanza vitale

del questionario (Q&A) ricevuto, toccando profili ed elementi che richiedono una valutazione più ampia e approfondita", coinvolgente lo stesso piano regolamentare.

³²Notizia ripresa da REUTERS, *ECB opposes favourable capital treatment for BNP Paribas' AXA deal*, 11 April 2025, al link <https://www.reuters.com/markets/deals/ecb-opposes-favourable-capital-treatment-bnp-paribas-axa-deal-source-says-2025-04-11/>.

³³ Cfr. il citato rapporto Draghi, *Part A*, 61.

e portando con sé l'effetto collaterale avverso di restrizioni nell'offerta di credito, e quindi con evidenti ripercussioni negative sull'economia locale.³⁴ È evidente che, soprattutto in un contesto di sfide molteplici (sul piano della digitalizzazione e dell'internazionalizzazione), le fusioni rafforzino la posizione di alcuni istituti, consentendo riduzioni dei costi operativi e migliore efficienza, ma la diminuzione di concorrenza a livello locale, oltre al ridimensionamento del contatto e della vicinanza territoriale, porta con sé anche modifiche peggiorative nella remunerazione dei depositi. Ottica questa che, vista sotto altro profilo, andrebbe però incontro all'obiettivo della SIU di convogliare il risparmio al dettaglio dell'UE detenuto sotto forma di depositi bancari verso investimenti produttivi basati sul mercato.³⁵ Nella sostanza, considerato che l'erogazione del credito è attività sempre più (diciamo così) sgradita alle banche – per il connesso assorbimento di capitale regolamentare, viene da pensare che si voglia spingere il risparmiatore a mutare veste (del resto anche l'educazione finanziaria, tanto cara alle stesse autorità di vigilanza, a questo punto) e trasformarsi in “investitore”.

A me sembra inoltre che sullo sfondo resti un ulteriore problema non molto considerato, quello del “too big to fail” con i corollari del *too-big-too-bank* e quindi necessariamente da salvare.³⁶ Mi pare che nel dibattito sia del tutto ignorato perché ci si basa su un presupposto direi discutibile: illusione che gli *standard* concordati a livello internazionale (tra Comitato di Basilea e Financial Stability Board) per le G-SIB, e poggiati su obblighi di mantenere riserve di capitale aggiuntive e/o capitale *ad hoc* destinato all'assorbimento delle perdite (mrel/tlac) unitamente ai piani di risoluzione (valutazione della risolvibilità e determinazione del mrel rientrano nelle competenze del MRU) possano essere adeguati al problema di far uscire dal mercato anche un colosso bancario di rilevanza globale.³⁷ Dopo le vicende delle crisi bancarie americane e svizzere a me sembra che non resti che augurarsi che la credibilità e l'efficacia di tali piani non venga mai messa alla prova.

Chiuderei con una considerazione sul consolidamento bancario di Danièle Nouy, al vertice del MVU dal 2014 al 2018. Dal suo punto di vista il compito del supervisore è limitato, dovrebbe infatti creare “*the conditions that allow the market to do its job*”. Aggiungeva poi che “*bank mergers are complex, expensive and risky. So they require an adventurous spirit, a clear vision and a strong will*”. La conclusione condivisibile è che tutti i protagonisti e le forze in campo portino ad una “*right-sized*” per il settore bancario dell'UE “*that can reliably serve the economy*”³⁸.

³⁴ Di recente cfr. BANCA D'ITALIA, *The heterogeneous effects of bank mergers and acquisitions on credit to firms: evidence from Italian macro-regions*, a cura di DEL PRETE - DEMMA - GARRÌ - PIAZZA - SOGGIA, in *Temi di discussione*, n. 1382, October 2022.

³⁵ La BCE ha stimato che un allineamento del rapporto depositi/attività finanziarie delle famiglie europee a quelle statunitensi farebbe registrare un flusso di investimenti verso il mercato di circa 350 miliardi di euro all'anno: cfr. la *Comunicazione* sulla SIU cit., pp. 2 s.

³⁶ Cfr. BERTELLI, *Too bank to fail...riflessioni sulle crisi bancarie*, in BROZZETTI (a cura di), *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di Milano, Giuffrè, 2024, 111 ss.

³⁷ Presupposto a mio avviso molto discutibile: sia consentito il rinvio a BROZZETTI, “Ending of too big to fail” tra soft law e ordinamento bancario europeo. *Dieci anni di riforme*, Bari, Cacucci, 2018, *passim*, EAD., *La legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, Giuffrè, 2020, in part. 137 ss.; EAD., *Alcune riflessioni su indipendenza, accountability e assetto della vigilanza bancaria nell'UE*, in *Dir.banc.merc.fin.*, 2024, I, pp. 329 ss. ove una proposta di semplificazione con una unione bancaria a due soli pilastri, cfr. pp. 351 ss.

³⁸ Cfr. NOUY, *Too much of a good thing? The need for consolidation in the European banking sector*, *Speech by the Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the VIII Financial Forum*, Madrid, 27 September 2017 (al link <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2017/html/ssm.sp170927.en.html>), pp. 4 ss.

L'auspicio non può che essere che la competitività sviluppata dalla realizzazione della CMU/SIU vada anche incontro a tale obiettivo e che la concentrazione non torni ad essere un “incubo”³⁹.

³⁹ Mi scuso per l'ulteriore rinvio a BROZZETTI, *Concentrazione bancaria: da mito a incubo? Il ruolo della regolamentazione rispetto alla forma del gruppo*, Pisa, Pacini, 2011.