

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista

di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

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

Verso la “semplificazione” della disciplina UE sui mercati finanziari: il nodo del metodo

SOMMARIO: 1. Complessità e semplificazione: quadro generale. – 2. Il sistema delle fonti e la frammentazione normativa. – 3. I valori in gioco e il problema delle tassonomie. – 4. Semplificazione vs. deregolamentazione: distinzioni concettuali. – 5. Il dibattito istituzionale: Letta, Draghi e la Commissione. – 5.1. I contributi degli operatori di mercato. – 5.2. Talune fonti accademiche. – 6. Il diritto comparato come metodo: tassonomie e definizioni. – 6.1. Il caso degli strumenti finanziari. – 6.2. Il caso degli organismi di investimento collettivo. – 7. Conclusioni.

1. Complessità e semplificazione: quadro generale

“Semplificazione” è la parola oggi più ricorrente – pur con eccezioni – nel dibattito sulle prospettive di evoluzione del diritto finanziario dell'Unione europea¹. Se ne discute fra legislatori, operatori, studiosi; il tema ricorre con assiduità nelle colonne dei quotidiani e sulle pagine dei *social network*. Le ragioni di questa attenzione per la “semplificazione” sono di immediata evidenza: il diritto finanziario dell'Unione si presenta oggi come un complesso normativo estremamente denso, eccessivamente articolato e stratificato. Come riconoscono le più recenti relazioni istituzionali (Draghi, Letta, Commissione UE)², tali eccessi gravano su mercati e operatori imponendo costi non sempre proporzionati, sì che – in un quadro internazionale di crescente concorrenza – si fa strada l'esigenza di un intervento risoluto di “semplificazione”.

¹ Il testo riprende i tratti fondamentali della relazione presentata al Convegno *L'ordinamento finanziario italiano verso il mercato unico dei capitali. Impatti per le imprese, gli intermediari, i mercati, le autorità di vigilanza*; Università Ca' Foscari, Venezia, 8-9 maggio 2025, integrata e aggiornata per tener conto di taluni sviluppi successivamente intervenuti e di alcuni scritti dell'Autore nel frattempo elaborati.

² A questo proposito, AEDBF EUROPE, *Less is More – Proposals to Simplify and Improve European Rule-Making in the Financial Services Sector*, 2025; M. DRAGHI, *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe*, 9 settembre 2024; E. LETTA, *Much more than a market – Speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens*, 18 aprile 2024.

Come spesso avviene allorché un tema cattura l'attenzione generale, il dibattito tende a infittirsi senza che vi corrisponda sempre un'adeguata profondità di riflessione metodologica. Anche la discussione sulla semplificazione del diritto finanziario dell'Unione non sfugge a questa dinamica, già osservabile in passato a proposito del FinTech e della finanza sostenibile³.

In questo contesto, la Commissione europea ha lanciato l'*Unione del risparmio e degli investimenti* (SIU)⁴, che raccoglie e rilancia, su nuove basi, il progetto di *Unione dei mercati dei capitali* (CMU). I rapporti Draghi e Letta segnalano problemi ricorrenti: la limitata profondità dei mercati europei, l'esigenza di un più efficace collegamento fra il risparmio privato e il finanziamento delle imprese, l'incompletezza dell'edificio europeo anche sotto il profilo geopolitico. La perdurante frammentazione della vigilanza e l'assenza di un complesso normativo unificato compromettono l'efficienza dell'intermediazione finanziaria a livello europeo, nonostante i progressi degli ultimi dieci anni, dopo le grandi riforme entrate in vigore negli anni 2013-2014 che hanno fatto seguito alla crisi finanziaria⁵.

³ Contemporaneamente alla pubblicazione delle relazioni Draghi e Letta, anche in Francia è stata elaborata una relazione simile: cfr. la lettera della Banca di Francia al Presidente della Repubblica nel 2024 (Banca di Francia, *Lettre au Président de la République – France et Europe*, 2024, disponibile all'indirizzo: <https://www.banque-france.fr/en/publications-and-statistics/publications/letter-president-republic-2024>).

⁴ Cfr. il comunicato stampa pubblicato dalla Commissione il 19 marzo 2025 che riassume i principali punti d'azione della cosiddetta *Unione del risparmio e degli investimenti*.

⁵ Particolare attenzione è stata dedicata al meccanismo di vigilanza unico: cfr., tra l'altro, M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *10 years of Banking Union's case-law: How did European courts shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; C. GORTSOS, *10 years of Banking Union case-law: How did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; C. BRESCIA MORRA, F. ANNUNZIATA, *The Banking Union and the decisions of the CJEU. Towards a complete legal order?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; JOOSEN, PULGAR EZQUERRA, TRÖGER, *10 years of Banking Union case law: how did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo, 2024; R. LASTRA, S. DIETZ, *Accountability of the European Banking Union. Accountability in Banking Supervision and Banking Resolution under Review*, Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo,

2. Il sistema delle fonti e la frammentazione normativa

Il quadro normativo finanziario dell'Unione si presenta fortemente frammentato sotto il profilo delle fonti. La disciplina dei mercati finanziari risulta ormai dall'intreccio fra strumenti di *soft law* e *hard law*, articolati a loro volta in livelli sempre più stratificati. In linea teorica, il metodo Lamfalussy – introdotto sul finire degli anni Novanta per assicurare un equilibrio fra norme di principio (L1) e norme prescrittive flessibili (L2) – avrebbe dovuto offrire un punto di equilibrio efficace. Nei fatti, la struttura ha subito una progressiva alterazione: il livello L1 ospita oggi regolamenti e direttive dal contenuto minuto, spesso *autoapplicabili*; il livello L2 raccoglie a sua volta atti che, per ambiguità di formulazione o per la discrezionalità lasciata alle autorità nazionali, si discostano dalla loro stessa qualificazione formale di *nomen*. Ne deriva una commistione di norme più o meno cogenti, che si sottrae alle ripartizioni formali e dà luogo a un quadro opaco, di non agevole orientamento per l'interprete⁶.

2024. Cfr. anche C. GORTSOS, *The Crédit Agricole Cases: Banking Corporate Governance and the Application of National Law by the ECB*, in Zilioli, Wojcik, (a cura di), *Judicial Review in the European Banking Union*. Cheltenham: Edward Elgar, 2021; G. LO SCHIAVO, *The ECB and its Application of National Law in the SSM*, in G. Lo Schiavo. (ed.), *L'Unione bancaria europea e il ruolo del diritto*, cit.; F. COMAN-KUND, F. AMTENBRINK, *On the Scope and Limits of the Application of National Law by the European Central Bank within the Single Supervisory Mechanism*, 33 BFLR. 133 (2018); L. BOUCON, D. JAROS, *The Application of National Law by the European Central Bank within the EU Banking Union's Single Supervisory Mechanism: A New Mode of European Integration?*, in *European Journal of Legal Studies*, 2018, vol. 10, 155-187; A. WITTE, *The Application of National Banking Supervision Law by the ECB: Three Parallel Modes of Executing EU Law?*, 21 MJECL 89 (2014); A. WITTE, K. LACKHOFF, *Art. 4 SSMR*, in Binder, Gortsos, Lackhoff e Ohler, (a cura di), *Brussels Commentary on the European Banking Union*, Baden-Baden: Beck C. H., 2022.

⁶ Per quanto riguarda le agenzie, cfr. in generale A. KREHER, *Agencies in the European Community – a step towards administrative integration in Europe*, *Journal of European Public Policy*, vol. 4, n. 2, 1997, 225-245; R. DEHOUSSE, *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, Jean Monnet Working Paper n. 2; European University Institute, 2002; D. GEADIN, R. MUÑOZ, N. PETIT (a cura di), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Cheltenham: Edward Elgar, 2005; S. GRILLER, A. ORATOR, *Everything Under Control? The "Way Forward" for European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, *European Law Review*, vol. 35, n. 3, 2010; M. SIMONCINI, *The erosion of the Meroni doctrine. The case of the European Aviation Safety Agency (EASA)*,

Vi si aggiunge l'incessante revisione degli strumenti normativi: la Direttiva Prospetto ha lasciato il campo al Regolamento Prospetto; la Market Abuse Directive è stata sostituita dal MAR; la MiFID I è stata profondamente rivista nella MiFID II/MiFIR. A ciascun rifacimento si è accompagnato un ulteriore infittirsi del dettaglio, insieme alla proliferazione di atti di livello L2 e L3. Da tale stratificazione cronologica discende un diritto non solo complesso, ma anche disomogeneo sul piano diacronico: norme di epoche differenti che coesistono e si sovrappongono.

Il complesso crescente di *soft law* prodotto dalle ESA e dalla BCE si rivela di indubbia utilità per l'applicazione della normativa, ma comprime oltre misura gli spazi dell'autoregolamentazione di mercato. Esso solleva, inoltre, rilevanti problemi di qualificazione: formalmente priva di carattere vincolante, tale produzione acquista una sua autonoma rilevanza, assumendo nei fatti una funzione paralegislativa attraverso il meccanismo del *comply or explain*. La giurisprudenza della Corte di giustizia – in particolare le cause *Fédération Bancaire Française*⁷ e i

European Public Law, XXI(2): 309-342; J.P. SCHNEIDER, *A Common Framework for Decentralised EU Agencies and the Meroni Doctrine*, 61 Administrative Law Review, 2009, 29; M. CHAMON, *EU Agencies between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea*, 48 Common Market Law Review, 2011, 1055; E. CHITI, *An Important Part of the EU's Institutional Machinery: Features, Problems and Perspectives of European Agencies*, 46 Common Market Law Review (2009), 1395.

⁷ Sentenza della Corte del 15 luglio 2021, causa C-911/19, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*, ECLI:EU:C:2021:599). Cfr. anche M. SCHOLTEN, M. GARGANTINI, “*The past is the past. The future is all that's worth discussing*” (Lord Baelish, *The Game of Thrones*). *Some reflections on the non-delegation doctrine and its impact on the ESAs powers after the CJEU decision on the FBF case*, in EU Law Enforcement Blog, 30 settembre 2021; N. DE ARRIBA SELLIER, *Upholding Romano, Eroding Meroni: The Ruling of the Court of Justice in FBF*, EU Law Live, 2021; F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, European Banking Institute Working Paper Series 2021, n. 106, 2021; H. MARJOSOLA, M. VAN RIJSBERGEN, M. SCHOLTEN, *How to exhort and to persuade with(out legal) force: challenging soft law after FBF*, Common Market Law Review, Vol. 59, 1523-1542, 2022.

suoi riflessi nazionali⁸, nonché *Balgarska*⁹ – mette in luce le tensioni di un sistema che mal si lascia ricondurre ai paradigmi tradizionali e che rende sempre più labile la linea di confine fra diritto vincolante e non vincolante (*hard* e *soft law*)¹⁰.

3. I valori in gioco e il problema delle tassonomie

La legislazione finanziaria dell'Unione non persegue un unico obiettivo lineare. Essa è plasmata da una molteplicità di finalità – integrazione del mercato, tutela degli investitori, trasparenza, stabilità finanziaria, integrità del mercato, sostenibilità e, da ultimo, digitalizzazione – che si sono sedimentate nel tempo e che possono entrare reciprocamente in tensione. Tale diversificazione genera un ordinamento talora disordinato nelle sue finalità, esposto a pressioni di carattere ideologico e privo di un'adeguata riflessione analitica sul modo in cui tradurre la triade valori-principi-regole in disposizioni coerenti e proporzionate.

Sul piano dei *valori*, la legislazione UE si è aperta di recente agli obiettivi ESG, che hanno un impatto profondo sui presupposti tradizionali della regolamentazione basata sull'efficienza di mercato. La recente proposta di modifica attraverso la *direttiva Omnibus* – con la cosiddetta “direttiva Stop-the-Clock” – riflette non solo la necessità tecnica di calibrare meglio un quadro complesso, ma anche un implicito riconoscimento delle tensioni generate dall'integrazione sistematica degli obiettivi ESG: i dubbi sulla misurabilità concreta dei fattori ESG, sulla loro compatibilità con i principi tradizionali di efficienza economica e sul rischio di un uso strumentale delle etichette di sostenibilità stanno mettendo a dura prova la fattibilità del nuovo paradigma¹¹.

⁸ Conseil d'État (Francia), 9a Sezione, sentenza del 21 dicembre 2021, n. 415550, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)* (ECLI:FR:CECHS:2021:415550.20211221).

⁹ Sentenza della Corte (Quarta Sezione) del 25 marzo 2021, causa C-501/18, *BT contro Balgarska Narodna Banka*, ECLI:EU:C:2021:249.

¹⁰ Cfr. N. MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing 2018.

¹¹ La direttiva Stop-the-Clock, parte del pacchetto *Omnibus I*, è stata oggetto di orientamento generale del Consiglio il 26 marzo 2025, approvata dal Parlamento il 3 aprile 2025 e adottata in via definitiva dal Consiglio il 14 aprile 2025. Essa rinvia di

In parallelo all'espansione verticale, la disciplina si estende *orizzontalmente*, a settori nuovi quali le cripto-attività (MiCA), il contrasto al riciclaggio (AMLA) e l'intelligenza artificiale (AI Act). Tale processo non procede sempre in modo ordinato e solleva il problema, davvero centrale, delle tassonomie e della corretta delimitazione degli ambiti applicativi. Il diritto finanziario dell'Unione poggia su definizioni fragili: nozioni di base quali “strumento finanziario”, “deposito”, “concessione di credito” oppure “organismo di investimento collettivo” restano prive di una definizione autonoma e compiuta a livello europeo, alimentando incertezza interpretativa e una produzione incessante di *soft law* compensativo.

4. Semplificazione vs. deregolamentazione: distinzioni concettuali

Un chiarimento terminologico preliminare è essenziale, muovendo dalla lingua inglese che è quella nella quale si negozia la pressoché totalità dei testi della legislazione finanziaria UE. Nei principali dizionari della lingua inglese, *simplification* indica il processo che rende qualcosa meno complicato o più facile da capire e applicare – una definizione costruita per differenza, non in termini positivi. La *deregulation*, invece, indica la rimozione di controlli e regole da un'attività: ciò che era soggetto alla legge viene sottratto alla sua applicazione. La deregolamentazione, quindi, incide sulla *portata* di ciò che è regolamentato, mentre la semplificazione riguarda la *forma e il metodo* attraverso cui la regolamentazione è redatta e attuata. La prima appartiene al dominio della politica; la seconda a quello della metodologia giuridica.

Nell'agenda politica dell'UE, la formula “semplificazione senza deregolamentazione” è diventata uno *slogan* ricorrente. Tuttavia, come dimostrano esempi concreti tratti dal diritto dei mercati dei capitali, il confine tra le due è spesso poroso. Il *Listing Act* introduce prospetti più brevi e accessibili: misura di pura semplificazione. Ma lo stesso *Listing*

due anni gli obblighi di rendicontazione sulla sostenibilità e di un anno gli obblighi di *due diligence* previsti rispettivamente dalla direttiva sulla rendicontazione sulla sostenibilità delle imprese (CSRD) e dalla direttiva sulla due diligence in materia di sostenibilità delle imprese (CS3D) per alcune categorie di società. Le modifiche al Regolamento Tassonomia sono oggetto di un atto delegato separato nell'ambito del pacchetto Omnibus I.

Act contiene disposizioni ambigue: l'aumento delle soglie di segnalazione delle operazioni PDMR da 5.000 a 20.000 EUR alleggerisce gli oneri amministrativi ma restringe l'ambito delle operazioni soggette a segnalazione, producendo anche un effetto di deregolamentazione.

Per distinguere tra le due, è possibile applicare un semplice test analitico:

- se l'obiettivo sostanziale di una norma rimane intatto dopo la riforma, la misura è una semplificazione;
- se l'ambito di applicazione o lo standard della regolamentazione sono ridotti, la misura si qualifica come deregolamentazione;
- quando si verificano entrambe le condizioni, la riforma è una combinazione delle due.

La distinzione qui tracciata non implica che la deregolamentazione sia in sé da rifuggire. La dottrina (Zetzsche) ha mostrato come una deregolamentazione mirata possa risultare proficua. Le ambiguità terminologiche rischiano, però, di trasformare la semplificazione in una categoria onnivora, idonea a giustificare pressoché ogni forma di intervento legislativo: dal consolidamento più prudente alle misure di portata più incisiva. Tali ambiguità, sovente trascurate, esigono di restare al centro di ogni riflessione sul futuro della legislazione finanziaria dell'Unione.

5. Il dibattito istituzionale: Letta, Draghi e la Commissione

Sul piano istituzionale, il tema della semplificazione assume rilievo centrale nelle recenti relazioni di Enrico Letta e Mario Draghi, nonché nella comunicazione della Commissione europea, che vi ravvisano uno snodo essenziale della strategia dell'Unione per la competitività e l'integrazione¹².

¹²E. LETTA, *Much more than a Market* (aprile 2024) www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf (consultato il 20.10.2025); M. DRAGHI, *Una strategia di competitività per l'Europa* (settembre 2024) https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059 (consultato il 20.10.2025); COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Europa più semplice e più veloce: comunicazione sull'attuazione e la semplificazione* (febbraio 2025)

Il *rapporto Letta* (aprile 2024) individua nell'eccessiva complessità della normativa dell'Unione uno dei principali ostacoli al completamento del mercato unico. I richiami alla semplificazione vi ricorrono con frequenza, sebbene il confine con la deregolamentazione appaia spesso incerto. L'orientamento di fondo resta tuttavia nitido: la semplificazione viene presentata come obiettivo prioritario per rilanciare l'integrazione europea, con la proposta di ridurre il numero degli atti legislativi dell'Unione attraverso la codificazione.

La *relazione Draghi* (settembre 2024) propone un'analisi comparata degli oneri normativi gravanti sulle imprese europee a fronte di quelli sopportati dalle imprese statunitensi. Esso ravvisa nella perdurante frammentazione della vigilanza e nelle divergenze normative le cause principali dell'inefficienza, rilevando come l'assenza di un'autorità unica di regolamentazione e di un complesso normativo unitario comprometta l'attività di intermediazione. Si auspica, inoltre, un riesame dei requisiti prudenziali e di trasparenza per le cartolarizzazioni, considerati eccessivamente rigorosi rispetto ad altre classi di attività.

La comunicazione della Commissione europea “*Un'Europa più semplice e più veloce*” (febbraio 2025) traduce queste indicazioni in un quadro operativo incentrato su undici proposte di semplificazione, con pacchetti *omnibus* volti ad affrontare le interazioni tra diversi atti legislativi.

Anche dall'interno dell'Eurosistema è venuto un sostegno alla semplificazione. Con una lettera congiunta alla Commissione, i governatori delle banche centrali di Francia, Spagna, Italia e Germania hanno auspicato una disciplina bancaria più semplice, precisando tuttavia che semplificazione non deve tradursi in deregolamentazione¹³. La BCE ha istituito nel 2025 una *task force* di alto livello incaricata di proporre semplificazioni mirate dei requisiti prudenziali, di vigilanza e

www.europarl.europa.eu/cmsdata/293146/item%2013_Simplification_Communicati_on_en.pdf (consultato il 20.10.2025).

¹³JOSE LUIS ESCRIVA, JOACHIM NAGEL, FABIO PANETTA, FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU, *Letter on simplification* (5 febbraio 2025) https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2025/Letter_on_simplification.pdf?language_id=1 (consultato il 20.10.2025).

di segnalazione, fermo restando il mantenimento degli standard di solvibilità¹⁴.

Un contributo strutturato proviene dal Parlamento europeo attraverso il briefing dell'Unità EGOV “*Simplification, not deregulation?*”. Il documento identifica tre rischi critici dell'ambiguità in discussione: primo, l'erosione progressiva delle garanzie sotto le spoglie della semplificazione; secondo, il rischio di arbitraggio regolamentare e frammentazione, con la reintroduzione delle divergenze che il Mercato Unico era stato progettato per eliminare; terzo, un pregiudizio conservatore insito negli stessi regolatori, che rischia di ridurre la semplificazione a una razionalizzazione di superficie, evitando le questioni strutturali più profonde¹⁵.

5.1. I contributi degli operatori di mercato

Due contributi spiccano, in particolare, nel dibattito di matrice operativa: il rapporto “*Less is More*” e la relazione “*Simply Competitive*” della Federazione bancaria europea (EBF). Il primo ravvisa due cause all'origine della complessità¹⁶: l'inflazione dei testi normativi e il progressivo trasferimento dell'autorità normativa dai co-legislatori alle istituzioni e alle agenzie dell'Unione, rilevando in particolare la degenerazione del processo Lamfalussy con un eccessivo

¹⁴ Tra gli altri, il vicepresidente della BCE, il governatore della Banque de France, il presidente della Deutsche Bundesbank, il governatore della Banca d'Italia, il vicepresidente del Comitato europeo per il rischio sistemico e un membro del consiglio di vigilanza della BCE. La *High-Level Task Force on Simplification*, presieduta dal Vicepresidente della BCE Luis de Guindos, è stata istituita dal Consiglio direttivo della BCE nel marzo 2025; cfr. anche P. MONTAGNER, *Interview with Revue Banque*, condotta il 7 maggio 2025 e pubblicata il 28 maggio 2025, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2025/html/ssm.in250528~b945e7e456.en.html> (consultato il 20.10.2025).

¹⁵ R. MAZZOCCHI e K. G. SPITZER, *Simplification, not deregulation? Unpacking the debate on simplification and regulatory burden for European banks*, analisi approfondita, PE 764.389, Parlamento europeo, Direzione generale Economia, trasformazione e industria (settembre 2025) [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764389/ECTI_IDA\(2025\)764389_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764389/ECTI_IDA(2025)764389_EN.pdf) (consultato il 20.10.2025).

¹⁶ AEDBF EUROPE, *Less is More – Proposals to Simplify and Improve European Rule-Making in the Financial Services Sector*, 2025, <https://www.eacb.coop/en/studies/eacb-studies/less-is-more.html>

rigonfiamento della legislazione L3, prodotta in assenza di adeguate forme di controllo democratico. Il secondo dà voce alle preoccupazioni degli operatori di mercato a fronte della crescente complessità, con particolare riferimento all'impatto sproporzionato sulle banche di minori dimensioni e sugli istituti a vocazione domestica. Entrambe le relazioni, tuttavia, sovrappongono di frequente i piani della semplificazione, della deregolamentazione e della proporzionalità, segnalando un'incertezza metodologica significativa¹⁷.

5.2. *Talune fonti accademiche*

Dirk A. Zetzsche, in *“The Case for Targeted Deregulation of Finance”*, propone un approccio di “deregolamentazione mirata”: una deliberata riduzione, regola per regola, dei requisiti che non soddisfano una logica disciplinata di costi-benefici. Lungi dall'essere un appello ideologico a “tagliare le regole”, la proposta mira a rafforzare gli obiettivi accettati della regolamentazione finanziaria. Il documento sviluppa un test di deregolamentazione in tre fasi: (i) i costi della norma per l'impresa superano i benefici per l'impresa; (ii) i costi per l'impresa superano i benefici per la società; (iii) i costi per la società superano i benefici per la società. Se tutte e tre le condizioni sono soddisfatte, la deregolamentazione è giustificata. La conclusione è provocatoria ma metodologicamente rigorosa: “in caso di dubbio, deregolamentare” – quando le prove non sono sufficienti a giustificare un onere, il default dovrebbe essere l'abrogazione¹⁸.

Deirdre Ahern, in *“The New Anticipatory Governance Culture for Innovation”*, propugna un mutamento di paradigma: in luogo di reagire con ritardo alle perturbazioni tecnologiche, le autorità dovrebbero adottare una governance anticipatoria fondata su tre pilastri reciprocamente complementari – *lungimiranza normativa*, *sperimentazione normativa* e *apprendimento normativo* – sostenuti da un processo decisionale ciclico e da forme di coinvolgimento

¹⁷ EUROPEAN BANKING FEDERATION, *Simply Competitive*, 2025, <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/updates/simply-competitive/>

¹⁸ D.A. ZETZSCHE, *The Case for Targeted Deregulation of Finance* (2024), FutureFinTech Working Paper Series No. 2024-05.

partecipativo. Il modello presenta particolare rilievo nel quadro delle tecnologie finanziarie in rapida evoluzione¹⁹.

Una rilevante iniziativa accademica curata da Rüdiger Veil raccoglie studiosi di diritto finanziario dell'Unione con il proposito di *codificare* il diritto dei mercati dei capitali in una disciplina coerente, riunendo in un unico testo strumenti quali il prospetto, la trasparenza, il MAR e la MiFID II/MiFIR. Si tratta di un progetto intellettualmente ambizioso e metodologicamente articolato, fondato su un approccio “dall'alto” (top-down) volto a estrarre principi comuni (proporzionalità, “investitore ragionevole”, sensibilità al prezzo) idonei a orientare tanto la redazione quanto l'interpretazione delle norme. Pur affascinante sul piano teorico, esso rischia tuttavia di approdare a un'unificazione elegante quanto fragile, ove non sia sorretto da un'attenta analisi comparata che muova dal basso (bottom-up), ricostruendo i modi in cui il diritto dell'Unione viene concretamente interpretato e applicato negli ordinamenti nazionali²⁰.

6. *Il diritto comparato come metodo: tassonomie e definizioni*

Al centro del problema della semplificazione si pone la questione delle tassonomie concettuali. Le ambiguità che gravano sulle definizioni di base – “strumenti finanziari”, “organismi di investimento collettivo”, “deposito”, “concessione di credito” – minano l'intera impalcatura del diritto finanziario dell'Unione. Le divergenze fra gli Stati membri sul significato dei termini chiave generano inefficienze, favoriscono pratiche di *forum shopping* e sollecitano l'attivismo giurisprudenziale. La copiosa produzione di precedenti della Corte di giustizia nell'ultimo decennio in materia bancaria e finanziaria è chiaro indice di un sistema che non riesce a esprimere norme sufficientemente

¹⁹ Cfr. D. AHERN, *The New Anticipatory Governance Culture for Innovation: Regulatory Foresight, Regulatory Experimentation and Regulatory Learning* (2025), 26 *European Business Organization Law Review* 241-283.

²⁰ Rüdiger Veil (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union: Volume I — Fundamentals of a European Code* (Oxford: Oxford University Press, 2024); Rüdiger Veil (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union: Volume II — Market Conduct and Corporate Disclosure in a European Code* (Oxford: Oxford University Press, 2025).

chiare e autosufficienti, e che cerca nell'intervento del giudice un surrogato di una legislazione incerta.

La semplificazione deve dunque muovere dal basso: affinando i concetti, armonizzando le definizioni, ricostruendo le tassonomie. A tal fine si profilano due approcci principali. Il primo, di tipo “dall'alto” (top-down), si traduce nella riconcettualizzazione del diritto finanziario a partire da astrazioni teoriche, frutto di elaborazioni intellettuali che possono giovare di diverse prospettive, compresa quella dell'analisi economica del diritto. Il secondo, di tipo “dal basso” (bottom-up), si fonda sulla comparazione giuridica: il riassetto del diritto dell'Unione dei mercati dei capitali deve fondarsi su una rigorosa analisi comparata del modo in cui le norme europee sono concretamente applicate e interpretate a livello nazionale, negli Stati membri. È quest'ultima via che offre, a nostro avviso, le maggiori garanzie di successo.

Il metodo comparato applicato al diritto finanziario dell'Unione impone di rinvenire una “tradizione giuridica comune” agli Stati membri come presupposto di qualsiasi opera di semplificazione o codificazione. Esso richiede di esaminare in che modo il diritto nazionale risponda a problemi specifici, ponendo in relazione la legislazione europea con le tradizioni giuridiche degli ordinamenti interni e ricostruendo come il diritto dell'Unione sia in concreto applicato, tanto in via diretta quanto per il tramite del recepimento nelle legislazioni nazionali. L'analisi storica è parte integrante di tale esercizio: comprendere come i sistemi giuridici si siano evoluti è imprescindibile per cogliere le ragioni per le quali talune soluzioni normative hanno attecchito in certi ordinamenti e non in altri.

Un'analisi comparata rigorosa, attenta alla giurisprudenza nazionale e alle prassi di mercato, trasforma la semplificazione in un esercizio di ragionamento giuridico fra ordinamenti diversi, idoneo a costruire convergenza anziché a imporre uniformità. L'approccio “dall'alto”, per converso, rischia di accentuare la frammentazione: le tradizioni giuridiche nazionali, applicate dalle amministrazioni e dai giudici degli Stati membri, finiranno per reagire come anticorpi, rifiutando di cedere il passo a nozioni elaborate su un piano più teorico o sovranazionale che mal si adattino alle tradizioni locali. La definizione di “strumenti finanziari” e quella di “organismi di investimento collettivo” offrono un esempio concreto di tali difficoltà.

6.1. Il caso degli strumenti finanziari

La definizione di “strumento finanziario” è il perno attorno al quale ruotano alcune delle questioni più delicate del diritto dei mercati dei capitali dell'UE²¹, come dimostra il dibattito sul confine tra MiFID II e MiCAR²².

L'articolo 4(1)(15) della MiFID II definisce gli strumenti finanziari rinviando all'elenco formulato nella sezione C dell'allegato I: *valori mobiliari*, strumenti del mercato monetario, quote di organismi di investimento collettivo, strumenti derivati e quote di emissione. Si tratta di un elenco di carattere tendenzialmente tassativo, non privo tuttavia di margini di elasticità.

Il problema fondamentale è che la MiFID, nel definire gli strumenti finanziari, si basa su nozioni fondamentali che sono *al di fuori* del suo ambito di applicazione e che sono lasciate al diritto degli Stati membri. Questo è un punto cruciale: per stabilire cosa si intende per “valore mobiliare”, gli elementi che definiscono le sotto-nozioni di “azione”, “obbligazione”, “titolo di debito” devono essere ricercati nelle legislazioni degli Stati membri: una lettura recentemente confermata dalla Corte di giustizia nella causa C-627/23 (*Commune de Schaerbeek e Commune de Linkebeek v Holding Communal SA*, 9 gennaio 2025). La sentenza è talora letta come affermazione di una nozione autonoma e onnicomprensiva di “valore mobiliare” di diritto UE: lettura, a nostro

²¹ Cfr., tra gli altri, M. LEHMANN, *MiCAR-Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?*, EBI Working Paper Series 160, 2024; M. LEHMANN, F. SCHINERL, *The Concept of Financial Instruments: Drawing the Borderline between MiFID and MiCAR*, *Capital Markets Law Journal*, vol. 19, n. 4, novembre 2024, pp. 330-351; P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in *ECFR*, 2023; T. VAN DER LINDEN, T. SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?* in *Financial Innovation*, 2023; T. TOMCZAK, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, vol. 17, n. 3, 2022, pp. 365-382; C. GORTSOS, *The Commission's 2020 Proposal for a Markets in Crypto-Assets Regulation ("MiCAR")*: *A Brief Introductory Overview*, 2021. Cfr. anche D. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, *The EU Law on Crypto-Assets. A Guide to European FinTech Regulation*, Cambridge University Press, 2025.

²² Cfr. F. ANNUNZIATA, *Taxonomy of crypto-assets and capital markets. Idee iniziali per un confronto tra Stati Uniti e Unione Europea*, in *Giur. comm.*, 2024, II, 903 ss.

avviso, fuorviante. La Corte (par. 32) afferma esplicitamente che la disposizione “non fornisce alcuna indicazione” sul significato dei termini “securities” e “capital market”; le sotto-nozioni di azione, obbligazione, titolo equivalente restano quindi definite dal diritto nazionale. La “lettura ampia” affermata al par. 33 riguarda soltanto il requisito ulteriore della negoziabilità, e la verifica concreta è espressamente rimessa al giudice nazionale (par. 39).

Come riconosce espressamente l'ESMA nelle sue Linee guida sulla qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari, “il meccanismo di trasposizione non consente che le prassi e le interpretazioni siano pienamente allineate a livello nazionale per quanto riguarda l'esatto perimetro della definizione di strumento finanziario. Gli Stati membri, nel recepire la MiFID II nel diritto nazionale, non hanno definito il termine strumento finanziario in modo pienamente armonizzato.” Alcune autorità nazionali utilizzano un elenco restrittivo di esempi per definire i valori mobiliari; altre ricorrono a definizioni basate su concetti. Ne derivano variazioni significative tra le autorità nazionali competenti in merito a ciò che costituisce uno strumento finanziario.

Considerando in dettaglio la nozione di *valore mobiliare*, definita dall'art. 4(1)(44) MiFID II come “le categorie di valori che sono negoziabili sul mercato dei capitali”, è possibile individuare almeno tre elementi caratterizzanti: (i) l'appartenenza a una “categoria di valori”; (ii) la negoziabilità; (iii) il requisito negativo di non essere uno strumento di pagamento. Nessuno di questi tre elementi è privo di ambiguità interpretative. Riguardo alla “categoria”, la MiFID II non definisce esplicitamente cosa costituisca una categoria di valori, e nemmeno altre disposizioni di legge o misure di soft law forniscono tale definizione. Quanto alla “negoziabilità”, l'indagine ESMA del 2018 ha rivelato che alcune autorità nazionali la interpretano come “trasferibilità” (assenza di ostacoli giuridici al trasferimento), mentre altre come “tradabilità” (capacità di essere liberamente negoziato). La Corte di giustizia, nella causa C-627/23, ha affermato che non è la possibilità di negoziare senza restrizioni sul mercato dei capitali a costituire la caratteristica essenziale, bensì la possibilità di negoziare tra offerenti e potenziali investitori, ma le espressioni “impossibile” o “estremamente difficile” utilizzate dalla Corte richiederebbero a loro volta una migliore qualificazione.

Da tale quadro emerge una situazione di disciplina a “doppio livello” nella definizione degli strumenti finanziari: diritto nazionale e MiFID si intrecciano, dando luogo a molteplici complessità. In quale modo si possa affrontare il problema con il metodo comparato? Si è dell'avviso che la definizione di “valore mobiliare” debba essere riformulata muovendo dalla comune comprensione di quanto, nel diritto interno, sia effettivamente qualificabile come azione, obbligazione o titolo affine, tenendo conto delle tradizioni locali e della loro evoluzione storica. Analogamente, una nozione condivisa degli ulteriori elementi della definizione – “categoria di valori” e “negoziabilità” – dovrebbe scaturire dall'esame del modo in cui tali criteri vengono intesi e applicati, in primo luogo, a livello nazionale, ponendo a raffronto le tradizioni dei diversi Stati membri. Il richiamo alla giurisprudenza nazionale è imprescindibile per comprendere come il diritto degli Stati membri applichi in concreto le nozioni in esame, non sul piano teorico, bensì su quello operativo.

Anche la questione dell’“investment function” – elemento non esplicitato in MiFID II ma invocato da alcune autorità nazionali (secondo quanto risulta dall'indagine condotta dall'ESMA nel 2018 presso le autorità nazionali competenti) come requisito necessario per la qualificazione di valori mobiliari – esemplifica l'utilità del metodo comparativo. Invece di introdurre tale requisito su base puramente intellettuale o “top-down”, è preferibile verificare se, nel diritto nazionale, tale requisito sia effettivamente considerato necessario per la qualificazione di un'attività come rilevante. Un'analisi comparativa rivelerebbe che la “funzione di investimento” è attualmente più chiaramente rilevante per le definizioni nazionali funzionali ai regimi locali che integrano la legislazione UE – il *prodotto finanziario* italiano, l'*Anlage* tedesco, il *beleggingsinstrument* olandese – e che un eventuale recepimento a livello L1 dovrebbe muovere da questo patrimonio comune.

6.2. Il caso degli organismi di investimento collettivo

Un secondo esempio emblematico concerne la definizione di “organismo di investimento collettivo” (OIC). Si tratta di uno degli istituti centrali del diritto dei mercati dei capitali dell'Unione: i fondi UCITS rappresentano uno dei pochi settori nei quali il Mercato Unico

ha raggiunto un grado di integrazione soddisfacente, dando vita a un prodotto scalabile e ampiamente commercializzato in tutta l'Unione. Sorprende, dunque, che permanga scarsa chiarezza in ordine all'effettiva nozione di OIC sul piano definitorio.

La definizione vigente va ricercata in due complessi normativi: da un lato, la “vecchia” definizione di OIC (UCITS) originariamente introdotta nella Direttiva UCITS del 1985 (Dir. 85/611/CEE) e oggi rifiuta nella Dir. 2009/65/CE (UCITS IV), come successivamente modificata; dall'altro, la nozione di fondo di investimento alternativo introdotta dalla Direttiva AIFM del 2011, che oggi costituisce la definizione generale. L'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della Direttiva AIFM definisce gli AIF come “organismi di investimento collettivo, compresi i relativi compartimenti, che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori” e che non richiedono autorizzazione ai sensi della direttiva UCITS.

Si tratta di una definizione notoriamente lata. Rispetto alla direttiva UCITS, la nozione formulata dall'AIFMD risulta finanche meno distintiva: il termine “pubblico” è stato sostituito dal riferimento a una “pluralità” di investitori; nulla è detto sul meccanismo di rimborso o riacquisto delle quote; nulla è detto sulla forma giuridica dell'organismo (contrattuale, societaria o di trust), che la Direttiva UCITS evocava invece almeno richiamando le principali tipologie discendenti dalle tradizioni giuridiche europee. Gli atti L2 dell'AIFMD non recano contributi di particolare rilievo. Gli Orientamenti ESMA sull'ambito di applicazione delle nozioni-chiave dell'AIFMD hanno cercato di colmare la lacuna, individuando caratteristiche cumulative (assenza di scopo commerciale o industriale generale; raccolta di capitali a fini di investimento; assenza di discrezionalità o di controllo quotidiano in capo ai detentori delle quote); così facendo, tuttavia, hanno introdotto elementi estranei alla definizione di livello L1 – quale la nozione di “controllo quotidiano” – che esigono a loro volta di essere chiariti.

Le ricadute pratiche di tale vaghezza definitoria sono significative: la delimitazione del perimetro applicativo della Direttiva AIFM rispetto a fattispecie limitrofe (gestione di portafogli, holding companies, family offices, club deals) rimane incerta. Le prassi di mercato variano sensibilmente fra gli Stati membri, e la soft law non vale a colmare le carenze radicate nella legislazione di livello L1. Come per gli strumenti

finanziari, un approccio comparato rigoroso – che esamini il modo in cui i diversi sistemi nazionali qualificano in concreto gli organismi di investimento collettivo, tenendo conto delle tradizioni di *civil law* e *common law* – rappresenta la via maestra per la costruzione di un’architettura di concetti e nozioni-base che sia a un tempo più chiara, più robusta e meno esposta a derive interpretative.

In definitiva, il metodo comparato assolve una duplice funzione nel processo di semplificazione: da un lato, individua il “terreno comune” esistente fra gli Stati membri, riducendo il rischio di frammentazione interpretativa e di regimi nazionali divergenti; dall’altro, attenua la necessità di ricorrere al sindacato giurisdizionale, poiché le norme costruite a partire dalla concreta realtà giuridica degli ordinamenti nazionali risultano più agevolmente accolte e applicate dai giudici e dalle autorità di vigilanza. In questo senso, il metodo comparato non rappresenta un orpello accademico, bensì costituisce uno strumento tecnico-giuridico che si ritiene indispensabile per ogni riforma duratura del diritto finanziario dell’Unione. Il suo impiego sistematico dovrebbe configurarsi come premessa – e non come postilla – di qualsiasi iniziativa di codificazione o semplificazione.

7. Conclusioni

La domanda di “semplificazione” della legislazione dell’Unione in materia di mercati finanziari esprime un’esigenza profondamente radicata nell’architettura giuridica dell’Unione stessa: quella di conciliare la densità tecnica della disciplina con l’istanza, di rango costituzionale, di chiarezza, coerenza e responsabilità. Come emerge dall’analisi sin qui condotta, la semplificazione non può essere ridotta a deregolamentazione né a mera riduzione quantitativa delle norme: essa configura una disciplina di metodo, prima ancora che una formula politica. In gioco non è il numero delle disposizioni, bensì la qualità dell’ordinamento: la sua comprensibilità, la sua coerenza e la proporzionalità della sua struttura.

Un primo profilo concerne la terminologia. “Semplificazione”, “deregolamentazione” e “codificazione” vengono di frequente confuse, eppure operano su piani distinti: la semplificazione attiene alla forma e all’organizzazione; la deregolamentazione, alla portata; la *better regulation* allo scopo e all’effetto. Ove tali termini non vengano

impiegati con coerenza, la semplificazione rischia di tradursi in un alibi per un arretramento di stampo deregolatorio. Rettamente intesa, essa è il processo che mira a rendere le norme più agevoli da interpretare e da applicare, non a indebolire le garanzie di carattere sostanziale.

Un secondo profilo concerne il metodo. Una semplificazione priva di metodo si riduce a operazione di mera facciata. La complessità della legislazione finanziaria richiede un approccio strutturato, fondato su tre cardini: disciplina terminologica, coerenza interna e verifica empirica. La vera sfida sta nel tradurre tali principi nella prassi legislativa: attraverso una redazione più nitida, la riduzione delle sovrapposizioni e una revisione sistematica dell'imponente massa di soft law che oggi supplisce alle ambiguità di livello L1. La semplificazione presenta, inoltre, una dimensione istituzionale: l'architettura Lamfalussy, pur concepita per assicurare flessibilità, ha generato una proliferazione di atti delegati e interpretativi. Per riequilibrare tale struttura occorre una più nitida ripartizione delle competenze normative fra co-legislatori, Commissione ed ESA, accompagnata da un ripensamento della dottrina Meroni.

Il nodo del problema si annida tuttavia nelle tassonomie concettuali. Le ambiguità che gravano sulle definizioni di base – “strumenti finanziari”, “organismi di investimento collettivo”, “deposito” – minano l'intera impalcatura del diritto finanziario dell'Unione. La semplificazione deve dunque muovere dal basso: affinando i concetti, armonizzando le definizioni e ricostruendo le tassonomie sulla base di una seria analisi comparata del modo in cui le norme dell'Unione vengono in concreto interpretate e applicate negli ordinamenti nazionali. Il “terreno comune” giuridico che l'indagine comparata è in grado di portare alla luce costituisce l'unica base solida per una vera semplificazione: senza di esso, la codificazione rischia di approdare a un'unificazione elegante ma fragile, destinata a infrangersi contro la resistenza dei giudici e delle autorità di vigilanza nazionali.

La semplificazione possiede, infine, una dimensione costituzionale: essa è espressione del dovere dell'Unione di legiferare in modo comprensibile per coloro che sono soggetti alla sua autorità. Essa deve trasformarsi in una funzione permanente di governo della legislazione, non già risolversi in interventi episodici o in pacchetti omnibus. Richiede una revisione istituzionalizzata, circuiti di riscontro e meccanismi di apprendimento che trasformino la semplificazione da

promessa politica in canone giuridico duraturo. In definitiva, la semplificazione non è arte della sottrazione, bensì arte della chiarezza concettuale: restituire all'ordinamento dei mercati dei capitali dell'Unione leggibilità e affidabilità, sì che la sua logica possa orientare i comportamenti senza rimanere oscura.