

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Gli assetti di vigilanza tra centralizzazione e prossimità ai soggetti vigilati

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La scelta del modello di regolamentazione da adottare. – 3. Segue: verso il Codice Europeo dei Mercati Finanziari. – 4. Applicazione delle regole e attribuzione dei poteri di vigilanza. – 5. Accentramento vs decentramento della vigilanza: una questione sempre aperta. – 6. Sull'importanza della vicinanza agli intermediari e ai territori.

1. Premessa

Nella mia relazione di oggi, alla luce del tempo a disposizione e dell'ampia consapevolezza dell'uditorio in merito a questi aspetti, tralascerò di descrivere il ruolo cruciale dei servizi finanziari nel contesto economico europeo e mi limiterò a sottolineare brevemente l'importanza dell'integrazione dei mercati dei capitali, perseguita da tempo¹.

Vorrei svolgere, in questa sede, alcune riflessioni sulla configurazione ottimale degli assetti di vigilanza nell'ambito dell'Unione dei mercati dei capitali europei, interrogandomi in particolare su quali siano gli strumenti più idonei a gestire le difformità tuttora esistenti (riscontrate dai report delle *ESAs* sul punto) e a migliorare il processo di integrazione regolamentare e di vigilanza; ciò, nella consapevolezza che, come già evidenziato in dottrina², sul piano delle concretezze neppure un quadro normativo compiutamente armonizzato sarebbe da solo in grado di assicurare una perfetta coincidenza del diritto vivente in tutti i paesi dell'UE. Nel contesto attuale, infatti, assumono significativa rilevanza le dinamiche che caratterizzano l'interpretazione e l'attuazione del diritto dei mercati finanziari da parte delle autorità di vigilanza e, ancora di più, degli

¹ V. la recente proposta di modifica delle direttive UCITS (Direttiva 2009/65/CE), AIFMD (Direttiva 2011/61/UE) e MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), parte del pacchetto UE del 4 dicembre 2025 per l'integrazione dei mercati dei capitali, che mira a creare un sistema finanziario più competitivo, efficiente e armonizzato.

² M. GARGANTINI, *Diritto europeo e discipline nazionali dei mercati finanziari: l'armonizzazione normativa dopo la capital markets union*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 20 ss.

organi giurisdizionali³.

Per affrontare in modo diretto e rapido la riforma del mercato dei capitali europeo, a fronte della persistente frammentazione tra i vari sistemi nazionali e dunque delle vistose carenze nell'attuale processo di integrazione⁴, ritengo centrale la riforma della supervisione. In sostanza, intendo esplorare il tema a me assegnato analizzando anche soluzioni che tornino a riconoscere un ruolo rilevante alle autorità nazionali; ciò al fine di capire se tale ruolo possa rappresentare una condizione essenziale per forzare l'allineamento delle prassi di vigilanza. Siffatta soluzione è, da un lato, sicuramente in linea con il principio di sussidiarietà e, dall'altro, non segna una cesura netta con gli assetti di vigilanza finanziaria UE già esistenti ma, di contro, una loro valorizzazione e un loro perfezionamento.

In tale ordine logico, enfatizzare *i profili di prossimità* ai soggetti vigilati, può servire ad accelerare la realizzazione della *Savings and Investments Union*⁵, ora al centro dell'Agenda UE⁶, oggetto di

³ Tra gli altri v. F. ANNUNZIATA, *La supervisione sul mercato dei capitali dopo due crisi: note minime*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, Supplemento n. 3, 106 ss.; D. ANDRACCHIO, *Regolazione basata sull'informazione, autorità europee di vigilanza e tutela degli investitori retail*, in questa *Rivista*, 2024, III, 737 ss.

⁴ Processo che ha visto negli ultimi decenni stratificarsi diverse tecniche di regolamentazione e vigilanza. Come osservato (tra gli altri, v. F. DEMARIGNY e A. THOMADAKIS, *A Supervisory Efficiency Test for EU Financial Markets: Taking an Operational Approach to Integration and Oversight*, in *Journal of Financial Regulation*, 2025, XI, 288-295) questo sistema frammentato ostacola la coerenza, indebolisce l'applicazione delle norme ed espone l'UE a inefficienze e arbitraggio normativo, soprattutto in segmenti transfrontalieri in rapida evoluzione come la tecnologia finanziaria, i settori ambientale, sociale e di governance (ESG) e le criptovalute.

⁵ Il 24 maggio 2023 la Commissione UE ha pubblicato la "*Retail Investment Strategy*", un pacchetto ambizioso di riforme volto ad accrescere la partecipazione, la tutela e, soprattutto, la fiducia degli investitori al dettaglio considerati, a giusta ragione, uno dei pilastri del mercato finanziario. Cfr. P. LUCANTONI, *Capital Markets Union e Saving and Investment Union nella prospettiva dello sviluppo economico, sostenibile e digitale del mercato finanziario*, in *Dir. banc. fin.*, 2025, 379 ss.

⁶ In reazione all'attuale crisi militare e commerciale, l'UE ha «adottato la mossa del cavallo tipica della diplomazia d'antan, allargando la disputa a un terzo fronte: quella del risparmio. [...] Il deficit statunitense delle importazioni. è compensato dalla gestione da parte dei fondi USA di una parte rilevante del risparmio europeo. Di qui, la proposta della Commissione europea di un'Unione Europea dei risparmi e degli investimenti, vera risposta ai dazi commerciali, e che sembra avere una corsia

specifiche attenzioni anche nell'ambito dei Report Letta e Draghi⁷.

2. *La scelta del modello di regolamentazione da adottare*

Tra le sfide, alcune di natura politica altre di natura puramente giuridica, che devono essere prese in considerazione per la realizzazione della SIU – molte delle quali discusse nelle relazioni precedenti – sono due le questioni che ritengo centrali: la prima (che mi limito ad accennare, ma collegata alla seconda) riguarda la scelta delle tecniche di regolamentazione da adottare, l'altra attiene all'applicazione delle regole e all'attribuzione dei relativi poteri di vigilanza. In altri termini, la gestione del problema va affrontato in una prospettiva *statica* e *dinamica*.

Il primo tema – la creazione di un *corpus* uniforme di regole sui mercati finanziari a livello europeo – è già stato trattato in larga parte da Filippo Annunziata, il quale ha correttamente richiamato la necessità di tale “momento creativo” ai fini della promozione della competitività europea.

Mi limito a qualche breve considerazione aggiuntiva:

1. Poiché la storia della regolamentazione finanziaria in Europa è caratterizzata da un modello di regolamentazione reattiva, spesso innescata da crisi o evidenti fallimenti del mercato,⁸ ci troviamo oggi di fronte una stratificazione di discipline che si focalizzano su questioni specifiche, ma che a volte mancano di coerenza.

2. La disciplina europea si concentra su alcuni aspetti, lasciando che altri siano disciplinati esclusivamente dai legislatori nazionali, come ad

preferenziale; quando i progetti europei vanno così veloci, raggiungono sempre l'obiettivo. L'Unione del risparmio sarà più veloce di quella dei capitali e in parte la sostituirà, in parte ne costituirà il presupposto. [...] L'Unione europea è brava nelle crisi: non ne ha mai sprecata una, [spesso adottando] misure con contenuti tipici di uno stato federale, ma utilizzate in ottica funzionale (utili per reagire alla crisi). Federale è il contenuto, funzionale l'obiettivo, ibrido lo strumento.» In questi termini, F. BASSAN, *Il trilemma europeo e la mossa del cavallo*, in *Formiche.net*, 2025.

⁷ E. LETTA, *Report on the future of the single market*, consultabile su www.single-market-economy.ec.europa.eu; M. DRAGHI, *The future of the European competitiveness*, consultabile su www.commission.europa.eu.

⁸ Ciò come evidenzia N. MOLONEY, *EU financial market regulation a decade from the financial-crisis-era reforms: crisis, uncertainty, and capacity*, in *Yearbook of European Law*, 2023, XLII, 169 ss.

esempio i profili rimediali che rimangono nella competenza della disciplina nazionale.

Posti i rilevanti problemi che da ciò derivano, ben noti alla dottrina che del tema si è occupata, vi è ormai convergenza in relazione all'idea che un *corpus* normativo unitario per l'intero mercato finanziario UE garantirebbe una migliore protezione per gli investitori, offrendo un livello omogeneo di tutela, altresì in un'ottica di semplificazione. In questo senso va accolto con grande entusiasmo il progetto EBI-AEBDF per un "*EU Charter for protection of end users in financial markets*"⁹.

Il progetto in questione muove dalla constatazione che la stratificazione settoriale della normativa europea di protezione degli utenti finali, pur avendo prodotto discipline elaborate per singoli comparti (dalla MiFID II in materia di investimenti alla IDD per l'intermediazione assicurativa, dalla normativa PRIIPs ai requisiti di *disclosure* previsti dalla disciplina della Solvency II), ha generato asimmetrie non giustificabili sul piano sistematico, creando standard differenziati per situazioni sostanzialmente analoghe. L'idea portante della *Charter* è quella di identificare un nucleo di standard obbligatori trasversali a tutti i comparti dei servizi finanziari, capaci di porsi come denominatore normativo comune, senza con ciò travolgere la disciplina settoriale là dove le specificità tecniche o le diversità di scopo la rendono necessaria. Esse funzionerebbero, in altri termini, come prescrizioni di principio dell'ordinamento finanziario europeo, idonee a orientare in modo coerente l'interpretazione e l'applicazione delle norme di settore da parte delle autorità di vigilanza e delle corti nazionali.

Il valore politico e sistematico di una simile iniziativa non è trascurabile: collocare esplicitamente la protezione dell'utente finale al cuore dell'architettura normativa europea dei mercati finanziari

⁹ F. ANNUNZIATA, *Towards an EU Charter for the Protection of End Users in Financial Markets*, in *European Banking Institute, Working Paper*, n. 128, 2022, secondo il quale uno Statuto generale per la tutela degli utenti finanziari nella legislazione dell'UE, da intendersi su base intersettoriale, «non mirerebbe a superare la legislazione settoriale, che rimane necessaria a causa dei diversi approcci e obiettivi da raggiungere in ciascun contesto, ma individuerrebbe standard obbligatori di ampio respiro validi per l'intera gamma di servizi, prodotti e attività finanziarie. Potrebbe contribuire a ridurre incoerenze e differenze ingiustificabili tra i diversi settori e avere un elevato valore politico, ponendo chiaramente la tutela diretta di clienti, investitori e assicurati al centro» come *core* degli obiettivi della legislazione finanziaria dell'UE.

significa riconoscere che i meccanismi di tutela non possono rimanere confinati in logiche settoriali ed episodiche, ma debbono strutturarsi come obiettivo ordinamentale autonomo e prioritario.

In sostanza, l'integrazione negativa¹⁰ non è sufficiente, anzi dà luogo a diversi livelli di protezione a seconda del paese d'origine (con rischio di discriminazione inversa per i fornitori di servizi nazionali).

Al riguardo, è ormai evidente che il problema non è meramente tecnico-normativo, ma riflette un'asimmetria strutturale nell'approccio adottato storicamente dall'Unione nella costruzione del mercato interno dei servizi finanziari.

Il ricorso al principio del paese d'origine, cardine del mutuo riconoscimento e quindi dell'integrazione negativa, ha consentito di abbattere le barriere all'accesso ai mercati degli altri Stati membri senza dover raggiungere un consenso politico su regole sostanziali uniformi: efficiente nel breve periodo, tale approccio ha però lasciato integri differenziali regolatori rilevanti, determinando – come si è detto – livelli di protezione differenti a seconda del regime normativo del paese di stabilimento del prestatore di servizi.

La pressione competitiva che ne deriva tende, inevitabilmente, verso il basso, innescando dinamiche di *race to the bottom* (competizione cd. distruttiva) che l'armonizzazione minima non sempre è in grado di arginare¹¹.

Coerentemente, il passaggio verso forme di armonizzazione massima, o quanto meno verso un nucleo normativo comune inderogabile, non costituisce più un'opzione, ma una condizione strutturale per il corretto funzionamento del mercato unico dei servizi finanziari.

¹⁰ Che si concentra sulla eliminazione delle barriere piuttosto che sull'imposizione di nuove regolamentazioni.

¹¹ Da qui il fenomeno di discriminazione inversa: l'intermediario soggetto alla regolamentazione più rigorosa dello Stato membro d'origine si trova strutturalmente svantaggiato rispetto al concorrente di altro Stato membro che, operando in regime di libera prestazione di servizi, beneficia di standard meno stringenti pur rivolgendosi alla stessa clientela. Da qui il rischio di una competizione distruttiva mira ad attirare investimenti o conquistare quote di mercato abbattendo costi e vincoli, spesso a scapito della qualità, della sostenibilità ambientale e dei diritti dei lavoratori.

3. *Segue: verso il Codice Europeo dei Mercati Finanziari*

Se, come osservato, il raggiungimento dell'armonizzazione delle norme applicabili (e della loro omogenea interpretazione da parte delle autorità di vigilanza e dei tribunali) è un obiettivo prioritario, ma ancora lontano, la crescente giurisdizionalizzazione del diritto e i suoi effetti in termini di incertezza della *rule of law*, spinge ora l'UE ad adottare convintamente approcci orientati alla *burden reduction* (principio sul quale mi sono intrattenuta poco tempo fa al convegno svoltosi a Roma Tre organizzato dal Prof. Sacco Ginevri¹²).

È in questo contesto che è riemersa – tra gli studiosi di diritto e tra i politici europei – l'idea di sostituire i regimi nazionali con un unico regime europeo, attraverso la creazione di un Codice Europeo dei Mercati Finanziari¹³; tale codice consentirebbe di sviluppare al meglio l'ordine sistematico delle norme, chiarendone i principi e specificandone gli obiettivi (anzitutto, la stabilità dei mercati, la loro integrità, la tutela degli investitori, la competitività dei mercati ecc.). Inoltre, alcuni concetti – come, ad esempio, quello della *fiducia* degli investitori – potrebbero (e dovranno) essere meglio definiti e tradotti in termini più concreti, cercando così di colmare le discrepanze attualmente presenti negli orientamenti delle corti nazionali in relazione all'interpretazione delle clausole generali e dei principi derivanti dal diritto europeo (che, giova ripetere, sono stati attuati in modo variabile in ciascuno Stato membro).

Il Codice non dovrà limitarsi a prendere in considerazione principi e regole già esistenti. Dovrebbe servire come occasione per introdurre innovazioni, ad esempio in relazione alle tematiche ESG, laddove l'UE sta adottando utili iniziative quali la *Better Regulation agenda* e il report *Less is more*. Questo, nonostante il freno imposto dal cd. *Pacchetto Omnibus sulla sostenibilità* proposto dalla Commissione UE, e approvato dal Parlamento il 16 dicembre 2025.

¹² Ci si riferisce al Convegno “*Capital Markets Union e ordinamento finanziario italiano. Le ragioni di una riforma*”, Università degli Studi Roma Tre, 10 e 11 aprile 2025, v. A. SACCO GINEVRI (a cura di), *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, in *Collana della Rivista delle Società*, Milano, 2026.

¹³ Idea ben articolata e supportata nell'ambito del volume curato da R. VEIL, *Regulating EU Capital Markets Union. Volume I: Fundamentals of a European Code*, Oxford, 2024.

Il *Pacchetto Omnibus* sulla sostenibilità, infatti, si propone di ridisegnare in modo radicale il perimetro applicativo delle Direttive CSRD, CSDDD, e del Regolamento Tassonomia, restringendo drasticamente la platea dei soggetti obbligati e riducendo la soglia di applicazione della CSRD.

L'impatto sulla prospettazione del *Codice* è duplice: da un lato, l'*Omnibus* dimostra come la stratificazione normativa senza sistematizzazione conduca inevitabilmente a difficili, ma necessarie operazioni di revisione periodiche, alimentando l'argomento a favore di un approccio codificante *ab origine*; dall'altro, il ridimensionamento delle ambizioni ESG rischia di lasciare nel Codice un'area normativa ancora *in fieri*, priva di una disciplina consolidata su cui innestare l'innovazione.

In senso opposto rispetto alla logica semplificatoria del *Pacchetto Omnibus*, e con diretta rilevanza per il tema della vigilanza qui discusso, si colloca anche il *Market Integration Package* (MIP), pubblicato dalla Commissione europea il 4 dicembre 2025 nell'ambito della strategia per la *Savings and Investments Union*.

Come noto, il MIP si compone di una serie di proposte legislative con l'obiettivo di ridurre la diversità strutturali dei mercati dei capitali europei. Sul piano della vigilanza, la proposta introduce poteri di supervisione diretta dell'ESMA sulle infrastrutture di mercato "significative" (controparti centrali, depositari centrali, sedi di negoziazione che superino determinate soglie di rilevanza sistemica transfrontaliera) e sui fornitori di *cripto-asset*, mantenendo invece la vigilanza sulle società di gestione e sugli intermediari nelle mani delle autorità nazionali.

Questo modello differenziato è significativamente coerente con un'impostazione che riconosca le difficoltà connesse all'accentramento integrale della vigilanza sul mercato finanziario (per ragioni giuridiche, politiche e strutturali) prediligendo un approccio selettivo, fondato sulla rilevanza transfrontaliera dell'entità vigilata.

Probabilmente, iniziative nazionali di riordino complessivo delle regole relative al mercato dei capitali (v., per l'Italia, la riforma del TUF *in itinere*) possono dare ulteriore slancio alla riflessione scientifica (e

politica¹⁴) sullo *European Code of Financial Markets Law*¹⁵.

4. Applicazione delle regole e attribuzione dei poteri di vigilanza

Venendo ora alla seconda questione, relativa al set-up ottimale della vigilanza nell'ambito della *Capital Markets Union*, attualmente non solo vi sono regole difformi nei vari ordinamenti (talvolta causate dal *goldplating*, altre volte dalla mancanza di disciplina europea su un'intera area) nonché diversità interpretative concernenti il diritto UE, con conseguente concorrenza tra ordinamenti all'interno del mercato unico europeo (che dovrebbe invece essere caratterizzato da integrazione, convergenza e omogeneità).

Per porre rimedio a tale situazione si propone: o una maggiore armonizzazione delle regole (anche in relazione all'*enforcement*, eliminando ogni residua discrezionalità nelle modalità operative da parte delle Autorità nazionali); o una centralizzazione delle competenze di vigilanza, attribuendo compiti di supervisione diretta ad una autorità europea (ESMA o un'altra di nuova costituzione)

La prima soluzione, tuttavia, rischia di essere inefficace, in quanto le principali discrepanze tra le Autorità nazionali sono riscontrabili non solo in relazione all'esistenza di regole diverse, ma soprattutto in relazione al differente approccio valutativo utilizzato dalle autorità nazionali (le cd. prassi di vigilanza), anche in presenza di regole uniformi.

Ed invero fino ad oggi, il problema non ha trovato una compiuta definizione, sicché l'UE¹⁶ difficilmente potrà intervenire sulle specificità delle norme procedurali nazionali e sulle aree di discrezionalità tecnica. Pertanto – con l'attuale modello – il problema si annida nelle pieghe del sistema.

La seconda soluzione impone di confrontarsi con talune considerazioni problematiche.

¹⁴ In particolare, nel nostro Paese, va evidenziata la coraggiosa iniziativa del Sottosegretario all'Economia Freni di impostare la riforma in vista della elaborazione del Codice dei mercati finanziari; v. F. FRENI, *Per un codice dei mercati finanziari*, in *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, in *Collana della Rivista delle Società*, A. SACCO GINEVRI (a cura di), Milano, 2026, 21 ss.

¹⁵ R. VEIL, *op. cit.*

¹⁶ Ciò finché le competenze di vigilanza sono attribuite a livello nazionale.

Innanzitutto, a differenza di quanto avvenuto con l'Unione Bancaria, dove l'attribuzione di poteri alla BCE nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico è stata resa possibile dall'introduzione nel Trattato di Maastricht di una previsione espressa, contenuta ad oggi nell'art. 127, para. 6 TFUE (in base alla quale alla BCE possano essere affidati “*compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione*”), per la supervisione sui mercati dei capitali manca una disposizione analoga. Come noto, in assenza di specifiche indicazioni nei Trattati, il legislatore UE ha usualmente utilizzato la base giuridica dell'art. 114 TFUE – che consente di adottare misure di ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri aventi ad oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno – per istituire agenzie europee, attribuendo loro poteri anche di vigilanza diretta. In tale contesto, ci si è scontrati con la Dottrina Meroni¹⁷ che limita la delegabilità da parte delle Istituzioni UE di poteri discrezionali (i cui presupposti non siano sufficientemente predeterminati negli atti istitutivi) alle agenzie poiché verrebbe così trasferita la relativa responsabilità, con conseguenti problemi di legittimazione e *accountability*.

Per quanto la portata della dottrina sia stata ridimensionata dalla giurisprudenza UE negli ultimi anni e il legislatore europeo stia progressivamente attribuiti poteri di vigilanza diretta alle ESAs¹⁸, la dottrina Meroni è da considerarsi non ancora superata e, quindi, in un prossimo futuro, può essere reinterpretata in via restrittiva.

Pertanto, fondare il nuovo assetto di vigilanza europeo sulla base giuridica dell'art. 114 TFUE appare a dir poco rischioso: qualora la Corte di Giustizia decidesse di adottare un approccio più rigoroso sulla

¹⁷ M. SIMONCINI, *Administrative regulation beyond the non-delegation doctrine: a study on EU agencies*, Oxford, 2018, *passim*; D. FOÀ, *I poteri di vigilanza dell'EBA nell'ambito del Regolamento MiCA*, in *Federalismi.it*, 2024, IX, 113 e ss.; D. VESE, *A Game of Thrones: ruolo e poteri dell'autorità bancaria europea alla luce degli orientamenti della Corte di Giustizia*, in *Riv. Dir. Banc.* 2023, p. 46 ss.

¹⁸ Ad es. all'ESMA sono stati attribuiti poteri di vigilanza diretta sulle agenzie di rating del credito (ora anche sui fornitori di rating ESG) e, successivamente, su altre entità, come i *benchmark* critici dell'UE, ecc. Cfr. N. MOLONEY, *The Age of ESMA, Governing EU Financial Markets*, Oxford, 2018; D. FOÀ, *op. ult. cit.*

Dottrina Meroni, così come di recente avvenuto con la pronuncia resa nel caso C-551/22 Banco Popular (*Commission v SRB*)¹⁹ (nell'ambito della quale ha identificato nella Commissione UE il soggetto avente poteri decisionali nella procedura di risoluzione, affermando che l'attribuzione di tale potere decisionale all'SRB violerebbe la Dottrina Meroni), potrebbe far cadere l'impianto di vigilanza finanziaria europea così attentamente costruito. In altri termini, per quanto possa ad oggi sembrare "sdoganata" l'attribuzione di poteri di vigilanza diretta ad autorità istituite ai sensi dell'art. 114 TFUE, tale attribuzione è fragile, perché priva di una solida base giuridica e, quindi, potenzialmente soggetta a mutamenti di interpretazione giurisprudenziale, mutamenti che – giova ripetere – appaiono pienamente giustificati in considerazione del tenore letterale dell'art. 114 TFUE e del concreto rilievo attribuito alle ESAs nell'ambito dell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo²⁰.

Vi sono, poi, ragioni di natura tecnica che possono limitare l'accentramento di poteri: talvolta il mercato di riferimento (oggetto della vigilanza) ha caratteristiche strutturali domestiche che mal si adattano ad una vigilanza accentrata. È questo il caso dei mercati finanziari, che tuttora riflettono specificità delle realtà nazionali ben più marcate di quelle proprie del mercato bancario; ciò in termini di presenza (e forza) degli investitori istituzionali, di circolazione di determinati strumenti (es. i derivati) piuttosto di altri, e in relazione al rapporto tra sistemi bancocentrici e *market-based*.

Guardando agli strumenti finanziari, emergono diversità fra gli Stati membri: in alcuni contesti – come il Lussemburgo – il mercato dei derivati risulta più sviluppato rispetto ad altri; anche il Private Equity presenta livelli di maturità e caratteristiche non omogenee a livello unionale. Analogamente, il diverso peso dei modelli bancocentrici rispetto a quelli *market-based* ha storicamente inciso sull'approccio

¹⁹ Si veda C. Giust. UE, C-551/22 Banco Popular (*Commission v SRB*). Sul caso si veda N. GALASSO, *Brevi considerazioni sulla tutela giurisdizionale nel meccanismo di risoluzione unico alla luce della sentenza C-551/22*, in *European Law and Finance Review*, 2025, I, 142 e ss.

²⁰ Più ampiamente sui limiti posti dalla dottrina Meroni, D. FOÀ *op. cit.*, 134, il quale evidenzia come i più recenti interventi di riforma rafforzano i poteri delle ESAs, attribuendo loro anche poteri di vigilanza diretta, nonostante la fragile base giuridica rappresentata dall'art. 114 TFUE.

adottato dai singoli ordinamenti in materia di regolazione e vigilanza del mercato dei capitali²¹. Tali differenze strutturali si riflettono inevitabilmente anche sui profili dell'*enforcement*.

Più in particolare, nei sistemi bancocentrici la supervisione si è sviluppata in chiave prudenziale e relazionale, con un *enforcement* prevalentemente esercitato attraverso il dialogo informale tra autorità e soggetto vigilato e un ricorso alla sanzione pecuniaria tradizionalmente contenuto. Nei sistemi *market-based*, viceversa, l'*enforcement* assume carattere più formalizzato e la sanzione pubblicistica costituisce strumento ordinario piuttosto che *extrema ratio*.

Questa divergenza trova conforto nei dati raccolti dall'ESMA nei *Consolidated Reports on Sanctions* relativi al 2023 e al 2024: a fronte di una normativa sostanziale formalmente uniforme (MAR, MiFID II), le autorità nazionali mostrano discrepanze significative nel numero di sanzioni irrogate, negli importi delle sanzioni pecuniarie e nel ricorso a strumenti alternativi quali le procedure di *settlement*. È evidente come, ai fini del disegno dell'architettura di vigilanza, nessun intervento di armonizzazione normativa, per quanto ambizioso, sia in grado di neutralizzare pienamente tale eterogeneità applicativa, senza un'azione diretta sulla dimensione performativa dell'azione delle autorità.

A ciò si accompagnano, del resto, ragioni di natura politica: sovente, le autorità nazionali hanno cercato di mantenere le competenze di cui sono titolari, evitando di svolgere attività puramente esecutive e non decisorie.

5. *Accentramento vs decentramento della vigilanza: una questione sempre aperta*

Il complesso di queste considerazioni ci porta a ragionare su forme intermedie di accentramento dei poteri di vigilanza che rafforzino i poteri di coordinamento dell'ESMA (se essa sarà individuata l'autorità di riferimento come è naturale immaginare)²² ma, al contempo, preservino le attribuzioni circa l'esercizio dei poteri di vigilanza a livello nazionale. Naturalmente, sarà necessaria una riforma

²¹ Sul rapporto tra sistemi bancocentrici e sistemi *market-based* v. I. SABBATELLI, *Il modello bancocentrico tra disintermediazione e finanza alternativa*, in *Diritto Pubblico dell'economia*, M. PELLEGRINI (a cura di), Milano, 2023, 411 ss.

²² V. S. FIRPO, *Riformare l'ESMA come la BCE*, su *Il Sole24ore* del 11/3/2025.

dell'ESMA, ma su questo non posso trattenermi per mancanza di tempo²³.

Tale soluzione è suggerita non solamente dalle citate difficoltà nell'individuare una solida base giuridica che potrebbe giustificare l'attribuzione di così rilevanti poteri all'ESMA (in mancanza di una espressa modifica dei Trattati UE), ma anche da ragioni riconducibili al principio di sussidiarietà di cui all'art. 5 TUE.

Una soluzione intermedia potrebbe essere realizzata mediante una combinazione tra armonizzazione massima (eliminando lo spazio per discipline nazionali distoniche rispetto agli obiettivi europei) da limitare ai soli profili essenziali – in ottica di semplificazione – e l'attribuzione di nuove competenze amministrative a livello nazionale, prevedendo meccanismi idonei che consentano di evitare frammentazione. Al riguardo, risulta indispensabile un rafforzamento dei meccanismi di coordinamento tra le autorità in senso orizzontale, con poteri di intervento sussidiario dell'autorità europea, a fronte di disomogeneità degli approcci.

Questo a maggior ragione perché – coerentemente con quanto affermato dalla cd. teoria dei corpi intermedi²⁴ – la prossimità tra autorità di vigilanza e soggetto vigilato è in grado di produrre effetti positivi: si pensi, tra tutti, alla possibilità di instaurare un dialogo tra autorità e operatore economico (anche quello di grandi dimensioni), che affonda le basi in un substrato culturale omogeneo e che, come tale, può agevolare forme di collaborazione tra autorità e soggetti vigilati²⁵.

²³ F. DEMARIGNY F. e A. THOMADAKIS, *op. cit.*, propongono un *test* di efficienza della vigilanza, uno strumento pratico per valutare se gli accordi di vigilanza corrispondano al livello di integrazione del mercato per specifici prodotti, servizi o attori finanziari, offrendo un approccio basato sull'evidenza e specifico per attività (*evidence-based e task-specific approach*) per valutare se la vigilanza sia gestita al meglio a livello nazionale, attraverso il coordinamento o a livello centrale.

²⁴ Ciò, pur nella consapevolezza che le autorità di vigilanza sono istituzioni pubbliche e non formazioni sociali intermedie nel senso classico delineato dalla Teoria (v. C. MORTATI, *La persona, lo Stato e le comunità intermedie*, Torino, 1959).

²⁵ Si tratta di un processo sinergico che richiede struttura e tradizione comune, che difficilmente potrebbe realizzarsi con un vigilante "accentrato", il quale sarebbe inevitabilmente chiamato a valorizzare in misura prevalente la dimensione tecnico-operativa al fine di costruire un terreno comune di interlocuzione con i soggetti vigilati europei.

Ciò si è osservato anche nel SSM, dove si è assistito ad una evoluzione delle modalità di conduzione della vigilanza: in relazione alle banche *significant*, le

Al contrario, è innegabile che allontanando il vigilante dall'oggetto della vigilanza, lo strumento sanzionatorio con grande probabilità diverrebbe il meccanismo prediletto di intervento.

La decentralizzazione di alcune funzioni consentirebbe di avere un livello di intervento più granulare e attento, difficilmente raggiungibile con un modello di enforcement accentrato. Il limite non è soltanto di ordine organizzativo: un'autorità centrale non è strutturalmente in grado di accumulare la conoscenza contestuale che deriva dall'interazione continuativa con i soggetti vigilati, e che le autorità nazionali acquisiscono per effetto della prossimità operativa. A ciò si aggiunge il vincolo delle risorse disponibili, che in un sistema accentrato si distribuiscono su mercati eterogenei riducendo inevitabilmente la profondità di ciascun intervento.

In questa prospettiva, la vigilanza collaborativa si rivela uno strumento di maggiore efficienza. Il modello, teorizzato in materia di *responsive regulation*, prevede che la risposta regolatoria si articoli per progressione: orientamento preventivo, formulazione di aspettative esplicite, concessione di un tempo ragionevole per l'adeguamento, e ricorso alla sanzione formale solo in caso di inottemperanza persistente. Così strutturata, la vigilanza collaborativa è idonea a sanare possibili vizi dell'*agere* degli operatori economici prima che si traducano in violazioni formali, perseguendo gli obiettivi della regolazione finanziaria con costi di compliance inferiori e un utilizzo più selettivo dei poteri coercitivi.

Una vigilanza, dunque, più idonea all'ascolto e non soltanto punitiva; ciò, peraltro, osservandosi che nell'ordinamento italiano il modello trova riscontri positivi in ambiti contigui e nello stesso settore finanziario²⁶.

ispezioni sono condotte dai JST, che si caratterizzano per eterogeneità di *background* dei componenti, nonché – non raramente – difficoltà dettate dalla diversa lingua madre parlata. Dal punto di vista degli strumenti, l'attività di vigilanza si concentra sul riscontro di elementi quantitativi e fa ampio utilizzo di *scoring* standardizzati. Cfr. A. BARONE, G. DRAGO e C. NICOLOSI, *L'erompere della vigilanza prudenziale europea*, in *La funzione di vigilanza della Banca Centrale Europea*, A. BARONE e G. DRAGO (a cura di), Roma, 2022, 38 e ss.

²⁶ Sul piano generale, l'art. 222 del d.lgs. 36/2023 (Codice dei contratti pubblici) ha codificato la "vigilanza collaborativa" di ANAC, che combina pareri preventivi e attività di orientamento riservando i poteri ablatori ai casi di violazione accertata. In ambito assicurativo, la Lettera al mercato IVASS del 27 marzo 2024 in materia di

La suddetta organizzazione delle strutture della vigilanza consentirebbe di avere una interlocuzione costruttiva su (progetti) di attività, di modo da comprendere la posizione dell'autorità su una iniziativa futura, permettendo agli operatori economici di ricalibrare il proprio progetto.

In tale contesto, l'esercizio del potere amministrativo – pur rimanendo pienamente riconducibile all'autorità di vigilanza – è permeabile dalle istanze dei privati e funzionale al perseguimento degli interessi generali europei (anche di rilevanza costituzionale)²⁷.

Per il mercato dei capitali europeo potrebbe ipotizzarsi la formalizzazione di un network tra le autorità nazionali di vigilanza sui mercati finanziari, coordinate da ESMA, a cui dovrebbe riconoscersi non solo il ruolo di garantire il 'ravvicinamento' delle prassi di vigilanza, ma anche di guida e coordinamento tra le autorità domestiche; ciò attribuendole poteri di intervento diretto (ad oggi, come si è visto, previsti solo in limitate ipotesi) a fronte di persistenti difformità. I rapporti tra le autorità nazionali e tra queste e ESMA dovrebbero essere puntualmente disciplinati con regolamento, che stabilisca i meccanismi di cooperazione e procedimenti di controllo delle decisioni assunte da tali organi, prevedendo eventualmente la possibilità per ESMA di avocare la competenza al ricorrere di alcune 'ben specificate' condizioni di vulnerabilità o di ridotta efficienza riscontrabili a livello nazionale (similmente a quanto previsto nel diritto della concorrenza ex art. 11, co. 6 del reg. 1/2003). In tal modo, si potrebbe non solo costruire un modello maggiormente coerente con l'art. 114 TFUE, ma anche garantire una convergenza di approcci

product oversight governance (POG) ne costituisce un esempio diretto: all'esito di un'attività ispettiva che aveva rilevato carenze nell'implementazione del Regolamento n. 45/2020, l'Istituto ha articolato la propria risposta in fasi sequenziali – pubblica consultazione, pubblicazione delle aspettative, verifica differita della conformità – costruendo uno schema di vigilanza integrata che privilegia la prevenzione guidata rispetto alla repressione immediata, nel rispetto della cornice europea definita dalle linee guida EIOPA.

²⁷ Un esempio concreto espressione di (regolazione e) vigilanza collaborativa sono le *sandboxes*, quadri operativi che consentono di testare tecnologie, prodotti, servizi o modelli innovativi per un periodo di tempo delimitato e all'interno di settori sottoposti a vigilanza normativa. Sul tema si veda V. VINCI e S. RANCHORDAS, *Regulatory sandboxes and innovation-friendly regulation: between collaboration and capture*, in *Italian Journal of Public Law*, 2024, I, 107 e ss.

all'interno del mercato europeo.

6. Sull'importanza della vicinanza agli intermediari e ai territori

Tenendo conto delle considerazioni precedenti, va sottolineato che le autorità nazionali non sono chiamate alla sola collaborazione, ma ad un effettivo coordinamento, quale strumento necessario per promuovere l'allineamento delle prassi di vigilanza.

Esiste già un'attività di armonizzazione e coordinamento svolta da parte dell'autorità UE, quindi con un approccio verticale (*top/down*). Invero, un rafforzamento delle competenze delle autorità nazionali quali attori rilevanti al fianco dell'Autorità UE dovrà svolgersi attraverso un'attività di coordinamento *orizzontale* che preveda meccanismi di intervento della seconda solo in casi di necessità, per es. attraverso un potere di avocazione.

In tale contesto, verrebbe valorizzata la loro capacità "mediatrice" nell'ambito dell'articolato sistema di governance multilivello: infatti, la migliore comprensione da parte delle ANC dei modelli di business degli operatori nazionali nonché dei profili di vulnerabilità degli utenti, potrebbe essere messa al servizio dell'intero *network* di vigilanza europeo, basato su una convergenza sostanziale e procedurale²⁸. L'autorità nazionale diverrebbe così un corpo intermedio, strumentale alla funzionalità del sistema di vigilanza europeo e l'avocazione dei poteri costituirebbe l'*extrema ratio*, da attivarsi esclusivamente a fronte di perduranti disomogeneità valutative che minano il *level playing field*.

Esempio virtuoso che potrebbe prendersi ad ispirazione è quello della costituzione dello *European Competition Network (ECN)*²⁹, funzionale alla convergenza sostanziale e procedurale nell'esercizio

²⁸ V. P. DE PASQUALE, *L'European Competition Network tra rafforzamento della collaborazione e vecchi vincoli: l'attuazione in Italia della direttiva ECN+*, in *DPCE Online*, 2021.

²⁹ Il settore antitrust degli ultimi anni è sicuramente tra quelli maggiormente sperimentalisti nel panorama comunitario. Il *Network europeo delle autorità nazionali antitrust* (in Italia, AGCM), competenti ai sensi dell'art. 5 del Reg. 1/2003 per l'applicazione degli artt. 101 e 102 TFUE (nonché del relativo diritto nazionale), così come disciplinato dapprima dal Regolamento 1/2003 e poi dalla direttiva (UE) 2019/1 (cd. ECN+, che conferisce alle autorità nazionali garanti della concorrenza poteri di applicazione più efficace e che assicura il corretto funzionamento del mercato interno) ne è un esempio.

della normativa antitrust da parte degli Stati Membri. Come precisato, l'assegnazione via congiunta degli oneri di attuazione del diritto antitrust europeo ad ANC e Commissione – operanti, all'interno del Network, secondo un sistema di competenze parallele – hanno condotto all'attuale sistema di enforcement multi-livello nel diritto della concorrenza UE.³⁰

In sostanza, l'esperienza del *Network europeo delle autorità nazionali antitrust* avvalora la validità di un approccio che valorizza l'attribuzione di poteri ad autorità che si collocano a livello "territoriale", sia pur nell'ambito di un network autenticamente europeo, che applica regole di matrice eurounitaria (v. art. 11 reg. 1/2003)³¹.

Naturalmente, almeno in una fase iniziale, la riforma non dovrebbe essere troppo stringente ma privilegiare una prospettiva per piccoli passi, o un sistema a geometrie variabili. Tale approccio di ridefinizione degli assetti di vigilanza potrebbe essere inizialmente adottato nelle aree del mercato dei capitali rispetto alle quali la disciplina è già armonizzata. Potrebbe essere un buon inizio, ad esempio, sperimentare questo modello di vigilanza in relazione alle regole poste dal *Prospectus Regulation* (Reg. UE 2017/1129), o anche dalla normativa MAR e *Listing Act*, e solo successivamente – laddove si dimostra efficace – adottare il sistema di vigilanza anche nelle altre aree che ancora oggi presentano un forte disallineamento normativo.

In conclusione, va sottolineato un ultimo aspetto, che avvalora la tesi fin qui presentata.

Nonostante si stia affermando un approccio di *regulation by deregulation* - all'insegna della linearità e semplificazione delle previsioni -, è evidente come normative meno prescrittive e dettagliate determinino vuoto normativi che altri soggetti, altri formanti, dovranno riempire per specificare e interpretare la regola nell'ambito del caso

³⁰ Ampiamente sul punto A. DAVOLA, *L'AGCM e i rapporti di interdipendenza con la Commissione Europea: riflessioni sul ruolo delle Autorità Nazionali della Concorrenza a partire dalle evoluzioni normative e giurisprudenziali nel mercato digitale*, in *Diritto costituzionale*, 2022, II, 184 ss.

³¹ Tutto ciò, naturalmente, all'interno di un sistema dove la competenza accentrata è in capo alla Commissione, la quale tuttavia esercita tale prerogativa essenzialmente attraverso la cooperazione con le ANC, secondo un rapporto di interdipendenza funzionale; così A. DAVOLA, op. ult. cit., p. 186.

concreto³². Va da sé che eventuali lacune devono essere colmate e sul punto è facilmente ipotizzabile che ciò avverrà ad opera o delle autorità di vigilanza³³ oppure delle corti di giustizia, determinando prevedibili discrasie che si tradurranno ancora anche in costi elevati tra imprese che operano in piazze finanziarie diverse.

Basti pensare che in Italia il solo fenomeno del forum shopping ha determinato una perdita di capitalizzazione della Borsa da 50 miliardi!

In questa situazione assume, pertanto, rilievo essenziale un sistema di corpi intermedi, la cui autorevolezza è riconosciuta dagli operatori vigilati e dagli altri *stakeholders*, che consentono di recuperare quella vicinanza agli intermediari disciplinati e alla realtà di mercato (che per decenni ha caratterizzato l'essenza dell'attività di supervisione) e garantire un giusto equilibrio tra efficienza e garanzie. La vicinanza – intesa come conoscenza degli intermediari e dei territori – può essere in grado di bilanciare le esigenze connesse alla effettività della *rule of law* con quelle relative alla effettività ed efficacia nello svolgimento di attività di vigilanza e supervisione. Tema delicato in un periodo storico nel quale (collegandomi alle politiche dell'UE) la credibilità delle Corti è crescentemente messa in discussione.

³² Si è in presenza del problema dei cd. “spazi vuoti”, ove sia questa l'opzione prescelta dal legislatore.

³³ Da qui l'opportunità di una struttura di controllo intermedio.