

Data di pubblicazione: 8 settembre 2026

ANGELA ROMBIOLO* e GENNARO ROTONDO**

*Le partecipazioni indirette nel vigente quadro normativo sugli
assetti proprietari delle banche. Ruolo e funzioni
dell'intestazione fiduciaria****

*Indirect Shareholdings in Bank Ownership Regulation: the Role
and Functions of Fiduciary Arrangements*

ABSTRACT: Il contributo analizza la disciplina delle partecipazioni indirette negli assetti proprietari delle banche, dedicando particolare attenzione al coordinamento degli artt. 22 e 22-bis t.u.b. con il quadro normativo europeo e con la disciplina di vigilanza. Centrale è il profilo di analisi relativo al progressivo superamento di una concezione formale della valutazione prudenziale delle partecipazioni a favore di un approccio

* Dottore di ricerca in Diritto comparato e processi d'integrazione, Università della Campania "Luigi Vanvitelli".

** Professore ordinario di Diritto dell'economia, Università della Campania "Luigi Vanvitelli".

*** Il presente contributo è frutto di lavoro e riflessioni comuni, tuttavia, i paragrafi da 1 a 5 sono da attribuire a Gennaro Rotondo, i paragrafi da 6 a 8 ad Angela Rombiolo, il par. 9 a entrambi.

Contributo sottoposto a referaggio.

sostanzialistico, volto a individuare i reali centri di influenza economica e gestionale sulla banca, anche in presenza di strutture partecipative complesse e multilivello. Passando per un esame integrato della normativa europea e della disciplina nazionale (primaria e secondaria), l'indagine si sofferma sul confronto tra partecipazioni indirette e acquisti “di concerto”, nonché sul ruolo dell'intestazione fiduciaria quale specifica ipotesi di dissociazione tra titolarità formale e sostanziale. Lo scritto si propone, in sostanza, di verificare se l'attuale assetto regolatorio sia in grado di assicurare un controllo prudenziale effettivo e trasparente sugli assetti proprietari bancari, riducendo i margini di opacità derivanti da strutture plurisoggettive. Al contempo, il contributo valuta le criticità derivanti dall'ampliamento dei margini valutativi delle autorità di vigilanza e la necessità di mantenere un equilibrio tra effettività del controllo, certezza delle regole, proporzionalità e garanzie procedimentali.

The article analyses the regulatory framework governing indirect holdings in the ownership structures of banks, with particular attention to the coordination of Articles 22 and 22-bis of the Italian Consolidated Banking Act (TUB) with the European regulatory framework and supervisory rules. A central focus of the analysis is the progressive shift away from a formalistic conception of the prudential assessment of qualifying holdings towards a substance-over-form approach, aimed at identifying the actual centres of economic and managerial influence over a bank, including where complex and multi-layered ownership structures are involved. Through an integrated examination of European legislation and domestic primary and secondary rules, the study explores the distinction and interaction between indirect holdings and acquisitions by persons “acting in concert”, as well as the role of fiduciary registration as a specific instance

of the separation between formal and beneficial ownership. The article ultimately seeks to assess whether the current regulatory framework is capable of ensuring effective and transparent prudential supervision of banks' ownership structures, while reducing the potential for opacity arising structures involving multiple parties. At the same time, it considers the critical issues associated with the widening scope of supervisory authorities' discretion and the need to maintain an appropriate balance between the effectiveness of supervision, legal certainty, proportionality and procedural safeguards.

PAROLE CHIAVE: Partecipazioni indirette; assetti proprietari delle banche; valutazione prudenziale; intestazione fiduciaria.

KEYWORDS: Indirect shareholdings; bank ownership structures; prudential assessment; fiduciary shareholding arrangements.

SOMMARIO: 1. Premessa. Le partecipazioni indirette nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari delle banche. – 2. Il quadro normativo europeo di riferimento e la genesi della nozione di partecipazione indiretta. – 3. Il ruolo conformativo della *soft law* europea e l'incidenza della normativa nazionale. – 4. Le partecipazioni indirette ai sensi dell'art. 22 t.u.b.: ambito applicativo. – 5. Il coordinamento tra partecipazioni indirette e partecipazioni acquisite "di concerto". – 6. Le Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia: coordinamento con il quadro normativo europeo. – 7. Il ruolo delle società fiduciarie nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari delle banche: profili evolutivi e di inquadramento sistematico. – 7.1. *Segue.* Ancora sul collegamento con il settore finanziario: l'attribuzione alle società fiduciarie delle competenze in materia di

antiriciclaggio. – 8. Il ruolo delle società fiduciarie nella disciplina delle partecipazioni nelle banche: la lettura sostanzialistica della titolarità alla luce dell'art. 22 t.u.b. – 9. Osservazioni conclusive. L'effettività della tutela prudenziale tra integrazione multilivello, evoluzione dell'istituto fiduciario e prevalenza della sostanza economica.

1. Premessa. Le partecipazioni indirette nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari delle banche

La disciplina degli assetti proprietari delle banche costituisce uno dei presidi centrali del sistema di vigilanza prudenziale, in quanto diretto a garantire la trasparenza delle strutture di controllo e a consentire alle autorità competenti di monitorare, anche preventivamente, l'ingresso o il rafforzamento partecipativo di soggetti potenzialmente idonei a incidere sulla gestione della banca. In tale prospettiva, il controllo sugli assetti proprietari non si esaurisce in una verifica statica della composizione del capitale, ma si configura come uno strumento dinamico di governo dei mutamenti della struttura proprietaria, informato sulla tutela della sana e prudente gestione, sulla trasparenza e sulla stabilità del sistema bancario¹. La disciplina degli assetti proprietari delle banche è stata riformata, da ultimo, ad opera del d.lgs. 31 dicembre 2025, n. 108, le cui previsioni

¹ Non a caso, tale disciplina rientra tra i procedimenti soggetti a vigilanza diretta della BCE. La nozione di «partecipazione» delineata dall'art. 1, comma 2, lett. *b-quater*), conserva una funzione di rilievo centrale e di coordinamento sistematico nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari degli enti creditizi, configurandosi quale presupposto concettuale e normativo degli obblighi autorizzativi previsti dalle disposizioni del Capo III del Titolo II del t.u.b. In particolare, la norma qualifica come partecipazione: «le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'articolo 2351, ultimo comma, del codice civile».

hanno affinato i criteri di valutazione prudenziale delle partecipazioni qualificate e rafforzato il coordinamento con l'ordinamento europeo e con le prassi applicative maturate nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (in seguito anche MVU). Le modifiche, volte ad assicurare una maggiore proporzionalità in fase applicativa e un più puntuale allineamento ai criteri europei in punto di scrutinio delle acquisizioni, incidono sia sull'individuazione delle operazioni rilevanti sia sui parametri di affidabilità del potenziale acquirente, confermando la significatività del controllo preventivo sugli assetti proprietari delle banche².

In questo quadro, le disposizioni sulle partecipazioni indirette – oggetto di analisi in questa sede – assumono uno specifico peso ermeneutico poiché consentono di ricomprendere nel perimetro del controllo prudenziale tutte quelle situazioni nelle quali la titolarità formale della partecipazione non coincida con la legittimazione sostanziale dei poteri di influenza, valorizzando così schemi proprietari mediati, interposti o fiduciari, nonché strutture partecipative articolate su più livelli. La nozione di partecipazione indiretta, pertanto, si colloca in una prospettiva dichiaratamente antielusiva³ e integra la portata applicativa delle disposizioni sugli assetti

² Direttiva 2024/1619/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 31 maggio 2024 che modifica la direttiva 2013/36/UE con riguardo ai poteri di vigilanza, alle sanzioni, alle succursali di paesi terzi e ai rischi ambientali, sociali e di *governance*. Il d.lgs. 31 dicembre 2025, n. 208, pubblicato in Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, n. 5 del 08 gennaio 2026, di recepimento della CRD VI e di adeguamento dell'ordinamento al Regolamento UE 2024/1623 (CRR 3), aggiorna il quadro regolamentare prudenziale nazionale degli istituti di credito al *framework* di Basilea III e modifica più in generale il TUB e il TUF. Più precisamente: rafforza le regole di vigilanza sulla struttura di partecipazione degli enti creditizi; aggiorna i criteri di trasparenza e di autorizzazione per le partecipazioni qualificate, con impatti anche sul regime delle partecipazioni indirette; si pone in continuità normativa con gli sviluppi precedenti, consolidando le regole sulla notifica preventiva delle acquisizioni indirette significative.

³ In argomento, v. M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari di banche e altri intermediari finanziari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2023,

proprietari, estendendo il regime autorizzatorio e informativo previsto dagli artt. 19 ss. t.u.b. anche a tali situazioni⁴. In tal senso, l'art. 22 t.u.b. è espressione di un approccio sostanzialistico, volto a privilegiare la ricostruzione effettiva delle catene di controllo e di influenza rispetto al mero dato formale rappresentato dall'intestazione delle interessenze.

La centralità delle disposizioni sulle partecipazioni indirette è stata confermata e accentuata dal d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182 (di recepimento della direttiva 2019/878/UE, *Capital Requirements Directive V* – CRD V)⁵, il quale ha riformulato l'art. 22 t.u.b. e ha introdotto l'art. 22-bis t.u.b., rubricato “acquisti di concerto”. Intervento che ha realizzato il superamento dell'originaria collocazione unitaria delle fattispecie di partecipazione indiretta e di concerto, attribuendo a ciascuna di esse autonoma specificità applicativa, pur nel quadro di una comune finalità di presidio della trasparenza proprietaria e di prevenzione delle interferenze indebite nella gestione.

L'impianto del t.u.b. sulle partecipazioni indirette si configura, in sostanza, come normativa di “chiusura” nell'ambito della ricostruzione di assetti proprietari complessi, in grado di intercettare anche ipotesi nelle quali l'influenza gestionale sulla banca sia soltanto potenziale e non si traduca

2, 153 ss.; R. LENER, *Quale appunto sulle fattispecie acquisitive di partecipazioni bancarie*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022, 2, 282 ss.

⁴ Così, A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria tra disciplina europea e disciplina nazionale: profili evolutivi e prospettive*, in M.P. CHITI, V. SANTORO (a cura di) *Il diritto bancario europeo. Problemi e prospettive*, Pisa, 2022, 3 ss.; M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 148 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari delle banche*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022, 4, 366 ss.; V. TROIANO, *Acquisti di partecipazioni nel settore finanziario, tra disciplina europea e regolamentazione interna*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2023, 1, 61 ss.

⁵ La direttiva europea CDR V rientra nel “2019 Banking Package”, congiuntamente al CRR II (*Capital Requirements Regulation*), il quale apporta ulteriori modifiche ai requisiti patrimoniali delle banche. È stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale UE il 7 giugno 2019, con scadenza di recepimento per gli Stati membri entro il 28 dicembre 2020 (in Italia attuata con d.lgs. 182/2021, entrato in vigore il 30 novembre 2021).

nel concreto esercizio dei diritti sociali. Tale disciplina, infatti, prescinde dal riscontro probatorio di un'influenza già prodotta, risultando sufficiente che la struttura proprietaria prospettata sia astrattamente idonea a determinare una delle situazioni contemplate dall'art. 19 t.u.b., secondo una logica di anticipazione del controllo prudenziale⁶, ora armonizzata nell'insieme degli adempimenti autorizzativi previsti dall'MVU (ai sensi del d.lgs. n. 108/2025).

Muovendo da tali premesse, il presente contributo si propone di analizzare, nel contesto della rinnovata disciplina degli assetti proprietari, le norme sulle partecipazioni indirette e sugli acquisti di concerto nel capitale delle banche, recata dagli artt. 22 e 22-*bis* t.u.b., al fine di verificare in quale misura la separazione concettuale e applicativa tra partecipazioni indirette e azione di concerto incida sulla ricostruzione complessiva dei poteri di influenza rilevanti ai fini prudenziali. In questo ambito verranno presi in considerazione anche il ruolo e le dinamiche relative ad una specifica ipotesi di partecipazione indiretta, ossia quella acquisita per il tramite di società fiduciarie. L'obiettivo complessivo della presente indagine resta quello di valutare se l'attuale quadro regolatorio consenta o meno di consolidare l'effettività del controllo sugli assetti proprietari, per il tramite della riduzione dei margini di opacità connessi a strutture partecipative multilivello e plurisoggettive.

⁶ Per una ricostruzione, in tema di assetti proprietari si v. M. LAMANDINI, *Il «controllo». Nozioni e «tipo» nella legislazione economica*, Milano, 1995; F. GUERRERA, *Responsabilità deliberativa e governo societario*, Torino, 2004; P. ANELLO, S. RIZZINI BISINELLI, *Partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari in imprese industriali*, in *Le società*, 1994, 19; V. CALANDRA BUONAURA, *Assetti proprietari e capitale delle banche: la prospettiva del privatista*, in *Gli impatti della crisi sugli assetti proprietari sul capitale delle banche*. Intervento tenuto nell'ambito del seminario su "Bankin' in the rain. Il sistema bancario in un mondo che cambia", Perugia, 13 marzo 2009; A. CALOIA, *I rapporti banca e impresa nel dibattito economico*, in *Risparmio*, 1989, 805.

2. Il quadro normativo europeo di riferimento e la genesi della nozione di partecipazione indiretta

Le norme oggetto di indagine in questa sede trovano la propria matrice ordinamentale nella disciplina europea in materia di autorizzazione e di valutazione prudenziale delle acquisizioni qualificate negli enti creditizi⁷, composta dalla direttiva 2013/36/UE (CRD IV)⁸, come successivamente modificata dalla direttiva 2019/878/UE (CRD V) e, in seguito, dalla direttiva 2024/1619/UE (CRD VI), nonché dal regolamento UE 575/2013 (CRR), che definisce, a fini prudenziali, le nozioni di partecipazione e di partecipazione qualificata⁹.

Le disposizioni europee – pur individuando in modo puntuale il perimetro delle operazioni significative, in punto di acquisizione o incremento di una partecipazione qualificata in un ente creditizio – non forniscono una

⁷ La disciplina delle partecipazioni bancarie nel sistema italiano e, più in particolare, delle partecipazioni indirette, rappresenta un elemento cruciale del quadro regolamentare in materia di vigilanza prudenziale. Tradizionalmente contenuta nel Titolo II, Capo III del TUB, la regolamentazione mira a prevenire fenomeni di elusione dell'obbligo di autorizzazione all'acquisto di quote rilevanti o di controllo in banche vigilate, assicurando trasparenza negli assetti proprietari e stabilità del sistema finanziario.

⁸ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

⁹ Nel quadro dell'armonizzazione prudenziale dell'Unione europea, il *Capital Requirements Regulation* ha conosciuto un'evoluzione progressiva dal CRR (Regolamento UE 575/2013), che ha introdotto nel diritto direttamente applicabile dell'UE l'impianto di Basilea III, al CRR II (Regolamento UE 2019/876), volto a completarne l'attuazione mediante l'introduzione di requisiti vincolanti su leva finanziaria, *net stable funding ratio* e rafforzamento del perimetro dei rischi di mercato. Tale percorso culmina con il CRR III (Regolamento UE 2024/1623), che recepisce la fase finale delle riforme elaborate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, rafforzando i requisiti patrimoniali attraverso la revisione dei metodi standardizzati per il rischio di credito, di mercato e operativo.

definizione autonoma di “partecipazione indiretta”. L’art. 22, par. 1, della direttiva 2013/36/UE si limita, infatti, a stabilire che l’obbligo di notifica e di valutazione preventiva si applica a chi abbia deciso di acquisire una partecipazione qualificata «direttamente o indirettamente» ovvero «da solo o di concerto con altri», senza precisare ulteriormente il contenuto e l’ambito applicativo di tali nozioni¹⁰.

Se ne deduce che nell’ordinamento europeo il concetto di partecipazione indiretta non si presenta come fattispecie tipica autonoma, quanto piuttosto come modalità di realizzazione dell’acquisizione o di detenzione della partecipazione rilevante, funzionalmente equivalente a quella diretta, sotto il profilo degli effetti prudenziali. Talché, nell’ottica del legislatore europeo, non è significativa la forma giuridica della detenzione, quanto la possibilità che un soggetto, anche attraverso strutture interposte o multilivello, venga a trovarsi in una posizione idonea a incidere sull’assetto proprietario e/o sull’equilibrio gestionale dell’ente creditizio.

Dunque, l’impostazione europea è, sin dall’origine, improntata a una logica pragmatica, nella quale la nozione di partecipazione qualificata è concepita quale categoria funzionale alla valutazione prudenziale dell’assetto

¹⁰ Art. 22, par. 1, Direttiva 2013/36/UE, in base al quale: «Gli Stati membri prevedono che qualsiasi persona fisica o giuridica che abbia deciso di non detenere più, direttamente o indirettamente, una partecipazione qualificata in un ente creditizio debba notificarlo, per iscritto prima della cessione, alle autorità competenti, indicando l’entità della partecipazione in questione. Tale persona informa altresì le autorità competenti qualora abbia deciso di diminuire la propria partecipazione qualificata in modo che la quota dei diritti di voto o del capitale da essa detenuta scenda al di sotto delle soglie del 20 %, 30 % o 50 % oppure l’ente creditizio cessi di essere una sua filiazione. Gli Stati membri non sono tenuti ad applicare la soglia del 30 % quando essi applicano una soglia di un terzo a norma dell’articolo 9, paragrafo 3, lettera a), della direttiva 2004/109/CE». Si v. altresì, art. 14, par. 1, secondo il quale: «Le autorità competenti negano l’autorizzazione ad iniziare l’attività di ente creditizio salvo se un ente creditizio non abbia loro comunicato le identità dei suoi azionisti o soci, diretti o indiretti, persone fisiche o giuridiche, che vi detengono una partecipazione qualificata, nonché l’ammontare di tale partecipazione o, in mancanza di partecipazioni qualificate, dei venti maggiori azionisti o soci».

proprietario, indipendentemente dal ricorso a schemi di intestazione indiretta o a tecniche di separazione fra titolarità formale e poteri sostanziali.

3. Il ruolo conformativo della *soft law* europea e l'incidenza della normativa nazionale

In assenza di una definizione codificata di partecipazione indiretta, un ruolo centrale nella specificazione dei termini della fattispecie è stato assunto dalla *soft law* e, più precisamente, dagli orientamenti congiunti delle autorità europee di vigilanza (EBA, ESMA ed EIOPA) in materia di valutazione prudenziale delle acquisizioni e degli incrementi di partecipazioni qualificate¹¹.

¹¹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Common guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increases in qualifying holdings in the financial sector*, reperibile su www.eba.europa.eu, 2016, 2 ss. Il documento in esame contiene orientamenti comuni emanati ai sensi dell'art. 16 del regolamento UE 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione; del regolamento UE 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione e, infine, del regolamento UE 1095/2010, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione. Conformemente all'art. 6, par. 3, dei regolamenti AEV, le autorità competenti e gli istituti finanziari compiono ogni sforzo per essere conformi a tali orientamenti, i quali si pongono quale principale obiettivo quello di chiarire le regole procedurali e i criteri di valutazione che le autorità competenti devono applicare per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario.

Tali interventi hanno chiarito che l'analisi di vigilanza non deve arrestarsi al livello di acquisizione formale, ma deve estendersi all'intera struttura dell'investimento, ricostruendo la catena partecipativa e i legami giuridici, economici e organizzativi che intercorrono tra i soggetti coinvolti. In questa prospettiva, il carattere "indiretto" della partecipazione prescinde da qualsivoglia tecnica giuridica di detenzione e si riconduce a ogni assetto idoneo a determinare, in via mediata, l'attribuzione di diritti patrimoniali o amministrativi rilevanti ai fini del superamento delle soglie prudenziali o dell'esercizio di un'influenza significativa¹².

Nella sostanza, la *soft law* europea ha svolto la funzione di implementare operativamente l'approccio sostanziale già sotteso alla disciplina primaria, indirizzando le autorità verso una valutazione complessiva dell'assetto proprietario, che tenesse conto non solo dei rapporti di controllo societario, ma anche delle ulteriori relazioni (siano esse contrattuali, finanziarie od organizzative) idonee a incidere sulla configurazione effettiva dei poteri gestionali¹³.

In tal modo, il diritto europeo ha progressivamente consolidato un modello di vigilanza sugli assetti proprietari fondato sulla ricostruzione integrata delle strutture societarie, nel quale la partecipazione indiretta rappresenta un'articolazione fisiologica dell'analisi prudenziale e non un'ipotesi incidentale o eccezionale¹⁴.

¹² Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, reperibile su www.bancaditalia.it, 2013, 10 ss.

¹³ Si v. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alle procedure relative alle partecipazioni qualificate*, reperibile su www.ech.europa.eu, marzo 2023, 6 ss.; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Peer Review Follow-up Report on Prudential Assessment of the Acquisition of Qualifying Holdings*, reperibile su www.eba.europa.eu, febbraio 2024, 9 ss.

¹⁴ In argomento, si v. M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 151 ss.; P. NOVARO, *La partecipazione dei privati al capitale della Banca d'Italia*, in *Diritto amministrativo*, 2015, 1, 209 ss.; si v. altresì, G. CAMPOBASSO, *Le partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1995, 3, 0281 ss.; A. DE CANTELLIS,

La scelta del legislatore europeo di non tipizzare la nozione di partecipazione indiretta ha liberato ampio spazio ermeneutico per gli ordinamenti nazionali, chiamati a dare attuazione ai principi eurounitari attraverso strumenti normativi idonei a intercettare le diverse configurazioni strutturali dell'influenza proprietaria. Motivo per cui la costruzione delle fattispecie in esame è la risultante di un processo di integrazione tra fonti europee e diritto interno, nel quale le norme nazionali finiscono per svolgere una funzione conformativa essenziale.

In tale contesto, si colloca l'art. 22 t.u.b. che rappresenta, in sostanza, la risposta dell'ordinamento italiano all'istanza di vigilare anche le situazioni di detenzione mediata della partecipazione. La disciplina nazionale oltre a recepire la formula europea dell'acquisizione diretta o indiretta, individua, più nel dettaglio, le principali tecniche attraverso le quali può realizzarsi una scissione tra intestazione formale e poteri sostanziali, tipizzando le ipotesi di controllo, di interposizione e di intestazione fiduciaria¹⁵, quest'ultima oggetto qui di specifica indagine.

P. GIUDICI, P. TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle società*, 2001, 2, 0521 ss.; R. CAIAZZO, G. DE FALCO, *Trasparenza ed autorizzazioni pubbliche nelle partecipazioni in imprese finanziarie*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1995, 2, 0263 ss.

¹⁵ Art. 22, TUB, a mente del quale: «1. Ai fini dell'applicazione dei capi III e IV del presente Titolo si considerano anche: a) le partecipazioni acquisite o comunque possedute per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona; b) i casi, individuati dalla Banca d'Italia, che conducono ad una delle situazioni indicate dall'articolo 19, comma 1, per effetto dei diritti di voto o delle quote di capitale posseduti attraverso società, anche non controllate, che a loro volta hanno diritti di voto o quote di capitale nella banca, tenendo conto della demoltiplicazione prodotta dalla catena partecipativa». Tale disposizione è stata sostituita dall'art. 9.8, d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, inserito dall'art. 2, comma 1, d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 e, successivamente, così modificato dall'art. 1, comma 6, d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182. In base all'art. 3, comma 2, d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182, l'art. 20, comma 1, lett. b), e i relativi obblighi di autorizzazione preventiva si applicano ai casi che si verificano successivamente alla data di entrata in vigore della relativa disciplina attuativa, emanata ai sensi dell'art. 19 del decreto legislativo.

4. Le partecipazioni indirette ai sensi dell'art. 22 t.u.b.: ambito applicativo

Nello scenario fin qui delineato, la disciplina italiana delle partecipazioni indirette si pone come elemento attuativo dei principi europei di valutazione prudenziale degli assetti proprietari, ricomprendendo nell'ambito applicativo delle regole contenute nei Capi III e IV del Titolo II del t.u.b. (in particolare, del regime autorizzativo di cui all'art. 19 t.u.b.)¹⁶ tutte le situazioni in cui la titolarità delle partecipazioni rilevanti si realizzi in via indiretta e le stesse siano idonee a incidere sulla sana e prudente gestione della banca¹⁷. Sulla scia dell'ordinamento europeo anche la

¹⁶ Art. 19, TUB, in base al quale: «Sono soggette ad autorizzazione preventiva: a) l'acquisizione a qualsiasi titolo in una banca di partecipazioni che comportano la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute; b) le variazioni delle partecipazioni quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunge o supera il 20 per cento, 30 per cento o 50 per cento e, in ogni caso, quando le variazioni comportano il controllo della banca stessa; c) l'acquisizione in una società che detiene le partecipazioni indicate alla lettera a); d) l'acquisizione a qualsiasi titolo, in assenza di acquisti di partecipazioni, anche per il tramite di un contratto con la banca o di una clausola del suo statuto, del controllo o dell'influenza notevole sulla banca, o di una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, 20 per cento, 30 per cento o 50 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute».

¹⁷ Cfr. F. MAIMERI, M. ALBANO, Sub art. 22, in C. COSTA, A. MIRONE, *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (D. lgs. 1° settembre 1993, b. 385 e successive modificazioni)*, t. 1, II ed., Torino, 2024, 189, 116 ss.; G. ROTONDO, Sub art. 22, in S. BONFATTI (a cura di), *Commentario al testo unico bancario. D.lgs. n. 385/1993, coordinato da G. FALCONE*, Pisa, 2021, 116 ss.; M. PALMIERI, Sub art. 22, in R. COSTI, F. VELLA (diretto da), *Commentario breve al testo unico bancario*, (coordinato da) A.V. GUCCIONE, M. PALMIERI, M. ROSSI, Padova, 2019, 22 ss.; I. D'AMBROSIO, G. ROTONDO, Sub art. 22, in S. BONFATTI (a cura di), *Commentario al testo unico bancario. D.lgs. n. 385/1993, coordinato da G. FALCONE*, Pisa, 2026 (in corso di pubblicazione).

disposizione italiana risulta funzionalmente preordinata ad assicurare la massima trasparenza degli assetti proprietari e di controllo, nonché a prevenire condotte elusive della relativa disciplina.

La *ratio* della previsione attiene alla ricostruzione degli assetti proprietari con l'obiettivo di superare una lettura meramente formale delle strutture partecipative e valorizzare l'effettiva capacità di un soggetto di influenzare le scelte strategiche e gestionali della banca, attribuendo valenza giuridica alle partecipazioni detenute per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona (art. 22, comma 1, lett. *a*, t.u.b.). In sostanza, le fattispecie tipizzate ricomprendono le situazioni nelle quali un soggetto sia in grado di esercitare, in via indiretta, un'influenza significativa sulla banca, mediante l'interposizione di un'entità giuridicamente distinta, ma sostanzialmente riconducibile al titolare effettivo della partecipazione¹⁸.

Il riferimento al *controllo*, quale criterio di individuazione dei possessori rilevanti, va interpretato alla luce della capacità di incidere in modo determinante sulla gestione dell'impresa bancaria. Sul punto, il rinvio operato dall'art. 22 all'art. 23 t.u.b. e, per il tramite di quest'ultimo, all'art. 2359 c.c., consente di ricomprendere nel campo applicativo, accanto alle ipotesi di controllo interno diretto, anche le forme di controllo indiretto e di fatto, nonché quelle fondate su vincoli contrattuali o su relazioni di influenza dominante, in coerenza con l'impostazione seguita nel diritto societario e nella vigilanza europea¹⁹.

¹⁸ Si v. F. MAIMERI, M. ALBANO, Sub *art.* 22, cit., 118 ss.; I. D'AMBROSIO, G. ROTONDO, Sub *art.* 22, cit.

¹⁹ Per una ricostruzione della disciplina, si v. G. BOSI, F. VELLA, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2023; F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario*, Padova, 2024; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023.

Il campo applicativo della disciplina viene ampliato dal comma 1, lett. b) dell'art. 22 t.u.b., che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di individuare i casi in cui il possesso indiretto di diritti di voto o di capitale, detenuti attraverso società anche non controllate, sia comunque idoneo a integrare una delle ipotesi rilevanti ai sensi dell'art. 19 t.u.b., tenendo conto degli effetti di demoltiplicazione derivanti dalle catene partecipative. Tale previsione rafforza l'impostazione sostanziale del modello regolatorio, consentendo all'autorità di vigilanza di valutare l'impatto complessivo delle partecipazioni indirette sulla base dell'intera architettura proprietaria²⁰.

L'approccio del legislatore italiano risulta coerente, inoltre, con gli orientamenti espressi nelle *Guidelines* dell'EBA in materia di valutazione prudenziale delle acquisizioni e degli incrementi di partecipazioni qualificate, che impongono di concentrare i controlli sui poteri di influenza effettivamente esercitabili, anche in assenza di una partecipazione formalmente maggioritaria²¹.

La disciplina italiana, inoltre, non richiede testualmente che la detenzione di interessenze presenti carattere di stabilità. Tuttavia, è opinione consolidata che debbano ritenersi escluse dall'ambito applicativo dell'art. 22 t.u.b. le partecipazioni detenute a titolo meramente temporaneo, quali quelle derivanti da operazioni di collocamento o sottoscrizione, purché i

²⁰ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari (Versione integrale al 1° aggiornamento)* reperibile su www.bancaditalia.it, 2025, 16 ss.; ID., *Modifiche alle "Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari" di attuazione del nuovo Capo II, Titolo V, del decreto legislativo n. 385 del 1993, relativo ai gestori di crediti in sofferenza*, reperibile su www.bancaditalia.it, 2025, 10 ss.

²¹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector* (JC/GL/2016/01), aggiornato in forma consolidata nel 2023, reperibile su www.eba.europa.eu, 2023, 3 ss.

diritti di voto non siano esercitati per influenzare la gestione dell'ente e le azioni siano alienate entro i termini previsti dalla legge²².

Sono soggette, invece, alla disciplina tanto le ipotesi di intestazione fiduciaria, sia statica sia dinamica, quanto le diverse forme di interposizione, reale o fittizia. Rilevano, infatti, tutti quegli schemi negoziali e organizzativi che determinano una separazione tra titolarità formale della partecipazione e potere di esercizio dei diritti a essa connessi, laddove tale separazione sia idonea a incidere sull'assetto di controllo o determini un'influenza gestionale.

Nel complesso, la ricostruzione ampia e unitaria delle partecipazioni indirette consente alle autorità di individuare i soggetti che, anche attraverso strutture complesse, siano in grado di esercitare un'influenza rilevante sulla banca, evidenziando come la valutazione prudenziale si fondi sull'effettiva distribuzione dei poteri e non sulla mera rappresentazione documentale delle partecipazioni²³.

In tal senso, l'art. 22 t.u.b. non opera più soltanto come norma antielusiva, ma si pone come strumento ordinario di emersione dei centri sostanziali di influenza, risultando funzionale sia al procedimento autorizzativo sia all'esercizio effettivo dei poteri di vigilanza²⁴. Difatti, la riforma introdotta dal d.lgs. n. 108/2025 rafforza indirettamente questo ruolo – e, più in generale, il sistema autorizzativo – in quanto focalizza i requisiti di idoneità e affidabilità dei soggetti che esercitano funzioni di amministrazione e

²² In argomento, v. *amplius*, N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2023.

²³ Cfr. R. CALDERAZZI, *La funzione organizzativa del capitale nell'impresa bancaria*, Torino, 106 ss.; M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 150 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari*, cit., 370 ss.; V. TROIANO, *Acquisti di partecipazioni nel settore finanziario*, cit., 61 ss.

²⁴ S. GALLO, I. PETRARCA, *Gli assetti proprietari nelle banche e negli intermediari finanziari italiani*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Papers n. 849, Banca d'Italia, giugno 2024, 1 ss.

controllo e consolida i presidi di *governance* come parametro prudenziale nel procedimento autorizzativo. Inoltre, collocandosi nelle dinamiche applicative del MVU, la riforma prevede che l'adozione della decisione sulle partecipazioni qualificate sia adottata dalla BCE su proposta della Banca d'Italia e che la valutazione si basi su criteri di reputazione, solidità finanziaria e sostenibilità dell'assetto proprietario²⁵.

5. Il coordinamento tra partecipazioni indirette e partecipazioni acquisite “di concerto”

L'art. 22-*bis* t.u.b. (introdotto, come accennato, dal d.lgs. n. 182/2021) incide profondamente sul quadro sistemico della disciplina degli assetti proprietari delle banche, integrando le previsioni di cui agli artt. 19 e 22 t.u.b. mediante l'introduzione di una distinta categoria di imputazione delle partecipazioni rilevanti: quella dei soggetti che agiscono “di concerto”²⁶. La norma recepisce un'impostazione consolidata a livello europeo, fondata sull'esigenza di assoggettare al vaglio prudenziale anche le ipotesi

²⁵ CAMERA DEI DEPUTATI, *Il settore bancario e assicurativo*, reperibile su www.dati.camera.it, gennaio 2026.

²⁶ Art. 22-*bis*, t.u.b., in base al quale: «1. Ai fini dell'applicazione dei capi III e IV del presente Titolo, è soggetta ad autorizzazione preventiva ai sensi dell'articolo 19 anche l'acquisizione o la detenzione di partecipazioni da parte di più soggetti che, in base ad accordi in qualsiasi forma conclusi, ancorché invalidi o inefficaci, intendono esercitare in modo concertato i relativi diritti, quando tali partecipazioni, cumulativamente considerate, raggiungono o superano le soglie indicate nell'articolo 19 oppure comportano la possibilità di esercitare il controllo o un'influenza notevole; 2. Per le finalità di cui al comma 1, la Banca d'Italia individua i casi per i quali si presume che due o più persone agiscano di concerto, i casi in cui la cooperazione tra più persone non configura un'azione di concerto, nonché i casi in cui le modifiche agli accordi tra persone che agiscono di concerto, ivi comprese quelle relative alla composizione degli aderenti, sono soggette agli obblighi di autorizzazione o comunicazione ai sensi del presente Capo».

in cui l'influenza sulla banca si manifesti attraverso comportamenti coordinati posti in essere da più soggetti formalmente autonomi.

In chiave applicativa, l'art. 22-*bis* t.u.b., ampliando l'incidenza della disciplina, prevede che – ai fini della verifica del superamento delle soglie rilevanti e dell'assoggettamento al procedimento autorizzativo di cui all'art. 19 t.u.b. – le partecipazioni detenute da più soggetti siano considerate unitariamente quando gli stessi risultino legati da un accordo o da un'intesa, comunque denominata, avente ad oggetto l'esercizio congiunto o coordinato dei diritti di voto ovvero l'influenza sulla gestione della banca²⁷.

La fattispecie del “concerto” si caratterizza, dunque, per una logica sensibilmente diversa rispetto a quella alla base delle partecipazioni indirette. Mentre l'art. 22 t.u.b. si fonda sulla ricostruzione della catena partecipativa, incentrata sulla presenza di rapporti di controllo, di interposizione o di intestazione fiduciaria, l'art. 22-*bis* t.u.b. valorizza una componente di tipo comportamentale e relazionale, ossia l'esistenza di un coordinamento intenzionale tra più soggetti giuridicamente distinti. Sul piano dogmatico, pertanto, la partecipazione indiretta si pone come fattispecie che prescinde dalla dimostrazione di un'attività concertata, essendo sufficiente l'emersione dei rapporti giuridici attraverso i quali si realizza la dissociazione tra titolarità formale e potere sostanziale. Viceversa, l'agire di concerto postula l'accertamento di un vincolo

²⁷ Cfr. I. D'AMBROSIO, G. ROTONDO, Sub art. 22-*bis*, in S. BONFATTI (a cura di), *Commentario al testo unico bancario. D.lgs. n. 385/1993, coordinato da G. FALCONE*, Pisa, 2026 (in corso di pubblicazione); M. PALMIERI, Sub art. 22-*bis*, in R. COSTI, F. VELLA (diretto da), *Commentario breve al testo unico bancario*, (coordinato da) A.V. GUCCIONE, M. PALMIERI, M. ROSSI, Padova, 2019, 25 ss.; F. MAIMERI, M. ALBANO, Sub art. 22-*bis*, in C. COSTA, A. MIRONE, *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (D. lgs 1° settembre 1993, b. 385 e successive modificazioni)*, t. 1, II ed., Torino, 2024, 118 ss.

negoziale tra i soggetti coinvolti, diretto a orientare l'esercizio dei diritti sociali o a incidere sulle scelte della banca²⁸.

La decisione di collocare le due disposizioni su piani distinti è dettata dall'esigenza di evitare che l'area di applicazione della disciplina sugli assetti proprietari resti circoscritta alle sole ipotesi di influenza veicolata da strutture partecipative o da rapporti di controllo, lasciando prive di copertura prudenziale quelle situazioni, sempre più frequenti nella prassi, in cui l'influenza societaria si costruisce mediante accordi parasociali, intese informali o altre forme stabili di azione concertata²⁹. L'art. 22-*bis* t.u.b., quindi, svolge una funzione di implementazione della disciplina delle partecipazioni indirette riassorbendo una diversa modalità di concentrazione del potere che si realizza attraverso l'agire comune di più centri di imputazione formale³⁰. L'azione di concerto, infatti, si configura

²⁸ In argomento, v. F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari*, cit., 375 ss.; M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 149 ss.; M. MAUGERI, *Le offerte pubbliche di acquisto – Azione di concerto ed engagement degli investitori istituzionali*, in *Rivista delle società*, 2023, 5/6, 1128 ss.; M. SACCHETTI, *L'azione di concerto nella disciplina degli assetti proprietari degli intermediari: tra vuoti normativi e prospettive evolutive*, 2022, 1, 125 ss.; M.E. SALERNO, *La nozione di "acquisizione di partecipazione qualificata" nel diritto dell'Unione europea: riflessione sistematica a margine di una recente sentenza della Corte di giustizia*, in *Studi in Onore di Antonella Antonucci*, Bari (in corso di pubblicazione).

²⁹ Nelle fattispecie di concerto rilevante accertate ai sensi della disposizione in esame, tutti i soggetti partecipanti sono tenuti al rispetto degli obblighi di autorizzazione e di comunicazione previsti dal TUB, restando ferma la facoltà di designare un referente unico nei rapporti con l'autorità di vigilanza. Tale assetto organizzativo, pur non incidendo sulla responsabilità individuale di ciascun partecipante, è funzionale ad assicurare una più ordinata ed efficiente interlocuzione con l'autorità competente. Cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector*, cit. 12 ss.

³⁰ Cfr. P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, in *Rivista delle società*, 2001, 490 ss.; si v. altresì, F. GUARRACINO, Sub art. 20, in *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, Padova, 2000, 1707 ss.; M. LAMANDINI, Sub artt. 22 e 23, in M. PORZIO e al. (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Milano, 2010, 222 ss.; F. CHIAPPETTA, Sub art. 22, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II ed., Padova, 2001, 180 ss.; V. SANTORO, *La partecipazione qualificata nelle banche. Profili di*

come un'autonoma categoria giuridica, preordinata a verificare forme di influenza di tipo "orizzontale", incentrate sul coordinamento (stabile od occasionale, poco cambia) tra più investitori, laddove le relazioni di controllo, dominio o interposizione di carattere verticale, sono applicativamente "coperte" dall'art. 22 t.u.b.

Indicativa si rivela, inoltre, la scelta di conformare l'agire di concerto come fattispecie rilevante, non solo quando espressamente formalizzata in un accordo, ma anche quando risulti da comportamenti concludenti o da strutture relazionali idonee a dimostrare l'esistenza di una volontà coordinata. In tale prospettiva, l'art. 22-*bis* t.u.b. si colloca nel solco dell'approccio sostanzialistico che, come si è detto, connota l'intera disciplina degli assetti proprietari, poiché impone all'autorità di vigilanza di andare oltre la mera rappresentazione formale delle partecipazioni e di accertare l'effettiva dinamica dei poteri all'interno della compagine sociale³¹.

D'altronde, il raccordo funzionale tra gli artt. 22 e 22-*bis* t.u.b. emerge con particolare evidenza sul piano applicativo in quanto le disposizioni, pur avendo presupposti differenti, concorrono entrambe alla determinazione della partecipazione complessivamente imputabile a un determinato soggetto o a un dato centro di influenza. In presenza di strutture complesse, non è raro riscontrare che una medesima situazione presenti elementi di carattere mediato nel possesso di un'interessenza e, al contempo, profili di concertazione. In tali ipotesi, la ricostruzione a fini

competenza autorizzativa e di conseguente competenza giurisdizionale (nota a Corte giust., 19 dicembre 2018, C-219/17, Grande Sezione), in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2019, II, 381 ss.; ID, *Il coordinamento del testo unico bancario con la riforma delle società. Due profili problematici: gli assetti proprietari e l'indipendenza degli esponenti aziendali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2005, I, 3 ss.

³¹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector*, cit., 10 ss.

prudenziali dell'assetto proprietario richiede una valutazione integrata delle due fattispecie, al fine di individuare sia la quota indirettamente imputabile, sia la partecipazione aggregata riconducibile ai soggetti che agiscono in coordinamento³².

Ne risulta un modello di vigilanza – potenzialmente “esportabile” in altri ambiti – fondato su una pluralità di criteri di analisi prudenziale (strutturali e comportamentali) che operano in modo cumulativo e coordinato. In sostanza, l'art. 22-*bis* t.u.b. è funzionale a rafforzare l'efficacia del controllo sulle partecipazioni indirette, poiché consente di neutralizzare quelle strategie di opacizzazione delle interessenze che, pur non dando luogo a interposizioni ai sensi dell'art. 22 t.u.b., risultino idonee a determinare un'influenza significativa sulla banca ove siano considerate unitariamente. La valenza sistemica dell'art. 22-*bis* t.u.b. si coglie, infine, nella sua proiezione sulla funzione complessiva del procedimento autorizzativo³³. Attraverso l'ampliamento del perimetro delle partecipazioni significative, infatti, la disciplina dell'agire di concerto rafforza il presidio *ex ante* sull'ingresso e sul consolidamento di posizioni di influenza nella compagine bancaria, contribuendo a garantire che la valutazione di onorabilità, correttezza e solidità finanziaria degli acquirenti sia svolta con riferimento ai reali centri decisionali e non ai soli intestatari formali delle partecipazioni³⁴. In tal modo, la sinergia applicativa tra l'art. 22 e l'art. 22-

³² Cfr. M. PALMIERI, Sub *art. 22-bis*, cit., 25 ss.; F. MAIMERI, M. ALBANO, Sub *art. 22-bis*, cit., 189 ss.; P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, cit., 490 ss.

³³ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit., 15 ss.; ID, *Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 “Disposizioni di vigilanza per le banche” - 51° aggiornamento - Attuazione del regolamento (UE) 2022/2554 (DORA) e della direttiva (UE) 2022/2556. Atto di emanazione*, reperibile su www.bancaditalia.it, 2025.

³⁴ Si v. I. D'AMBROSIO, G. ROTONDO, Sub *art. 19-22*, cit.; C. BRESCIA MORRA, Sub *art. 19*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, coordinato da F. CAPRIGLIONE, 3ª ed., Padova, 2012, 244 ss.; M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 148 ss.

bis realizza una copertura sostanzialmente completa delle principali tecniche di concentrazione del potere proprietario, assicurando che tanto le strutture societarie complesse quanto le dinamiche di cooperazione tra investitori siano ricondotte alla logica unitaria di tutela della sana e prudente gestione della banca³⁵.

6. Le Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia: coordinamento con il quadro normativo europeo

Anche per la disciplina delle partecipazioni indirette, la normativa secondaria (*Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia in materia di assetti proprietari di banche e di altri intermediari*, del 2022)³⁶ rappresenta il principale snodo operativo, traducendo le previsioni del t.u.b. in criteri tecnici di ricostruzione delle catene partecipative, di imputazione delle partecipazioni indirette e di individuazione dei soggetti rilevanti a fini prudenziali. Esse, inoltre, completano la disciplina sugli assetti proprietari,

³⁵ Cfr. art. 19, comma 5, TUB, secondo il quale, al fine di garantire una sana e prudente gestione della banca, l'autorizzazione all'acquisizione è rilasciata dalla BCE, su proposta della Banca d'Italia, previa valutazione della sussistenza di condizioni richieste, sulla base di criteri relativi alla reputazione e solidità finanziaria dell'acquirente, ai requisiti di onorabilità, professionalità e competenza degli esponenti aziendali, alla capacità dell'ente di rispettare la disciplina di vigilanza, all'assetto del gruppo e all'assenza di rischi di riciclaggio o finanziamento del terrorismo. L'autorizzazione può essere sospesa o revocata in caso di venir meno o modifica dei presupposti che ne hanno giustificato il rilascio.

³⁶ Entrate in vigore nel 2023 e successivamente oggetto di diversi aggiornamenti. Il provvedimento è stato emanato originariamente il 26 luglio 2022 dalla Banca d'Italia nelle Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari. Versione aggiornata al 1° aggiornamento dell'11 febbraio 2025 (aggiornata con modifiche volte ad allineare la disciplina nazionale con il quadro europeo, compresa l'applicazione della *Secondary Market Directive – Direttiva UE 2021/2167* e il coordinamento con il Meccanismo di Vigilanza Unico). La versione integrale aggiornata è stata pubblicata nel sito istituzionale della Banca d'Italia il 2 luglio 2025.

con particolare attenzione alle modalità di individuazione e di calcolo delle partecipazioni indirette ai sensi dell'art. 22 t.u.b.

In coerenza con l'impostazione europea, le *Disposizioni* ribadiscono che la disciplina degli assetti proprietari è orientata alla tutela della sana e prudente gestione degli intermediari vigilati, mediante l'obbligo di autorizzazione preventiva all'acquisizione o all'incremento di partecipazioni qualificate e mediante specifici obblighi di comunicazione riguardanti le partecipazioni e gli accordi rilevanti ai fini dell'esercizio dei diritti di voto e dell'influenza gestionale³⁷. La catena partecipativa, infatti, deve essere oggetto di un'analisi integrale e accurata, estesa a tutti i livelli societari interposti, al fine di individuare, da un lato, i soggetti in grado di esercitare un'influenza dominante e, dall'altro, coloro che, pur in assenza di una posizione di controllo, risultino titolari di una partecipazione indiretta qualificata sotto il profilo quantitativo³⁸.

Le *Disposizioni* effettuano una classificazione dei parametri di individuazione delle partecipazioni indirette, distinguendo espressamente tra criterio fondato sul controllo e criterio del moltiplicatore, chiarendo che i due meccanismi concorrono, secondo una logica cumulativa, alla ricostruzione dell'assetto proprietario rilevante.

³⁷ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit., 28 ss. In particolare, secondo quanto stabilito dalle disposizioni in esame l'istanza di autorizzazione deve essere presentata all'Autorità competente prima di acquisire o incrementare una partecipazione qualificata in un'impresa vigilata. Qualora l'acquisizione derivi da un contratto stipulato prima del rilascio dell'autorizzazione, l'efficacia del contratto è subordinata al conseguimento dell'autorizzazione stessa. In deroga, nei casi di acquisizione o incremento involontario di partecipazioni qualificate, l'istanza può essere presentata successivamente, non appena si verifichi l'evento o, se successivo, dal momento in cui il candidato acquirente ne viene a conoscenza.

³⁸ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit., 8 ss.; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Peer Review Follow-up Report On Prudential Assessment Of the Acquisition Of Qualifying Holdings*, cit., 10 ss.

Il primo criterio conferma il superamento dell'impostazione tradizionalmente incentrata sulla nozione di controllo, introducendo un criterio di valutazione di tipo marcatamente quantitativo, fondato sull'esame complessivo dell'intera struttura proprietaria. In base al criterio del moltiplicatore, invece, la partecipazione indiretta va determinata mediante la moltiplicazione delle percentuali detenute in ciascun anello della catena societaria, al fine di individuare la quota economicamente imputabile al soggetto posto all'origine dell'acquisizione. Tale modalità di calcolo consente di rilevare situazioni nelle quali l'influenza partecipativa sia frazionata su più livelli, pur producendo un effetto economico e di *governance* significativo (anche potenziale) sulla banca partecipata³⁹.

Le *Disposizioni* di vigilanza recano, altresì, una disciplina dettagliata delle partecipazioni indirette detenute tramite società veicolari, entità estere, strutture multilivello e schemi di intestazione fiduciaria, imponendo agli operatori un obbligo informativo rafforzato e la necessità di fornire una rappresentazione esaustiva delle catene partecipative, a prescindere dalla collocazione geografica o dalla natura giuridica dei soggetti interposti⁴⁰, realizzando una mappatura integrale dei rapporti partecipativi, idonea a consentire all'autorità di vigilanza di individuare i soggetti che esercitano un'influenza effettiva sulla banca.

Per quanto concerne le acquisizioni di concerto, le *Disposizioni* chiariscono che, nella ricostruzione dell'assetto proprietario, devono essere considerate anche le ipotesi di cooperazione stabile o coordinata tra più soggetti, idonee a determinare un esercizio congiunto dei diritti connessi

³⁹ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit., 18 ss.; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector*, cit., 15 ss.

⁴⁰ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit., 20 ss.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alle procedure relative alle partecipazioni qualificate*, cit., 10 ss.

alla partecipazione. Ciò implica che, nella valutazione complessiva dell'assetto proprietario, la Banca d'Italia è chiamata a combinare le partecipazioni dirette, le partecipazioni indirette calcolate sulla base del grado di controllo o del criterio del moltiplicatore e, infine, quelle detenute da soggetti che agiscono di concerto⁴¹.

Uniformandosi all'ordinamento europeo, la disciplina secondaria rafforza il nesso funzionale tra ricostruzione dell'assetto proprietario e procedimento autorizzativo, stabilendo che tutti i soggetti ai quali è imputata una partecipazione indiretta rilevante entrano a pieno titolo nella sfera di indagine prudenziale, sotto il profilo della solidità finanziaria, dell'onorabilità, della reputazione e della capacità di incidere sulla gestione sana e prudente della banca. Dunque, le partecipazioni indirette cessano di rappresentare una mera categoria strumentale, assumendo la funzione di vero e proprio criterio selettivo dei soggetti sottoposti al vaglio dell'autorità di controllo.

Infine, gli aggiornamenti periodici delle norme secondarie contribuiscono a stabilizzare la coerenza della disciplina domestica con gli orientamenti delle autorità europee. Dal punto di vista procedurale, infatti, vengono

⁴¹ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit., 16. Ai sensi degli artt. 22 t.u.b. e 15, comma 4, del t.u.f., il calcolo delle partecipazioni indirette è effettuato secondo due criteri: il criterio del controllo e il criterio del moltiplicatore. Con riguardo alle partecipazioni indirette in banche, SIM, SGR, SICAV e SICAF: *i*) i criteri del controllo e del moltiplicatore si applicano su ciascun livello di ciascuna catena partecipativa dell'impresa vigilata; *ii*) il criterio del moltiplicatore si applica anche qualora vi sia un partecipante diretto che esercita il controllo sull'impresa vigilata o qualora sia stato individuato un partecipante indiretto sulla base del criterio del controllo. Per quanto concerne le partecipazioni indirette in intermediari finanziari, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica e gestori di crediti in sofferenza: *i*) il criterio del controllo si applica su ciascun livello di ciascuna catena partecipativa dell'impresa vigilata; *ii*) il criterio del moltiplicatore si applica con riferimento alle partecipazioni nel soggetto che esercita, in ultima istanza, il controllo sull'impresa vigilata; lo stesso criterio si applica, inoltre, nel caso in cui non vi sia nessun partecipante, diretto o indiretto, che esercita il controllo sull'impresa.

confermati l'allineamento con il MVU⁴² e con il riparto di competenze tra la Banca d'Italia e la Banca Centrale Europea, ai sensi dell'art. 6-*bis* t.u.b., nonché l'applicazione delle disposizioni in coerenza con il Regolamento UE 1024/2013 e con il Regolamento UE 468/2014⁴³. L'aggiornamento dell'11 febbraio 2025, ad esempio, ha consolidato l'architettura regolatoria mediante un coordinamento più puntuale con il quadro europeo e con la prassi del MVU⁴⁴, promuovendo un approccio convergente con le metodologie di supervisione, uniformando i criteri di valutazione prudenziale, le tempistiche procedurali e gli scambi informativi tra autorità, così da ridurre le asimmetrie interpretative e favorire una gestione

⁴² Il MVU è configurabile come un sistema di vigilanza prudenziale a livello dell'Unione europea sugli enti creditizi della zona euro e degli Stati membri non appartenenti che scelgono di aderirvi. Il MVU è costituito dall'BCE e dalle autorità nazionali di vigilanza degli Stati membri dell'Unione europea partecipanti, e persegue tutti quegli obiettivi volti a: garantire una vigilanza rafforzata del settore bancario europeo conformemente a un insieme unico di norme e requisiti rigorosi; assicurare la solidità del settore bancario unionale; contribuire alla stabilità e all'integrazione finanziaria della zona euro e del mercato unico. In tal senso, cfr. Consiglio dell'Unione europea, Consiglio Europeo, *Meccanismo di vigilanza unico*, in www.consilium.europa.eu, 2020; M. CLARICH, *Luci e ombre del Meccanismo unico di vigilanza a dieci anni dalla sua introduzione*, in *Diritto bancario*, 2024, 1 ss.; R. PEREZ, *Il Meccanismo europeo di vigilanza finanziaria e la ripartizione delle competenze*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2015, 589 ss.; F. FIORDELISI, A. POLO, G. SCARDOZZI, *Supervisione bancaria e meccanismo di vigilanza unico europeo*, in *Rivista bancaria – Minerva bancaria*, 2025, 1/2, 1 ss.

⁴³ I Regolamenti (UE) n. 1024/2013 e n. 468/2014 istituiscono e disciplinano il Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) (*Single Supervisory Mechanism - SSM*), conferendo alla Banca Centrale Europea (BCE) compiti di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi in collaborazione con le autorità nazionali. Il primo definisce le competenze, mentre il secondo (Regolamento Quadro) stabilisce il quadro di cooperazione. Più nello specifico, il Regolamento UE 1024/2013 (Regolamento MVU) attribuisce alla BCE il potere di vigilanza su banche significative ("significant"), autorizzazioni, e controllo dei requisiti prudenziali. Il Regolamento (UE) n. 468/2014 definisce le procedure operative del MVU, la cooperazione con le autorità nazionali e la distinzione tra enti "significant" e "less significant".

⁴⁴ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alle procedure relative alle partecipazioni qualificate*, cit., 4 ss.; BANCA D'ITALIA, *Modifiche alle "Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari" di attuazione del nuovo Capo II, Titolo V, del decreto legislativo n. 385 del 1993, relativo ai gestori di crediti in sofferenza*, reperibile su www.bancaditalia.it, febbraio 2025.

omogenea delle acquisizioni e delle variazioni di partecipazioni qualificate nell'ambito dell'Unione bancaria⁴⁵. Dunque, le norme della Banca d'Italia del 2022 hanno segnato una risistemazione organica dei presupposti sostanziali e procedurali per la valutazione degli assetti proprietari di banche e altri intermediari, ponendosi quale atto di raccordo tra la normativa primaria interna e il diritto dell'Unione Europea.

In definitiva, il quadro della disciplina secondaria conferma la percezione della disciplina sugli assetti proprietari come sistema in costante evoluzione, da valutare in termini sostanziali e prospettici, nella quale la partecipazione indiretta costituisce uno degli strumenti centrali per prevenire fenomeni di opacità, aggiramento delle soglie rilevanti e frammentazione artificiosa del potere proprietario.

7. Il ruolo delle società fiduciarie nell'ambito della disciplina degli assetti proprietari delle banche: profili evolutivi e di inquadramento sistematico

Come si è detto, uno specifico ambito di applicazione delle norme sulle partecipazioni indirette concerne quelle acquisite o detenute per il tramite di società fiduciarie, le cui dinamiche applicative sono oggetto di analisi nei paragrafi che seguono, non prima tuttavia di averne delineato un breve quadro evolutivo e di inquadramento giuridico, ai fini di una più completa

⁴⁵ Si v. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alle procedure relative alle partecipazioni qualificate*, cit., 6 ss.; BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit. 10 ss.; si v. altresì, C. BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza* in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, 2^a ed., Padova, 2010, Tomo I, 301 ss.

comprensione del ruolo svolto da tale soggetti nell'ambito complessivo di regolazione degli assetti proprietari delle banche.

L'attività fiduciaria fa la propria comparsa nell'ordinamento italiano nei primi anni del Novecento, allorché alcune società iniziano a prestare servizi di assistenza e consulenza, cui si affianca progressivamente una collaborazione operativa più strutturata in favore della clientela, destinata in breve tempo ad articolarsi in una pluralità di funzioni accomunate dall'elemento fiduciario. Tali attività spaziavano dall'amministrazione di patrimoni di terzi alla rappresentanza di azionisti e obbligazionisti, dalla revisione contabile al controllo delle gestioni, sino allo svolgimento di ulteriori attività affini alle precedenti⁴⁶.

Di seguito, il r.d.l. 16 dicembre 1926, n. 2214, recante la "Disciplina delle società esercenti funzioni fiduciarie e di revisione", ha avviato un processo di progressiva revisione dell'istituto che ha trovato completamento nel r.d.l. 26 ottobre 1933, n. 1598, relativo alla "Disciplina degli enti di gestione e di capitalizzazione". Tale provvedimento ha introdotto la figura degli enti di gestione fiduciaria aventi ad oggetto la gestione di beni conferiti da terzi, con corresponsione degli eventuali utili o interessi e ha condotto, conseguentemente, alla qualificazione delle società fiduciarie quali imprese di gestione o di amministrazione.

Negli anni successivi, il fenomeno continua a espandersi soprattutto nelle forme dell'amministrazione e della consulenza tecnica, contestualmente alla creazione dei primi organismi rappresentativi di categoria, rendendo

⁴⁶ Per una ricostruzione della disciplina in materia di società fiduciarie, si v. G. ROTONDO, *Problematiche in tema di individuazione dell'oggetto sociale delle società fiduciarie*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1996, 4, X, 481 ss.; G. MERUZZI, *Intestazione a società fiduciarie di titoli azionari*, in *Contratto e impresa*, 1995, 1, 365 ss.; M. BRAMBILLA, *Società fiduciaria – gestioni fiduciarie*, in *Dizionario del diritto privato*, 1981, III, 853 ss.; F. DI MAIO, *Società fiduciarie ed enti di gestione fiduciaria*, Milano, 1986; G. VISENTINI, *Gli aspetti civilistici e fiscali dell'intestazione fiduciaria*, Milano, 1976, 115 ss.

sempre più avvertita l'esigenza di un assetto normativo organico, idoneo ad affrontare le problematiche connesse allo sviluppo di tali attività⁴⁷. In questa prospettiva si colloca l'emanazione della legge 23 novembre 1939, n. 1966, recante la "Disciplina delle società fiduciarie e di revisione" (attuata con il r.d. 22 aprile 1940, n. 531) la quale, rispetto alla normativa previgente, elimina il riferimento espresso alla gestione, contribuendo a delimitare l'oggetto sociale delle fiduciarie e a differenziarlo da quello degli enti di gestione.

Dopo una fase di sostanziale inerzia legislativa, si occupano dell'attività fiduciaria una serie di interventi, non sempre organici, concernenti l'intermediazione finanziaria non bancaria. Tra questi, assume particolare rilievo il d.P.R. 31 marzo 1975, n. 136 che, oltre a consolidare e ampliare i poteri della Consob, introduce specifici requisiti soggettivi per l'esercizio dell'attività di revisione da parte delle società fiduciarie, fissando i confini della distinzione tra attività fiduciaria e attività di revisione contabile⁴⁸.

In parallelo con il processo di graduale collegamento delle fiduciarie al comparto bancario-finanziario, il legislatore è intervenuto risolvendo una questione centrale, nel dibattito dottrinale e nell'azione di vigilanza, concernente la distinzione tra società fiduciarie di amministrazione e quelle di gestione, entrambe assoggettate a un regime autorizzatorio e

⁴⁷ In argomento, v. G. ROTONDO, *Le società fiduciarie dopo in testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: tra (precaria) continuità e progetti di riforma*, in F. BELLÌ, C.G. CORVESE, F. MAZZINI (a cura di), *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Torino, 2000, 179 ss.; ID, *Le società fiduciarie*, in *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, 1998, 227 ss.; M. BRAMBILLA, *Società fiduciaria a responsabilità limitata. Capitale sociale minimo e obbligatorietà del collegio sindacale*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1979, II, 619 ss.; F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Le gestioni di patrimoni mobiliari. Un'analisi comparata*, Milano, 1991.

⁴⁸ Cfr. P. GENTILONI, *La legge sulle SIM e sulle società fiduciarie: il "punto" sulla riforma*, in *Società*, 1992, 11, 1507 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1992, I, 44 ss.; R. COSTI, *Sulla intermediazione finanziaria non bancaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, 1987, I, 129 ss.; G. ROTONDO, *Le società fiduciarie dopo in testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., 179 ss.

disciplinate, rispettivamente: le prime, dalla citata legge del 1939 e dal d.m. del 16 gennaio 1995; le seconde dal decreto Eurosim (d.lgs. n. 415/1996) e poi dal t.u.f. (d.lgs. n. 58/1998)⁴⁹.

Va rammentato, per vero, che il legislatore del t.u.f. non ha incluso le società fiduciarie tra i soggetti finanziari vigilati in senso stretto, delineando un ambito soggettivo da cui esula, in via ordinaria, la figura della fiduciaria c.d. “pura”. È scontato, tuttavia, che ove tali soggetti svolgano attività riconducibili a quelle riservate, troverebbe applicazione la disciplina del t.u.f., con conseguente attrazione nel sistema dei controlli pubblici e nelle competenze della Consob. Ne deriva una distinzione strutturale tra fiduciaria che opera esclusivamente nell’ambito di una dimensione statica dell’intestazione, estranea al perimetro ordinario del t.u.f.; e fiduciaria che, esercitando anche attività finanziarie riservate, viene assoggettata alla disciplina e alla vigilanza proprie degli intermediari abilitati⁵⁰.

⁴⁹ Tradizionalmente, l’attività di amministrazione si caratterizzava per l’intestazione alla società fiduciaria di titoli o altri strumenti finanziari, accompagnata dall’incarico di esercitare, nell’interesse del fiduciante, i diritti patrimoniali e amministrativi ad essi inerenti, quali la riscossione dei proventi, l’incasso dei dividendi, l’esercizio dei diritti di opzione e del diritto di voto. In tale modello, la disponibilità sostanziale dei valori restava in capo al cliente, mentre la fiduciaria svolgeva una funzione essenzialmente esecutiva e amministrativa, remunerata mediante apposito corrispettivo. Diversamente, nella gestione personalizzata di patrimoni in strumenti finanziari, il cliente affidava alla società un complesso di beni con il compito di individuare discrezionalmente gli investimenti da effettuare, previa valutazione delle prospettive di redditività trasferendo, mediante intestazione fiduciaria, la disponibilità degli strumenti, essendo legittimata a porre in essere atti dispositivi sul patrimonio.

⁵⁰ In argomento, E. RIGHINI, *Le società fiduciarie e la fiducia nell’ambito del diritto dei mercati finanziari*, in M.L. BICCIARI (a cura di), *Studi Urbinati, A - Scienze Giuridiche, Politiche Ed Economiche*, 83, 393 ss.; F. TREGGIARI, *Gli istituti fiduciari di diritto comune e il trust nella giurisprudenza della Corte*, in A. CAPICCHIONI (a cura di), *Il trust di civil law e le decisioni della Corte per il Trust e i Rapporti Fiduciari. Riflessioni sull’esperienza sammarinese a vent’anni dalla prima legge in materia*, San Marino, 2025, 62 ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2004, 171 ss.

7.1. *Segue.* Ancora sul collegamento con il settore finanziario: l'attribuzione alle società fiduciarie delle competenze in materia di antiriciclaggio

Il punto di discontinuità rispetto al consolidato impianto della disciplina si realizza con il d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, che ricomprende espressamente le società fiduciarie tra i soggetti obbligati agli adempimenti in materia di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, con specifico riguardo ai profili dell'adeguata verifica della clientela, dell'identificazione del titolare effettivo, della conservazione dei dati e dell'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette⁵¹. Talché, le società fiduciarie sono inserite stabilmente nel sistema pubblicistico di prevenzione, secondo un modello di controllo che si affianca, senza sostituirlo, al tradizionale regime autorizzatorio e di vigilanza amministrativa del settore⁵².

Il successivo recepimento delle direttive europee in materia di antiriciclaggio ha ulteriormente rafforzato il ruolo delle società fiduciarie dedicando una crescente attenzione alle strutture complesse e multilivello, nonché al potenziamento dei presidi organizzativi interni, dei controlli e delle procedure aziendali. Infine, il d.lgs. 31 dicembre 2025, n. 210

⁵¹ Un ulteriore snodo evolutivo è rappresentato dall'istituzione del registro dei titolari effettivi presso il Registro delle imprese. Per le società fiduciarie tale innovazione assume un rilievo particolarmente delicato, in quanto esse sono, per definizione, intestatarie formali di partecipazioni e diritti per conto di terzi. Ne consegue la necessità di un corretto governo del rapporto tra intestazione fiduciaria, titolarità sostanziale e obblighi dichiarativi, al fine di garantire la trasparenza delle strutture di controllo e di proprietà. La disciplina del registro dei titolari effettivi si coordina, pertanto, con gli obblighi di identificazione e di adeguata verifica già previsti dal d.lgs. 231/2007, rafforzandone l'effettività sul piano informativo.

⁵² La discontinuità non consiste nell'introduzione della vigilanza in sé (già prevista), bensì nell'ampliamento della funzione delle società fiduciarie, da meri soggetti vigilati a soggetti chiamati a collaborare attivamente con il sistema di prevenzione.

(attuando l'art. 74 della direttiva 2024/1640/UE) ha stabilito l'obbligo di annotare nel Registro dei titolari effettivi anche le informazioni sui soggetti che esercitano il controllo su persone giuridiche o *trust* e accordi analoghi, ambito in cui possono rientrare anche le strutture fiduciarie⁵³.

In sostanza, l'evoluzione regolatoria delle società fiduciarie, anche grazie all'impulso dell'ordinamento europeo, evidenzia un progressivo processo di specializzazione funzionale e di rafforzamento dei presidi di vigilanza che tende ad adeguarne il ruolo alle trasformazioni dei mercati finanziari e alle esigenze di coerenza delle norme che li disciplinano⁵⁴. Ne consegue che, l'attuale assetto normativo si fonda su una stratificazione a tre livelli: la disciplina originaria dettata dalla legge n. 1966/1939, che tipizza l'attività fiduciaria di intestazione e amministrazione di beni per conto terzi; il t.u.f., che ne ridefinisce la collocazione sistematica rispetto agli intermediari

⁵³ D.lgs. n. 210/2025, recante "Modifiche ed integrazioni al decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 per il recepimento dell'articolo 74 della direttiva (UE) 2024/1640 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo". Le principali modifiche risiedono nell'accesso alle informazioni sul titolare effettivo, il quale non è più liberamente pubblico, ma riservato a soggetti specifici: autorità competenti e organismi di vigilanza; enti obbligati nel rispetto degli adempimenti antiriciclaggio; soggetti privati che dimostrino un interesse legittimo, diretto e concreto, adeguatamente documentato. Va segnalata, inoltre, la Legge n. 182/2025, recante "Disposizioni per la semplificazione e la digitalizzazione dei procedimenti in materia di attività economiche e di servizi a favore dei cittadini e delle imprese", che modifica il d.lgs. n. 231/2007, in particolare l'art. 21, relativo all'accesso alle informazioni sulla titolarità effettiva, introducendo disposizioni volte ad armonizzare l'accesso alle informazioni con esigenze di semplificazione e trasparenza.

⁵⁴ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina dei servizi di investimento*, in *Rivista delle società*, 1996, 1154.; F. ACCETTELLA, *Le riserve nelle attività di investimento tra integrità dei mercati e tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2025, 3, 344 ss.; L. GIANNATIEMPO, *La direttiva (UE) 2025/25 e i sistemi pubblicitari delle società di persone in chiave comparatistica*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2025, 5, 760 ss.; C. MOSCA, *OPA ed azione di concerto*, in *Rivista delle Società*, 2022, 4, 927 ss.; A. ROSA, *L'accesso all'attività bancaria in Italia: una lettura sistematica tra diritto dell'Unione, disciplina nazionale e vigilanza unica*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, 5, 830 ss.

vigilati (riducendo le distanze da questi ultimi); infine, la normativa antiriciclaggio di cui al d.lgs. n. 231/2007 (e successive modificazioni), che costituisce oggi il principale strumento di omogeneizzazione degli obblighi organizzativi e di rafforzamento dei controlli pubblici sulle società fiduciarie⁵⁵.

8. Il ruolo delle società fiduciarie nella disciplina delle partecipazioni nelle banche: la lettura sostanzialistica della titolarità alla luce dell'art. 22 t.u.b

Come si è visto, il percorso evolutivo delle società fiduciarie è connotato dal passaggio da un approccio prevalentemente formale, incentrato sull'intestazione fiduciaria, ad un impianto regolatorio informato sui principi di trasparenza e di individuazione della titolarità effettiva. Talché, il fulcro della disciplina non risiede più nell'atto di intestazione in quanto tale, quanto nell'esigenza di piena tracciabilità delle strutture di controllo e della proprietà sostanziale dei beni oggetto di amministrazione fiduciaria, neutralizzandone così la funzione nei confronti del beneficiario.

⁵⁵ Più in particolare, l'art. 199 del TUF ha tuttora un ruolo chiave per le società fiduciarie che svolgono certe attività di custodia e amministrazione di valori mobiliari. La norma infatti: riconosce la possibilità di iscrivere tali società in una «sezione speciale dell'albo ex art. 106 del TUB»; assicura che, pur iscritte in detta sezione, le stesse non possano svolgere attività tipicamente riservate agli intermediari di cui al comma 1 dell'art. 106. In sostanza, esiste tuttora una specializzazione normativa che permette l'iscrizione e la vigilanza più intensa, ma non la trasformazione in intermediario finanziario. Per le società che rispettano determinati requisiti (capitale, forma societaria, controlli ecc.), l'iscrizione nell'albo ex art. 106 del TUB ha conseguenze concrete: i soggetti iscritti sono sottoposti alla vigilanza prudenziale della Banca d'Italia; tali società sono tenute a segnalare variazioni operative e strutturali importanti alla Banca d'Italia; la vigilanza è orientata a garantire il rispetto degli obblighi antiriciclaggio e la trasparenza degli assetti patrimoniali.

In questo percorso si inserisce il tema delle società fiduciarie quali soggetti che possono essere formalmente intestatari di partecipazioni in banche, come disposto dall'art. 22 t.u.b. il quale persegue finalità coerenti con la funzione strumentale attribuita a tali soggetti, ovvero di garantire la trasparenza e la vigilanza sugli assetti proprietari delle banche, superando qualsiasi schermo di natura meramente formale⁵⁶. Difatti, le caratteristiche del processo di evoluzione e integrazione delle società fiduciarie nei mercati finanziari, poc'anzi delineato, consentono di utilizzare la medesima chiave di lettura sostanzialistica anche in riferimento alle norme del t.u.b. sulle partecipazioni indirette che fanno riferimento a tali società⁵⁷. Sul piano applicativo, la norma considera irrilevante lo schermo fiduciario ai fini del controllo sulle partecipazioni significative, non rilevando l'intestatario formale, bensì il soggetto che acquisisce indirettamente la partecipazione o esercita un'influenza rilevante sulla banca. Ne deriva che la società fiduciaria non è configurabile come autonomo centro di imputazione del controllo, ma opera quale soggetto interposto, assumendo un ruolo strumentale alla piena identificabilità e tracciabilità del titolare effettivo.

⁵⁶ Cfr. F. MAIMERI, M. ALBANO, Sub art. 22, cit., 116 ss.; G. ROTONDO, Sub art. 22, cit., 189 ss.; M. PALMIERI, Sub art. 22, cit., 22 ss.; I. D'AMBROSIO, G. ROTONDO, Sub art. 22, cit.

⁵⁷ Si v. M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 153 ss.; R. LENER, *Quale appunto sulle fattispecie acquisitive di partecipazioni bancarie*, cit., 282 ss.; C. GARILLI, *La razionalizzazione delle partecipazioni pubbliche: questioni controverse e possibili soluzioni interpretative*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2026, 1, 36 ss.; P. LUCANTONI, *Le "riserve minori": tra garanzie al mercato e protezione della domanda*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2025, 5, 573 ss.; L. BOGGIO, *Mediatore creditizio e agente in attività finanziaria: dubbi sulla legittimità di incroci partecipativi e sull'incompatibilità delle iscrizioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2025, 1, 59 ss.; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Rivista delle società*, 2022, 4, 985 ss.

In tale prospettiva, l'intestazione fiduciaria di partecipazioni bancarie non può essere considerata un fenomeno giuridicamente neutro, ma deve essere inquadrata nel più ampio sistema di regole poste a tutela della sana e prudente gestione degli enti creditizi⁵⁸. Ne consegue, dunque, che l'effettivo titolare dell'interesse economico sotteso alla partecipazione, ancorché schermato dall'intestazione fiduciaria, resta assoggettato alle verifiche previste dall'ordinamento in ordine al possesso dei requisiti di onorabilità, correttezza, solidità finanziaria e adeguatezza. La rilevanza normativa attribuita alla titolarità sostanziale della partecipazione consente, infatti, di superare il dato meramente formale dell'intestazione fiduciaria e di ricondurre l'esercizio dei poteri connessi alla partecipazione al soggetto che ne costituisce il reale centro di imputazione economica⁵⁹. Sotto questo profilo, la disciplina assume la caratteristica di norma di chiusura del sistema, impedendo che il ricorso allo schermo fiduciario possa tradursi in un fattore di opacità incompatibile con le esigenze di trasparenza che permeano la vigilanza bancaria. La compatibilità dell'attività fiduciaria con tale sistema risulta, pertanto, subordinata al mantenimento della funzione tipica di intestazione e amministrazione delle partecipazioni, senza che essa possa essere utilizzata per ostacolare

⁵⁸ Cfr. A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria tra disciplina europea e disciplina nazionale*, cit., 3 ss.; M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 148 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari*, cit., 366 ss.; V. TROIANO, *Acquisti di partecipazioni nel settore finanziario*, cit., 61 ss.

⁵⁹ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, cit., 16 ss.; ID, *Modifiche alle "Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari" di attuazione del nuovo Capo II, Titolo V, del decreto legislativo n. 385 del 1993*, cit., 10 ss.; BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alle procedure relative alle partecipazioni qualificate*, reperibile su www.ech.europa.eu, marzo 2023, 6 ss.; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Peer Review Follow-up Report On Prudential Assessment Of the Acquisition Of Qualifying Holdings*, reperibile su www.eba.europa.eu, febbraio 2024, 9 ss.; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Peer Review Follow-up Report On Prudential Assessment Of the Acquisition Of Qualifying Holdings*, reperibile su www.eba.europa.eu, febbraio 2024, 9 ss.

l'identificazione e la valutazione dei soggetti che, sul piano sostanziale, esercitano un'influenza qualificata ovvero incidono sulla gestione bancaria.

9. Osservazioni conclusive. L'effettività della tutela prudenziale tra integrazione multilivello, evoluzione dell'istituto fiduciario e prevalenza della sostanza economica

L'analisi sin qui svolta conferma il definitivo superamento di una visione formalistico-societaria del capitale di rischio a favore di una funzionalizzazione delle strutture proprietarie all'interesse pubblico primario rappresentato dalla stabilità sistemica. Il che consente, altresì, di ricollegare la disciplina vigente delle partecipazioni indirette a un più ampio processo di trasformazione della vigilanza bancaria, caratterizzato dal progressivo superamento di criteri formali di imputazione delle condotte e dall'affermazione di un modello di controllo fondato sull'effettiva allocazione dei poteri economici e gestionali. In questa prospettiva, la partecipazione non rileva soltanto come situazione giuridica soggettiva incorporata nella titolarità di interessenze, ma anche come posizione sostanziale di influenza, attuale o potenziale, sull'organizzazione e sulla gestione dell'impresa bancaria.

D'altra parte, sul piano metodologico, si è visto come la disciplina degli assetti proprietari vada interpretata alla luce degli interessi generali e soggettivi alla cui tutela essa è preordinata, quali la sana e prudente gestione, la stabilità di mercati e intermediari, la trasparenza dei centri decisionali e, non da ultimo, la salvaguardia della fiducia nel sistema bancario. La funzione economica e l'impatto dell'articolazione delle strutture proprietarie assumono, pertanto, un rilievo almeno pari a quello

delle forme giuridiche attraverso le quali tali strutture vengono esplicitate all'esterno, affermando il principio cardine della prevalenza della sostanza economica nella ricostruzione adattiva dei reali centri di potere e di influenza della banca⁶⁰.

In tale quadro, come si è detto, si perviene al superamento della visione dell'art. 22 t.u.b. come disposizione meramente antielusiva, destinata a operare in presenza di schemi artificiosamente predisposti per aggirare gli obblighi autorizzativi. Laddove se ne afferma, invece, la funzione di criterio ordinario di imputazione prudenziale delle partecipazioni, attraverso il quale l'autorità di vigilanza è in grado di individuare i soggetti cui siano sostanzialmente riconducibili i diritti patrimoniali e amministrativi derivanti dalla partecipazione. Talché, il controllo, l'interposizione e l'intestazione fiduciaria rappresentano, in questa prospettiva, differenti manifestazioni del medesimo fenomeno di dissociazione tra titolarità formale e potere economico sostanziale⁶¹.

La riformulazione dell'art. 22 t.u.b. e l'introduzione dell'art. 22-bis hanno contribuito, pertanto, a focalizzare le tecniche di ricostruzione degli assetti proprietari, anche considerando che la scissione tra partecipazioni indirette e acquisti di concerto ha consentito di distinguere tra modalità di influenza sviluppate lungo una direttrice prevalentemente verticale – attraverso rapporti di controllo, interposizione o intestazione fiduciaria – e forme di ingerenza di carattere orizzontale, fondate sul comportamento coordinato di soggetti formalmente autonomi.

⁶⁰ Cfr. M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit. 148 ss.; R. LENER, *Quale appunto sulle fattispecie acquisitive di partecipazioni bancarie*, cit., 282 ss.

⁶¹ Si v., A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria tra disciplina europea e disciplina nazionale*, cit., 3 ss.; M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 148 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari*, cit., 366 ss.; V. TROIANO, *Acquisti di partecipazioni nel settore finanziario*, cit., 61 ss.

Tuttavia, va tenuto conto del fatto che le strutture partecipative più complesse possono presentare simultaneamente elementi di detenzione mediata e profili di concertazione, rendendo necessaria una valutazione ad ampio raggio dei casi concreti. Gli artt. 22 e 22-*bis* t.u.b. non si caratterizzano, dunque, per ambiti applicativi reciprocamente impermeabili, ma costituiscono elementi sinergici, necessari a intercettare le differenti modalità attraverso le quali si esplica fattualmente il potere proprietario. L'effettiva incisività del sistema dipende proprio dalla capacità dell'autorità di combinare criteri strutturali, quantitativi e comportamentali, evitando che la distinzione dogmatica tra le fattispecie si traduca nella creazione di aree sottratte al controllo prudenziale.

Di certo, l'interazione tra le due fattispecie “chiude” efficacemente il sistema, pur permanendo, va rimarcato, una criticità di matrice probatoria. Mentre l'accertamento della partecipazione indiretta *ex art.* 22 t.u.b. poggia su evidenze documentali o strutturali, la qualificazione dell'azione “di concerto” di cui all'art. 22-*bis* t.u.b. necessita della dimostrazione di un elemento relazionale o negoziale (anche fattuale), traducendosi in un ampliamento dei margini di discrezionalità della vigilanza che richiede costanti e rigorosi contrappesi a tutela delle garanzie procedurali e delle dinamiche di mercato⁶².

Ebbene, la progressiva valorizzazione della sostanza economica rispetto alla forma giuridica solleva, nondimeno, una questione centrale in termini di certezza del quadro normativo, nel senso che la flessibilità delle nozioni di influenza, interposizione e azione di concerto consente sì alla vigilanza di adattarsi alla varietà delle strutture societarie, ma al contempo tende ad

⁶² Si v. F. MAIMERI, M. ALBANO, Sub *art.* 22, cit., 118 ss.; I. D'AMBROSIO, G. ROTONDO, Sub *art.* 22, cit.; M. PALMIERI, Sub *art.* 22-*bis*, cit., 25 ss.; F. MAIMERI, M. ALBANO, Sub *art.* 22-*bis*, 189 ss.; P. GIUDICI, *L'acquisto di concerto*, cit., 490 ss.

ampliare il margine valutativo delle autorità e a rendere meno prevedibile l'individuazione dei soggetti tenuti agli obblighi autorizzativi e informativi. Ne consegue che l'approccio sostanzialistico che informa la disciplina può considerarsi compatibile con i principi di legalità e proporzionalità soltanto se accompagnato da criteri applicativi sufficientemente intellegibili, da un'adeguata motivazione delle decisioni e dalla possibilità di un concreto vaglio giurisdizionale.

In quest'ottica, si è evidenziato come la *soft law* europea e la normativa secondaria italiana abbiano svolto un ruolo determinante sia contribuendo incisivamente alla definizione delle fattispecie, sia delineando le modalità di ricostruzione delle catene partecipative e i criteri di calcolo delle partecipazioni indirette. I parametri del controllo e del moltiplicatore, infatti, rispondono a tali esigenze complementari: il primo è volto a individuare la capacità di dominio o di influenza lungo la catena societaria; il secondo consente di misurare lo spessore economico della partecipazione indirettamente imputabile al soggetto posto al vertice della struttura.

Ebbene, l'approccio conformativo tipico della disciplina secondaria tende a far sì che il ricorso agli strumenti di *soft law* non determini uno spostamento incontrollato della produzione normativa dal legislatore alle autorità amministrative. Il pur necessario adattamento tecnico della regolazione prudenziale deve restare ancorato ai presupposti e alle finalità stabiliti dalla fonte primaria, senza mai tradursi nell'introduzione di obblighi o categorie prive di una legittimazione legislativa⁶³. Per tale motivo, il rapporto tra modulabilità della supervisione e garanzie degli operatori costituisce uno dei principali punti di tensione applicativa

⁶³ Si v. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida alle procedure relative alle partecipazioni qualificate*, cit., 6 ss.; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Peer Review Follow-up Report On Prudential Assessment Of the Acquisition Of Qualifying Holdings*, cit., 9 ss.

dell'attuale modello regolatorio, anche tenendo conto della circostanza che il sistema si attiva sulla base di un'idoneità astratta e potenziale a incidere sulla gestione, realizzando una forma di "controllo anticipato".

Il percorso di indagine dedicato alle partecipazioni intestate a società fiduciarie (v. par. 7, 7.1, 8) ha confermato la centralità di tali soggetti nell'economia del discorso. L'intestazione fiduciaria, difatti, non è più considerata in sé un fenomeno patologico o necessariamente elusivo, ma rappresenta uno strumento giuridico legittimo di amministrazione e organizzazione patrimoniale, laddove la sua compatibilità con la disciplina bancaria dipende dalla piena trasparenza del rapporto sottostante e dalla possibilità di identificare agevolmente il fiduciante, il titolare effettivo e gli eventuali soggetti in grado di condizionare l'esercizio dei diritti sociali.

Pertanto, questa mirata neutralizzazione prudenziale dello schermo fiduciario è risultata funzionale a impedire che l'intestazione formale possa interrompere la catena di imputazione reale della partecipazione. La fiduciaria conserva di certo le funzioni di intestataria e di amministrazione, mentre la valutazione di affidabilità, reputazione e solidità finanziaria deve necessariamente estendersi al reale titolare dell'interesse economico e dell'influenza gestionale. In questo senso, si può affermare che la disciplina delle partecipazioni indirette determini una riqualificazione funzionale dell'attività fiduciaria ove la stessa venga utilizzata nell'ambito degli assetti proprietari delle banche.

Per altro verso, l'allineamento con la normativa antiriciclaggio – per il tramite dell'obbligo di iscrizione nel registro dei titolari effettivi – connette definitivamente il presidio antiriciclaggio con la vigilanza prudenziale bancaria, rafforzando ulteriormente lo strumentario di vigilanza e dimostrando come il ricorso allo schema fiduciario sia pienamente fruibile in quest'ambito solo se subordinato alla piena e preventiva ostensibilità dei

reali centri di potere. Peraltro, pur nella chiara diversità delle finalità perseguite, il flusso informativo tra i due sistemi deve essere accompagnato da una valutazione autonoma e funzionalmente orientata, evitando automatismi qualificatori⁶⁴.

Nel complesso, il quadro normativo vigente appare idoneo a stemperare significativamente i margini di opacità derivanti da strutture partecipative complesse, intestazioni fiduciarie e condotte coordinate. L'ampiezza del perimetro applicativo e la pluralità dei criteri di imputazione consentono di riassorbire nel controllo preventivo le principali tecniche di separazione o frammentazione del potere proprietario, senza che l'effettività della vigilanza debba essere assicurata dal solo ampliamento delle fattispecie rilevanti.

Naturalmente, l'efficacia dei controlli dipende dalla completezza delle informazioni disponibili, dalla capacità delle autorità di ricostruire le strutture proprietarie (anche transnazionali), dalla cooperazione all'interno del MVU e dalla disponibilità di competenze adeguate a interpretare rapporti societari, negoziali e finanziari particolarmente sofisticati. In mancanza di tali condizioni, anche una disciplina formalmente estesa rischierebbe di tradursi in una vigilanza prevalentemente documentale, inadatta, come tale, a individuare i reali centri di influenza gestionale⁶⁵.

⁶⁴ In argomento, v. R. COSTI, *Sulla intermediazione finanziaria non bancaria*, cit., 129 ss.; G. ROTONDO, *Le società fiduciarie dopo in testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, cit., 179 ss. Si v. altresì, E. RIGHINI, *Le società fiduciarie e la fiducia nell'ambito del diritto dei mercati finanziari*, cit., 393 ss.; F. TREGGIARI, *Gli istituti fiduciari di diritto comune e il trust nella giurisprudenza della Corte*, cit., 62 ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 171 ss.; M. MAUGERI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 1128 ss.; M. SACCHETTI, *L'azione di concerto nella disciplina degli assetti proprietari degli intermediari*, cit., 125 ss.

⁶⁵ In argomento, si v. P. NOVARO, *La partecipazione dei privati al capitale della Banca d'Italia*, in *Diritto amministrativo*, 2015, 1, 209 ss.; si v. altresì, G. CAMPOBASSO, *Le partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1995, 3, 0281 ss.; A. DE CANTELLIS, P. GIUDICI, P. TERRILE, *Rassegna delle comunicazioni Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto*, in *Rivista delle società*, 2001, 2, 0521 ss.; R. CAIAZZO, G. DE FALCO, *Trasparenza ed*

In questo senso, si può ritenere che l'incisività applicativa del modello regolatorio debba essere valutata attraverso un duplice parametro: da un lato, la capacità di prevenire l'ingresso nella compagine bancaria di soggetti inidonei o non sufficientemente trasparenti; dall'altro, è necessario che l'esercizio dei poteri di vigilanza rimanga proporzionato, prevedibile e rispettoso delle garanzie procedimentali. La tutela della stabilità bancaria, difatti, non richiede soltanto poteri amministrativi ampi, ma anche regole capaci di indirizzarne concretamente l'esercizio. Diversamente, l'estensione formalistica dei criteri di ricostruzione della catena partecipativa indiretta rischia di incidere negativamente sul mercato producendo un effetto deterrente sugli investimenti esteri e sui fondi di *private equity* o sugli investitori istituzionali, le cui architetture di investimento sono fisiologicamente articolate su più livelli veicolari⁶⁶.

In conclusione, la disciplina delle partecipazioni indirette si inserisce appieno nella più generale tendenza regolatoria che segna il passaggio da una vigilanza incentrata sulla percezione formale della proprietà a quella mirata sui reali poteri gestionali. Ne deriva che gli artt. 22 e 22-*bis* t.u.b., inquadrati nell'ambito delle fonti europee, della normativa secondaria e dei presidi in materia di titolarità effettiva, creano un sistema orientato a rendere visibile ciò che le strutture giuridiche potrebbero rendere formalmente opaco.

autorizzazioni pubbliche nelle partecipazioni in imprese finanziarie, in *Diritto del commercio internazionale*, 1995, 2, 0263 ss.

⁶⁶ Cfr. R. CALDERAZZI, *La funzione organizzativa del capitale nell'impresa bancaria*, Torino, 106 ss.; M. SEPE, *Le partecipazioni indirette nella disciplina di vigilanza sugli assetti proprietari*, cit., 150 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari*, cit., 370 ss.; V. TROIANO, *Acquisti di partecipazioni nel settore finanziario*, cit., 61 ss.; S. GALLO, I. PETRARCA, *Gli assetti proprietari nelle banche e negli intermediari finanziari italiani*, cit., 1 ss.; A. ROSA, *L'accesso all'attività bancaria in Italia: una lettura sistematica tra diritto dell'Unione, disciplina nazionale e vigilanza unica*, cit., 830 ss.

Il risultato è un modello regolatorio nel quale la trasparenza, lungi dall'assumere valenza meramente informativa, rappresenta una condizione strutturale per l'esercizio della vigilanza e per la verifica della compatibilità degli assetti proprietari con la sana e prudente gestione. La piena realizzazione di tale assetto richiede, tuttavia, che il sostanzialismo prudenziale non si trasformi in indeterminatezza applicativa: soltanto l'equilibrio tra effettività del controllo, certezza delle regole e proporzionalità dell'intervento può assicurare che la disciplina delle partecipazioni indirette operi come autentico presidio di stabilità e non come mera estensione quantitativa dei poteri prudenziali⁶⁷.

D'altra parte, è evidente che permangono sia alcuni elementi di criticità sia auspicabili margini di affinamento del sistema. Ragionando *de iure condendo*, ad esempio, potrebbe risultare opportuna l'emanazione di linee guida secondarie che attuino una tipizzazione coordinata degli indici dell'azione di concerto, al fine di ridimensionare i margini di incertezza valutativa nelle operazioni complesse di acquisizione. Per altro verso, risulterebbero di sicuro supporto agli intermediari forme di integrazione procedurale dell'anagrafe dei titolari effettivi (AML) con i procedimenti autorizzativi di cui all'art. 19 t.u.b. oltre che con la disciplina in tema di *golden power*, al fine di evitare onerose duplicazioni informative e ridondanti costi di *compliance*. Infine, sarebbe apprezzabile anche un'attenzione maggiore e costante della vigilanza verso strutture partecipative sintetiche o decentralizzate – si pensi a tutte le nuove forme di intermediazione digitale e di finanza decentralizzata – in modo da garantire che il criterio della titolarità effettiva

⁶⁷ Si v. R. LENER, *Quale appunto sulle fattispecie acquisitive di partecipazioni bancarie*, cit., 282 ss.; C. GARILLI, *La razionalizzazione delle partecipazioni pubbliche*, cit., 36 ss.; P. LUCANTONI, *Le "riserve minori"*, cit., 573 ss.; L. BOGGIO, *Mediatore creditizio e agente in attività finanziaria: dubbi sulla legittimità di incroci partecipativi*, cit., 59 ss.; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario*, cit., 985 ss.

continui a prevalere su qualsiasi evoluzione tecnologica delle modalità di detenzione del capitale bancario.

In sostanza, resta aperta la sfida, tipica delle attuali forme di organizzazione della ricchezza e del potere economico, di assicurare che l'evoluzione giuridica, finanziaria e digitale non determini nuove asimmetrie tra realtà sostanziale e rappresentazione formale. La tenuta prospettica del sistema, pertanto, dipenderà dalla capacità dell'ordinamento e delle autorità di vigilanza di preservare, anche in futuro, la centralità del principio sostanzialistico, quale criterio ordinatore della disciplina degli assetti proprietari delle banche, senza trascurare altresì l'avvio di diffusi processi di semplificazione regolatoria e di applicazione effettiva del principio di proporzionalità.