



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA
SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI
CORSO DI DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO
Curriculum internazionalistico

XXXV ciclo

Tesi in
Diritto commerciale

La product intervention nei mercati finanziari e assicurativi

Candidata:

Dott.ssa Alessia Mistretta

Tutor:

Chiar.mo Prof. Michele Siri

Ai miei genitori

INDICE

INTRODUZIONE	1	
CAPITOLO I:		
GLI STRUMENTI DI <i>INVESTOR PROTECTION</i> NELLA DISCIPLINA		
EUROUNITARIA		2
1.1. Gli strumenti di protezione dell'investitore prima della MiFID II.....	2	
1.1.1. Prima di MiFID II: trasparenza informativa e regole di comportamento	8	
1.1.2. Le criticità di questo modello e la necessità di un nuovo approccio	12	
1.2. Il rafforzamento degli strumenti con MiFID II.....	19	
1.2.1. (segue) <i>la product governance</i>	22	
1.2.2. (segue) <i>la product intervention</i> (rinvio).....	26	
1.3. Le misure adottate dalle Autorità nazionali competenti prima dell'entrata in vigore della disciplina eurounitaria	26	
1.4. <i>Product intervention</i> : novità?	30	
CAPITOLO II:		
LA DISCIPLINA DI <i>PRODUCT INTERVENTION</i>		35
2.1. Le Autorità di supervisione europee	35	
2.1.1. Il fondamento "costituzionale" delle Autorità	40	
2.2. La disciplina di <i>product intervention</i>	47	
2.2.1. La disciplina di <i>product intervention</i> : il quadro normativo	48	
2.2.2. La disciplina di <i>product intervention</i> : i Regolamenti istitutivi delle Autorità di supervisione europee	51	
2.2.3. Il campo di applicazione soggettivo	52	
2.2.4. Il campo di applicazione oggettivo.....	55	
2.2.5. I poteri di intervento delle Autorità europee.....	61	
2.2.6. I poteri di intervento delle Autorità nazionali.....	68	
2.2.7. Il coordinamento tra Autorità	73	
2.2.8. Criteri per l'applicazione: gli atti delegati della Commissione	75	

2.3. Il rapporto tra le Autorità di supervisione europee e nazionali nell'adozione dei poteri di intervento.....	79
2.4. Il recepimento della disciplina nazionale (Italia)	81
 CAPITOLO III:	
<i>PRODUCT INTERVENTION: APPLICAZIONI</i>	85
3.1. Verso l'adozione delle prime misure di <i>product intervention</i>	85
3.1.1. (segue): intervento sulle <i>binary option</i>	89
3.1.2. (segue): intervento sui <i>contract for difference</i>	93
3.2. L'adozione delle prime misure	96
3.3. Il mancato rinnovo e le misure adottate dai singoli Stati Membri.....	101
3.4. Lo scenario attuale	103
3.5. Prospettive di intervento	110
 CAPITOLO IV:	
PROFILI GIURISDIZIONALI DERIVANTI DALLE MISURE DI INTERVENTO	112
4.1. Premessa	112
4.2. La sindacabilità delle misure di intervento a livello europeo	112
4.3. La sindacabilità delle misure di intervento sul piano nazionale	122
4.4. La sindacabilità del mancato intervento (cenni).....	123
CONCLUSIONI	128
BIBLIOGRAFIA	134

INTRODUZIONE

Le riforme che hanno coinvolto l'Unione Europea e i singoli Stati membri a partire dalla fine del primo decennio del Duemila, come conseguenza e in risposta alla crisi economica e finanziaria, hanno portato a profondi cambiamenti nel settore della regolamentazione del mercato finanziario. Da subito, le misure intraprese hanno riguardato una riformulazione dell'assetto della vigilanza e la predisposizione di nuove regole per la prestazione di servizi di investimento.

L'elaborato si concentra sull'analisi dei citati cambiamenti intervenuti nella regolazione della vigilanza nazionale ed eurounitaria sui mercati finanziari e nel settore assicurativo, rivolgendo particolare attenzione all'istituto della *product intervention*.

Quest'ultimo è affrontato attraverso una disamina dettagliata della disciplina nonché alla luce del più ampio quadro di riforme nel quale si inserisce, prediligendo un taglio comparato tra i diversi campi di riferimento. La finalità è quella di fornire una ricostruzione quanto più completa possibile della disciplina dell'istituto, da leggersi nel contesto del quadro istituzionale e giuridico nel quale si inserisce, nonché di vagliarne le possibili implicazioni applicative.

Con questo obiettivo, il lavoro si sviluppa in quattro capitoli. In particolare, il primo pone in rilievo come gli strumenti tradizionali di tutela dell'investitore si siano rivelati inefficaci nell'affrontare i fallimenti del mercato facendo sorgere così l'esigenza di un cambio di prospettiva che ha portato all'introduzione della *product intervention*. Con il secondo capitolo si vuole offrire un'analisi dell'istituto, sia in relazione alla sua disciplina, sia circa il suo inserimento nel quadro "costituzionale" dell'Unione Europea. Il terzo capitolo affronta lo studio delle prime misure di *product intervention* e di quelle attualmente in vigore: delineando i confini applicativi e guardando alle decisioni già adottate, un'indagine è dedicata a quali strumenti (o pratiche) potranno eventualmente rivolgersi futuri interventi. Infine, l'ultimo profilo della presente ricerca, a cui è dedicato il quarto capitolo, si concentra sul sindacato delle misure in esame, sugli organi coinvolti nella loro revisione e su quale possa essere l'oggetto di quest'ultima.

CAPITOLO I

GLI STRUMENTI DI *INVESTOR PROTECTION* NELLA DISCIPLINA EUROUNITARIA

SOMMARIO: 1.1. Gli strumenti di protezione dell'investitore prima della MiFID II - 1.1.1 Prima della MiFID II: trasparenza informativa e regole di comportamento - 1.1.2. Le criticità di questo modello e la necessità di un nuovo approccio - 1.2. Il rafforzamento degli strumenti con la MiFID II – 1.3.1. (segue) la *product governance* – 1.3.2. (segue) la *product intervention* (rinvio) - 1.4. Le misure adottate dalle Autorità nazionali competenti prima dell'entrata in vigore della disciplina eurounitaria – 1.5. *Product intervention*: novità?

1.1. Gli strumenti di protezione dell'investitore prima della MiFID II

Il processo di armonizzazione dei mercati finanziari comunitari prende un decisivo avvio con l'entrata in vigore, il 10 maggio 1993, della Direttiva 93/22/CE (c.d. Direttiva ISD, Investment Services Directive)¹. Attraverso una disciplina di armonizzazione minima si introduce il principio del mutuo riconoscimento per gli intermediari e per i mercati regolamentati: da quel momento, con l'autorizzazione dell'Autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine è permesso, agli intermediari mobiliari e ai mercati regolamentati degli Stati membri, prestare i propri servizi in via transfrontaliera.² A tal fine, la Direttiva stabilisce le condizioni alle quali può essere concessa l'autorizzazione così come i requisiti iniziali e di esercizio per le imprese di investimento, comprese le norme di comportamento. L'obiettivo era la realizzazione di

¹ In Italia, la Direttiva è stata recepita con il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 186 del 09 agosto 1996 poi confluito nel d. lgs. 28 febbraio 1998, n. 58 (il Testo Unico della Finanza). È proprio il recepimento della Direttiva comunitaria a rappresentare l'occasione per l'Italia non solo di introdurre del principio del mutuo riconoscimento per intermediari mobiliari e mercati regolamentati, ma anche per attuare una rifondazione complessiva della disciplina del mercato mobiliare, riforma che sfocerà nell'approvazione del Testo Unico del 1998. In arg., per una valutazione d'insieme, si veda, fra gli altri, G. FERRARINI – P. MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della finanza*, Milano, 1998.

² Per una ricognizione dell'evoluzione della disciplina comunitaria dei mercati finanziari v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina de mercato mobiliare*, Giappichelli, 2019.

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

un passaporto europeo, attraverso il quale dare la possibilità alle imprese di prestare determinati servizi in altri Stati dell'Unione, essendo sottoposte alla vigilanza effettuata dallo Stato membro d'origine³.

Già in questa prima fase, tra gli obiettivi della legislazione comunitaria emerge la necessità di assicurare la tutela dell'investitore, da attuarsi tenendo conto della diversità di categorie e secondo le differenti esperienze professionali, nella consapevolezza che tale tutela costituisce un tassello fondamentale per la realizzazione di un mercato finanziario comunitario, non ristretto ai singoli confini nazionali. Si prende dunque atto di una diversità tra gli investitori e dell'esigenza di predisporre un quadro più forte di garanzie per la clientela al dettaglio⁴. Si richiede agli Stati membri di elaborare norme per le imprese di investimento che siano espressione dei doveri di lealtà ed equità, da supportare anche attraverso la predisposizione di procedure efficaci che permettano di evitare, quando possibile, i conflitti di interesse e includano la condivisione delle informazioni utili nel rapporto con la clientela⁵.

Con la direttiva ISD lo sguardo del regolatore esce pertanto dai confini nazionali per approcciarsi verso un diritto europeo del mercato dei capitali. In questa prima fase lo scopo di una disciplina che tenda all'uniformità è la realizzazione di un mercato che abbatta gli ostacoli all'operatività transfrontaliera, a seguito di una presa d'atto degli aspetti che necessitano di una regolazione comune tra gli Stati Membri.

Tuttavia, è con l'introduzione della Direttiva 2004/39/CE (cd. "MiFID I") che la tutela dell'investitore assume una centralità paragonabile a quella che essa riveste ancora oggi⁶. Infatti, se con la ISD l'obiettivo principale era la realizzazione di un passaporto

³ È il principio del c.d. *home country control*, in forza l'autorizzazione all'esercizio dell'attività e la vigilanza spettano all'Autorità competente dello Stato membro d'origine.

⁴ Cfr. Articolo 11 della Direttiva 93/22/CE.

⁵ Cfr. Articoli 10 e 11 della Direttiva 93/22/CE.

⁶ "Negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa. Alla luce di questi sviluppi, occorre che il quadro giuridico comunitario disciplini tutte le attività destinate agli investitori. A tal fine è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine. In

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

unico europeo, con MiFID I e attraverso una legislazione di armonizzazione massima, si mira alla creazione di un mercato finanziario integrato, condizione che non può prescindere da una più forte, chiara e soprattutto omogenea regolamentazione degli strumenti di protezione dell'investitore. Così, l'incapacità di assicurare un quadro normativo integrato e uniforme per l'esercizio dei servizi di investimento, nonché la rigidità e l'obsolescenza di alcune disposizioni della ISD, hanno spinto il co-legislatore europeo a un cambiamento che ponesse tra i punti chiave lo sviluppo di un sistema fondato sulla trasparenza informativa e la correttezza dei comportamenti da parte dell'intermediario.

Come emerge dal considerando 71 infatti: *“Per raggiungere lo scopo di creare un mercato finanziario integrato, nel quale gli investitori siano efficacemente tutelati e l'efficienza e l'integrità del mercato nel suo insieme siano salvaguardate, è necessario che le imprese di investimento debbano rispettare gli stessi obblighi in qualsiasi Stato membro esse ottengano l'autorizzazione e che i mercati regolamentati e gli altri sistemi di negoziazione siano soggetti alle stesse norme in tutta la Comunità, in modo da impedire che l'opacità o le disfunzioni di un mercato mettano a repentaglio il buon funzionamento del sistema finanziario europeo nel suo insieme.[...]”*.

MiFID I fonda la tutela dell'investitore su due pilastri fondamentali: la trasparenza informativa e il controllo del comportamento degli intermediari⁷.

Per un'ulteriore evoluzione che non si pone nel solco del cambiamento come nel passaggio da ISD a MiFID I, quanto di un rafforzamento e di una implementazione, occorrerà attendere la Direttiva 2014/65/UE (di seguito “MiFID II”) e il Regolamento UE n. 600/2014 (di seguito “MiFIR”), in vigore dal 3 gennaio 2018, che oltre alle forme di tutela sulla base della trasparenza e correttezza, introducono nell'ordinamento

considerazione di quanto precede, è necessario che la direttiva 93/22/CEE sia sostituita da una nuova direttiva.”, cfr. cons. n. 2 MiFID.

⁷ Sulle regole di condotta degli intermediari si veda: *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative. Assetti organizzativi - Regole di condotta - consulenza in materia di investimenti. Un confronto tra giuristi ed economisti*, M. DE MARI (a cura di), in Università degli Studi di Verona. Dipartimento di Diritto dell'Economia. Collana di Studi Giuridici. Raccolte di scritti, CEDAM, 2009

dell'Unione e, attraverso questo, nei singoli ordinamenti nazionali, un nuovo istituto nella regolamentazione dei mercati finanziari dell'Unione Europea: la *product intervention*⁸. Si tratta di un istituto che attribuisce poteri di monitoraggio e intervento alle Autorità nazionali ed europee, sia nella fase antecedente che in quella successiva all'emissione di strumenti finanziari sul mercato, per proibirne o limitarne, in via temporanea, la commercializzazione, la diffusione o la vendita, al fine di tutelare gli investitori, il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati, ovvero la stabilità stessa del sistema. Questo potere si esplica nell'imposizione di misure restrittive della circolazione di determinati prodotti o categorie di prodotti, della stipula dei relativi contratti e dello svolgimento delle attività negoziali comunque pertinenti⁹. Per la prima volta¹⁰ la tutela dell'investitore, e con essa del mercato e del sistema¹¹, vengono affrontate agendo direttamente sul prodotto e sui contratti di scambio.

Inoltre, è stato rilevato come, nonostante MiFID II mantenga ferma l'impostazione già introdotta con MiFID I, anche nella distinzione tra la disciplina dei servizi di investimento, da una parte, e delle sedi di negoziazione (*trading venues*) dall'altra, entrambi gli ambiti sono trattati con maggior puntualità e approfondimento, aumentando il grado di incisività delle norme¹² in virtù della sempre più avvertita

⁸ Per una prima analisi sull'introduzione dei nuovi istituti si veda M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, in Rivista di Diritto dell'Impresa, 2015. Ancora, G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *Client protection on European financial markets—from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, in Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2014.

⁹ Analoghe misure sono introdotte, per i mercati assicurativi, dal Regolamento (UE) Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati. (c.d. "Regolamento PRIIPs") Le considerazioni svolte nell'elaborato in merito ai poteri di *product intervention*, salvo ulteriori precisazioni, sono da intendersi valide anche per la disciplina di *product intervention* del settore assicurativo.

¹⁰ Nei paragrafi successivi si analizzerà se davvero possa parlarsi di una novità, oppure l'istituto trova fondamento nella legislazione relativa ad altri settori dei mercati o in analoghe forme di intervento introdotte dalle legislazioni nazionali.

¹¹ All'interno della legislazione europea la tutela è affrontata sempre in chiave crescente, partendo dal singolo fino ad arrivare al livello di sistema. È un cambiamento di prospettiva: al centro non vi sono più solo i mercati, ma i singoli partecipanti e clienti, la tutela dei quali risulta fondamentale anche per la salvaguardia dell'intero apparato finanziario.

¹² Così, F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II – uno sguardo d'insieme tra continuità e discontinuità*, in Rivista delle società, 2018.

necessità di un quadro regolamentare comune tra tutti gli Stati membri che non lasci spazio a pericolose discrezionalità.

Dunque, con la direttiva ISD lo scopo è ancora, in via preponderante, quello di promuovere e realizzare un mercato unico di libera circolazione anche per il settore finanziario, dettando, nel rispetto del quadro regolamentare comunitario, la disciplina necessaria per la realizzazione del primario obiettivo di mutuo riconoscimento. Un cambio di prospettiva si ha con MiFID I, con la quale il co-legislatore avverte l'esigenza di offrire una disciplina più ampia e incisiva nella regolazione dei mercati e dei soggetti che vi operano, focalizzando l'attenzione sui profili di rischio che coinvolgono le attività e le pratiche finanziarie. Si assume consapevolezza della necessità di controllo e gestione degli stessi, con la correlata esigenza di tutela di coloro su cui ricadono: gli investitori. Da qui un più stringente quadro normativo che si occupa di designare un apparato di tutela per l'investitore attraverso due principali strumenti: la trasparenza informativa e gli obblighi di comportamento dell'intermediario. La *ratio* è quella di attenuare "il rischio del rischio"¹³, cercando di offrire ai clienti una descrizione dettagliata e precisa del prodotto o del servizio offerto e onerando l'intermediario del compito di fungere da "veicolo informativo".

Con MiFID II, all'apparato di tutela informativa e agli obblighi di trasparenza, correttezza e buona fede dell'intermediario si aggiunge un più compiuto *enforcement* che vede al centro non più l'informazione ma il prodotto. La tutela del cliente si persegue non più "trasferendo" il bagaglio informativo (per lo più una mera informazione descrittiva, sterile da una concreta comprensione) ma veicolando il prodotto adeguato alle caratteristiche del cliente. Il rischio si attenua non più solo informando ma adoperando una giusta valutazione di combinazione tra cliente e prodotto.

L'evoluzione della normativa fin qui brevemente ripercorsa mostra come la disciplina dell'*investor protection* abbia preso avvio dal mutuo riconoscimento tra i mercati fino ad arrivare al più complesso apparato di norme fondato sui pilastri della

¹³ Con tale espressione si vuole significare come si cerchi di predisporre un apparato di tutele che abbia come fine quello di attenuare l'assunzione di un rischio non gestibile da parte dell'investitore.

trasparenza e correttezza per poi approdare anche a interventi diretti sui prodotti. Tali sviluppi possono essere letti, oltre che in chiave cronologica, anche attraverso uno dei precisi obiettivi che connotano la regolamentazione finanziaria, ossia quello di prevenire (o correggere) i fallimenti del mercato. Preso atto che la libera interazione tra i soggetti non è *ex se* sufficiente a consentire quella che può essere definita come una “efficiente allocazione delle risorse”, si rende necessario procedere con interventi legislativi che hanno lo scopo di riequilibrare le forze in gioco sul mercato. In questo senso l’*iter* di norme che ha connotato l’ultimo trentennio della disciplina dei mercati sembra rincorrere la ricerca di un correttivo alle principali distorsioni che connotano i mercati finanziari, vale a dire le asimmetrie informative e i costi di agenzia.

Gli strumenti di presidio della tutela dell’investitore e, più in generale, del mercato e del sistema, come già menzionato, si sono concentrati sulla trasparenza informativa e sulle regole di comportamento degli intermediari. Con MiFID II, a questi due fondamentali pilastri si aggiunge quello relativo a un intervento diretto sul prodotto in via autoritativa.

Guardando all’approdo della normativa oggi, che contempla un rimedio di *extrema ratio* quale quello della *product intervention*, ci si chiede, allora, se accanto ai fallimenti del mercato possa parlarsi anche di “fallimento” della regolazione proprio in relazione agli strumenti via via adottati per far fronte al primo fenomeno¹⁴. Se infatti la regolamentazione si pone come antidoto, è facile notare come la stessa, nelle declinazioni formulate secondo un approccio più tradizionale, non si sia rilevata pienamente sufficiente a perseguire gli obiettivi che si era prefissa e talora abbia portato perfino a fenomeni avversi, tradendo la ratio stessa per la quale era stata pensata¹⁵. Ecco allora che all’antidoto deve seguire un ulteriore rimedio, alla continua ricerca di un equilibrio quale elemento chiave che connota tutto il percorso regolamentare compiuto, sia nel rapporto tra i partecipanti al mercato sia nella ricerca della migliore soluzione normativa da adottare.

¹⁴ Per un’analisi completa sui fallimenti del mercato e (talora) degli sforzi normativi per correggerli v. T. A. LAMBERT, *How to Regulate: A Guide for Policymakers*, Cambridge University Press, 2017.

¹⁵ M. ANDENAS e G. DEIPENBROCK, *Regulating and Supervising European Financial Markets More Risks than Achievements*, Springer, 2016.

Per cercare di meglio comprendere questo fenomeno di continua rincorsa tra disciplina e fallimenti del mercato (ma, appunto, anche della regolazione) è opportuno analizzare ciascuno degli elementi messi in campo dal co-legislatore europeo prima del “sistema MiFID II” per ripristinare un equilibrio all’interno del mercato, ponendo in luce le criticità emerse.

1.1.1. Prima di MiFID II: trasparenza informativa e regole di comportamento

Come sopra evidenziato, si è cercato di reagire ai fallimenti del mercato attraverso lo strumento della “regolazione”, intervenendo principalmente in due direzioni: quello dell’obbligo di trasparenza e quello delle regole di condotta degli intermediari, così seguendo una scelta basata, *inter alia*, sull’acquisita consapevolezza che i mercati scontano tendenzialmente due ordini di problemi: le asimmetrie informative e i costi di agenzia.

Seguendo il paradigma tradizionale che vede gli investitori assumere le proprie decisioni secondo valutazioni che riflettono le proprie preferenze basate su un corretto bilanciamento tra costo e beneficio della scelta, fondamentale risulta il dato informativo. Questo se si assume che la scelta sia sempre improntata alla razionalità. Alla base di un sistema orientato a favorire la trasparenza informativa, infatti, si pone la convinzione che l’individuo, assistito del maggior numero di informazioni, sia perfettamente in grado di comprenderle e rielaborarle per poter giungere a una scelta consapevole e giusta per la propria condizione e i propri obiettivi¹⁶. È l’idea di un investitore perfettamente razionale, che attraverso la logica è capace di compiere le scelte più idonee, rilevandone i rischi e i vantaggi. L’obiettivo diviene così il ripristino di un equilibrio tra i partecipanti al mercato, emittenti e intermediari, che (astrattamente¹⁷) posseggono tutte le informazioni sul prodotto e dall’altra l’investitore che (tendenzialmente) non gode di alcuna conoscenza in merito allo strumento o al servizio offerti. Per tale ragione, tra gli strumenti di tutela dell’investitore il primo a prendere più diffusamente campo e che permarrà nell’attuale

¹⁶ V. F. GRECO, *Dall’informazione pre-contrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli di controllo*, in *Rivista di diritto bancario - dottrina e giurisprudenza commentata*, 2017.

¹⁷ Come si vedrà, anche per l’emittente non è sempre scontato un accesso a tutte le informazioni che riguardano un prodotto: ad esempio, gli scenari futuri saranno ipotizzabili in chiave probabilistica, ma non con grado di certezza.

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

configurazione si concentra sull'informazione. Infatti, si rende necessario un intervento normativo che imponga un obbligo di *disclosure*¹⁸ ai soggetti che godono del maggior numero di informazioni a favore di coloro che sono deficitari di questi dati, al fine del ripristino dell'equilibrio sopra indicato. Centrale in questo senso risulta l'idea per la quale la comunicazione di una analitica descrizione dello strumento possa mettere l'investitore nelle condizioni di decidere se acquistarlo o sottoscriverlo¹⁹. Conoscere per investire diviene la regola dominante ed è la regola della trasparenza informativa.

Se il detentore del maggior numero di informazioni in relazione a un prodotto è proprio l'emittente, un altro soggetto chiave nel rapporto con l'investitore è l'intermediario. In relazione a quest'ultimo, un elemento distorsivo potrebbe sorgere dalla posizione di vantaggio in termini di comprensione delle informazioni e conoscenza del mercato di cui godono gli intermediari stessi che, così, potrebbero essere indotti a servirsene per far prevalere il proprio interesse rispetto a quello del cliente.

In questa configurazione le dinamiche del mercato poggiano su due pilastri: da una parte l'intermediario, che assolve il ruolo fondamentale di traghettare nelle dinamiche contrattuali del prodotto finanziario il cliente, dall'altra quest'ultimo, l'investitore, al quale è affidato il compito (o meglio l'onere) di recepire l'informativa. Le due parti, tuttavia, non si trovano in posizione di parità: il cliente è, per definizione, più debole, una debolezza la cui causa è rintracciabile proprio nella disinformazione. Il compito di riequilibrio è affidato al diritto che assume così un connotato assistenziale, al fine di colmare il presupposto deficit²⁰.

Poiché dunque la legislazione diviene il mezzo per correggere i fallimenti del mercato, il quadro giuridico risulterà principalmente fondato sulla trasparenza

¹⁸ L. ENRIQUES e S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in ECGI Working Paper Series in Law, 2014.

¹⁹ Così l'articolo 1 punto t) del TUF che definisce l'offerta al pubblico di prodotti finanziari come "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati".

²⁰ È espressione di questa tendenza la corposa disciplina del "diritto del consumatore" che definisce il consumatore come soggetto debole del rapporto.

informativa e sugli obblighi che mirano a evitare conflitti di interesse. L'obiettivo della legislazione è quello di ripristinare l'equilibrio a favore dell'investitore *retail*, in quanto soggetto al quale potrebbe essere, in assenza di obbligo giuridico, non prestata alcuna informazione o nei confronti del quale potrebbero essere praticati comportamenti lontani da uno standard di correttezza. La legislazione europea a partire da MiFID I accoglie questo paradigma.

Il co-legislatore europeo delinea un apparato normativo che impone alle imprese di investimento di fornire ai (potenziali) clienti informazioni adeguate sull'impresa di investimento stessa e sui suoi servizi, sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte, nonché sui correlati rischi, costi e oneri²¹. L'obbligo di informare è declinato in relazione al grado di conoscenza che si assume avere ciascun investitore. Esso, infatti, rimarrebbe in una chiave generica se non si accompagnasse alla "classificazione della clientela"²². La direttiva stabilisce tre categorie di clienti, ciascuna delle quali prevede un diverso grado di obbligo informativo: il cliente professionale, la controparte qualificata e i clienti al dettaglio. I clienti professionali sono quelli che dispongono di esperienze, conoscenze e competenze adeguate sufficienti per prendere decisioni di investimento e per essere in grado di giudicare i rischi ad esse connessi²³. La classificazione come "controparte qualificata" rappresenta una sottocategoria della classe dei "clienti professionali"²⁴. Infine, la direttiva si rivolge ai clienti al dettaglio²⁵. Qualsiasi investitore che non può essere classificato secondo la prima e la seconda categoria viene

²¹ Cfr. Articolo 19 paragrafo 3 della MiFID I.

²² La Direttiva 2004/39/CE individua tre categorie diverse di investitori: "clienti al dettaglio", "clienti professionali" e "controparti qualificate". Con riguardo alle "controparti qualificate" si tratta di una categoria che include tutti i soggetti che operano professionalmente sul mercato dei capitali; nell'ambito dei "clienti professionali" si considerano i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, le imprese di grandi dimensioni e gli investitori istituzionali; vi sono, inoltre, i "clienti professionali su richiesta" cioè coloro che facciano espressa richiesta di essere trattati come clienti professionali e presentino le caratteristiche di professionalità ed esperienza richiesti dalla normativa. I "clienti al dettaglio" sono tutti i clienti che non rientrano nelle precedenti categorie. MiFid II mantiene analoga classificazione.

²³ Cfr. Articolo 4 punto 11 e Allegato II della MiFID I (ora Articolo 1 punto 10 e Allegato II della MiFID II).

²⁴ Cfr. Articolo 24 della MiFID I (ora Articolo 30 della MiFID II).

²⁵ Cfr. Articolo 4, paragrafo 12, della MiFID I.

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

generalmente considerato come investitore al dettaglio e beneficia del livello di tutela più elevato. Tuttavia, a determinate condizioni, un cliente al dettaglio può passare alla prima e alla seconda categoria e viceversa²⁶.

Rivolgendo lo sguardo all'intero panorama legislativo, il paradigma dell'informazione trova altresì la sua massima concretizzazione nella regolazione del prospetto informativo²⁷. Lo strumento messo in campo si risolve nell'imposizione di una disclosure informativa a carico dei partecipanti al mercato e a favore dei clienti-investitori, sul presupposto che l'insufficienza di informazioni di cui possono disporre quest'ultimi possa essere risolta con la condivisione di una alquanto più completa, chiara ed esauriente informativa sull'emittente e sul prodotto prescelto. L'operazione con cui l'emittente si rivolge al pubblico dei potenziali investitori, come evidenziato, risulta pacificamente connotata da un notevole asimmetria informativa, per colmare la quale il primo è tenuto a elaborare un articolato documento che includa tutte le informazioni necessarie perché i secondi possano procedere a una valutazione completa e ponderata dell'operazione che potrebbero effettuare. Nel bilancio di conoscenze in merito allo strumento si cerca di ripristinare l'equilibrio trasferendo il bagaglio informativo dell'emittente all'investitore. Condizione perché possa svolgersi un'offerta al pubblico di prodotti finanziari, dunque, è la pubblicazione di un prospetto informativo contenente le caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti. Il prospetto deve essere idoneo a permettere agli investitori un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari offerti e sui relativi diritti. Per condurre l'investitore in una più agevole comprensione del documento, al prospetto deve

²⁶ Cfr. Allegato II, sezione II della MiFID I.

²⁷ La disciplina del prospetto oggi trova la sua fonte principale nel Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (c.d. "Regolamento Prospetto"), nonché, a Livello 2 nel Regolamento delegato (UE) 2019/980 (c.d. "Regolamento Delegato Prospetto") e nel Regolamento delegato (UE) 2019/979. Il Regolamento Prospetto, divenuto applicabile dal 21 luglio 2019, ha abrogato la previgente Direttiva (Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE).

accompagnarsi una nota di sintesi, contenente in un linguaggio chiaro e semplice le informazioni essenziali sull'offerta²⁸.

Altro strumento per superare l'asimmetria informativa che connota il sistema finanziario può essere rinvenuto in meccanismi di segnalazione della "qualità" o delle prospettive di uno strumento o di un emittente, col fine di informare il mercato attraverso una forma immediata, della affidabilità di un prodotto o di una società. È questa l'attività che connota le agenzie di rating, la cui affidabilità si fonda su meccanismi di reputazione che dovrebbero²⁹ garantire la prestazione di servizi caratterizzati da un livello sufficiente di attendibilità e alla veridicità, aiutando nel ripristino dell'equilibrio informativo tra parti contrapposte.

1.1.2. Le criticità di questo modello e la necessità di un nuovo approccio

²⁸ Il prospetto contiene le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa: a) della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti; b) dei diritti connessi ai titoli; e c) delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente. Le informazioni possono variare in funzione di una pluralità di fattori - la natura e la situazione dell'emittente, la tipologia dei titoli, il loro "taglio", quando pari almeno a € 100.000, e la loro destinazione a investitori qualificati - e sono presentate in forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile (articolo 6, paragrafi 1 e 2 del Regolamento Prospetto). Il prospetto contiene, infine, una nota di sintesi che fornisce le informazioni chiave di cui gli investitori necessitano per comprendere la natura e i rischi dell'emittente, del garante e dei titoli che sono offerti, redatta in modo tale da agevolarne la lettura e con un linguaggio che sia chiaro, non tecnico, succinto e comprensibile così da facilitare la comprensione delle informazioni (articolo 7, paragrafi 1 e 3 del Regolamento Prospetto). Per maggiori dettagli sulla disciplina si veda A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè Francis Lefebvre, III ed., 2020 e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, XI ed., 2019.

²⁹ L'uso del condizionale diviene d'obbligo in quanto gli scandali finanziari di inizio millennio e la crisi del 2008 hanno mostrato come un'impostazione fondata solo sul meccanismo reputazionale sconti forti limiti. Infatti, proprio le agenzie di rating sono state ritenute tra le principali responsabili del crollo dei mercati finanziari. Va ricordato che il modello di business delle agenzie di rating le pone spesso in un conflitto di interessi: esse sono spesso remunerate dagli stessi emittenti secondo un modello definito di *issuer pays*. Inoltre, a questo deve aggiungersi il limite cognitivo che può connotare anche gli investitori istituzionali, riversandosi così sulla presentazione di un dato informativo al mercato non aderente alla reale situazione che si propone di rappresentare. Per un tentativo di correzione di questo ulteriore fallimento del mercato, il co-legislatore ha imposto, con il Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito (c.d. "Regolamento CRA") e le sue successive modifiche, un sistema di governance che neutralizzasse i conflitti di interesse, un regime di trasparenza idoneo a garantire un controllo delle valutazioni e un enforcement nella vigilanza. Evidenzia le criticità ancora presenti: A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè Francis Lefebvre, III ed., 2020.

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

Le ripetute crisi finanziarie che hanno caratterizzato il primo decennio del Duemila hanno messo in chiaro, come una lente di ingrandimento, i limiti di una disciplina improntata alla filosofia descritta nei paragrafi precedenti. Non unica, ma di certo fondamentale causa, la vendita di prodotti a clienti per i quali essi risultavano eccessivamente rischiosi e non compatibili con le rispettive esigenze e capacità finanziarie ed economiche, è stata uno dei fattori (è la stessa MiFID II ad aver messo in luce tale aspetto³⁰) che ha condotto all'instabilità e al crollo dei mercati.

La tutela affidata alla trasparenza e ai doveri di correttezza si è dimostrata insufficiente a contenere la corsa al rischio. Si è accresciuta l'offerta di prodotti sempre più complessi e oscuri, accompagnata alla *retailisation*³¹, fattori che hanno minato l'integrità dei mercati e la protezione degli investitori, alimentando un generale clima di labilità e insicurezza. Inoltre, l'autonomia privata, libera di creare prodotti nuovi e atipici e di offrirli al pubblico, ha proseguito assiduamente in tali operazioni. Per l'emittente, infatti, il destinare a investitori al dettaglio prodotti complessi genera, a parità di altre condizioni, maggiori profitti.

La realtà ha mostrato come gli investitori al dettaglio possono incontrare difficoltà nel comprendere i fattori che determinano i rischi e i ritorni di prodotti complessi, così che risulta loro difficile assumere decisioni di investimento appropriate. Di conseguenza, si producono perdite inaspettate che causano reclami, rischi reputazionali per emittenti e intermediari nonché una generale sfiducia nei mercati finanziari.

³⁰ *La crisi finanziaria ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari. L'evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari, anche quando la negoziazione in tali mercati avviene fuori borsa (OTC), al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti*, così il considerando n.4 della MiFID II.

³¹ Con *retailisation* si indica la progressiva estensione alla clientela al dettaglio di prodotti di investimento normalmente indirizzati a clienti istituzionali o professionali. Per una analisi completa del fenomeno all'interno dell'Unione Europea si segnala: ESMA, *Retailisation in the EU*, Economic Report, 3 July 2013, ESMA/2013/326, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-326_economic_report_-_retailisation_in_the_eu_0.pdf.

Da qui la necessità di indagare sul perché i rimedi architettati non hanno funzionato, troppo spesso fallendo l'obiettivo di tutelare il mercato e gli investitori³². Non solo è stata vanificata la tutela, ma gli strumenti messi in campo hanno ingenerato ulteriori distorsioni superando e rompendo, a loro volta, l'equilibrio che si prefiggevano di costruire.

Un primo “effetto collaterale della cura della trasparenza” può essere rinvenuto nel sovraccarico di informazioni che sono fornite agli investitori. Quest'ultimi, infatti, non possono realmente valutare le informazioni che vengono loro fornite quando la qualità e la quantità di dati siano eccessivamente complessi. Il rimedio informativo vede un processo fondato su due considerazioni fondamentali, assunte come assiomi: la prima è l'equivalenza tra debolezza e disinformazione, la seconda l'assoluta razionalità nelle decisioni. L'esperienza empirica e gli studi di finanza comportamentale (*behavioural finance*)³³ hanno, invece, smentito il comportamento puramente razionale degli investitori, dimostrando come, nel compiere delle scelte, sia facile incorrere in errori di ragionamento e di preferenze, travisando il rapporto rischio/rendimento e, talora, attuando eccessive movimentazioni. Non sussiste un rapporto tassativamente consequenziale tra essere informati e agire consapevole³⁴.

Sotto il profilo empirico, l'idea che l'equazione “più informazioni = più informato” potesse funzionare non tiene in considerazione gli errori di ragionamento che la mente umana compie di frequente, in modo automatico e inconsapevole, quando si trova a dover prendere decisioni rilevanti, quali possono essere le decisioni finanziarie. I cd. *bias* cognitivi portano a compiere scelte che non sono il risultato di un rigoroso ragionamento logico e consequenziale, ponderato e oggettivo. Ne deriva che, pur in presenza di tutte le informazioni utili relative al prodotto o al servizio offerto, la scelta

³² F. ANNUNZIATA e M. LAMANDINI, “Questo è un nodo avviluppato”: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2022.

³³ P. A. CUCURACHI, *La regola dell'adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento: il punto di vista della teoria della finanza* in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative (Assetti organizzativi - Regole di condotta - Consulenza in materia d'investimenti)*. Un confronto tra giuristi ed economisti, M. DE MARI (a cura di), Cedam, 2009.

³⁴ C. CAMERER, S. ISSACHAROFF, G. LOEWENSTEIN, T. O'DONOGHUE, M. RABIN, *Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for 'Asymmetric Paternalism'*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003.

non sarà sempre pienamente razionale³⁵. Quelle informazioni, cioè, non vengono assimilate per farne premesse di uno stretto sillogismo logico e non vengono interpretate e rielaborate in chiave prospettica e completa.

Ai *bias* si aggiungono le c.d. euristiche, ossia scorciatoie mentali che portano ad eccessive semplificazioni nelle deduzioni. Ad esempio, si tende a dar maggior rilevanza alle informazioni più recenti oppure a far ricadere le proprie scelte sui prodotti oggetto di attenzione da parte dei media³⁶.

In tale prospettiva allora fornire informazioni al cliente non è tanto un mezzo per rendere questi edotto e consapevole della propria scelta, quanto uno strumento per assolvere dalla responsabilità l'intermediario, trasferendo il rischio sull'investitore.

In relazione a quest'ultimo aspetto, si pensi al prospetto informativo e alle difficoltà poste nella comprensione del suo contenuto per un investitore retail, tanto da risultare incapace di assolvere alla funzione di un riequilibrio informativo e arrivando alla "deresponsabilizzazione" dell'emittente al quale è sufficiente una analitica e abbondante descrizione del prodotto³⁷. All'idea che più informazioni favoriscono maggior consapevolezza della scelta si lega anche quella per cui la quantità di informazioni è, quantitativamente, inversamente proporzionale al rischio di errore. La convinzione dell'equivalenza tra maggior numero di informazioni e maggior consapevolezza ha portato all'elaborazione di prospetti informativi sempre più cospicui³⁸, secondo una regola di trasparenza che dall'intenzione di fornire dettagli completi ed esaustivi, finisce per accrescere in quantità ma tradendo l'efficacia. Ciò è ben definibile (ponendo l'accento

³⁵ G. LIACE, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in Banca Impresa Società, Il Mulino, 2018, 445-462. Si veda anche: M. BRENNCKE, *The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation*, in *European Business Organization Law Review*, 2018, 853-882.

³⁶ G. LIACE, nota 35.

³⁷ Secondo la celebre affermazione di Louis Loss. V. L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, in *The Business Lawyer*, 1984 secondo cui "E' possibile vendere uova marce a condizione che venga chiaramente detto che quelle uova sono marce".

³⁸ Ad es. CONSOB, Incontro annuale con il mercato finanziario, 9 maggio 2016: "Il prospetto immaginato dal legislatore comunitario come un contenitore che raccogliesse tutte le informazioni sul prodotto e sul soggetto che lo ha emesso, non si è dimostrato un mezzo idoneo a fornire una risposta efficace al bisogno di conoscenza. Un eccesso di informazioni equivale quasi sempre a una carenza di informazioni". [Il prospetto quindi]"è utile a chi lo redige per prevenire possibili rischi legali"[ma] rimane "troppo lungo e complesso per il risparmiatore".

sul *quantum*) come ipertrofia informativa³⁹, non sempre - ed è quanto si è verificato - sinonimo di comunicazione efficiente, tanto da poter parlare (valorizzando lo scopo) di *misleading information*. L'idea di una semplicità interpretativa e accessibile al pubblico *retail* è stata tradita da una strumentalizzazione opportunistica, meramente formale. Raramente, infatti, viene compresa una formulazione giuridica complessa o ci si spinge alla lettura attenta e accurata di cospicui dossier informativi, senza considerare che la comprensione effettiva del testo potrebbe richiedere ulteriori costi che spesso un investitore non è intenzionato a sostenere⁴⁰. Questo ha portato anche a ripensare all'effettiva funzione del prospetto⁴¹.

Altro connotato critico della precedente disciplina, oltre all'illusione di un risparmiatore informato perché beneficiario di una cospicua informativa, è la centralità nella normativa degli elementi dedicati al prodotto e non al cliente. L'informazione è descrittiva del prodotto e diviene modo per liberarsi da ogni responsabilità legale. L'obbligo dell'intermediario si riduce a sottoporre al cliente il prodotto e a declamargli le relative caratteristiche, lasciando che queste indicazioni raggiungano il destinatario. Il

³⁹ Cfr. F. GRECO, nota 16.

⁴⁰ Il sovraccarico di informazioni può essere controbilanciato dalla consulenza di un intermediario. Questo, tuttavia, oltre ad aprire ad ulteriori costi, rende necessario predisporre misure perché l'intermediario agisca nel miglior interesse del cliente. Si è visto che un altro pilastro tradizionale su cui si fonda il *framework dell'investor protection* consiste nelle regole di condotta degli intermediari. In tal caso, dunque, i due presidi di tutela risultano inscindibili e connessi, col rischio tuttavia di vanificare la tutela qualora le misure poste dal secondo pilastro non dovessero funzionare.

⁴¹ Proprio alla luce delle difficoltà che un simile paradigma esprime, sono state elaborate altre interpretazioni circa la funzione del prospetto informativo, letto non tanto in un'ottica di riequilibrio delle informazioni tra emittente (offerente) e investitore (sottoscrittore), quanto assumendo un angolo visuale più ampio rivolto al mercato. Il prospetto, in questo senso, rappresenta lo strumento per l'assunzione di un impegno formale da parte dell'emittente col fine di rafforzare la fiducia col pubblico. Il considerando 7 del Regolamento Prospetto recita: "La finalità del presente regolamento è assicurare la tutela degli investitori e l'efficienza dei mercati, rafforzando allo stesso tempo il mercato interno dei capitali. La fornitura delle informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei titoli, sono necessarie affinché gli investitori possano assumere decisioni di investimento informate, assicura, assieme alle regole di condotta, la tutela degli investitori. Inoltre, tali informazioni costituiscono uno strumento efficace per accrescere la fiducia nei titoli e contribuire quindi al corretto funzionamento e allo sviluppo dei mercati dei titoli. Il modo appropriato di mettere a disposizione del pubblico tali informazioni è la pubblicazione di un prospetto.". Sul punto si veda A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè Francis Lefebvre, III ed., 2020.

passaggio successivo – quello della comprensione – è affidato unicamente al soggetto debole⁴².

La situazione non è risultata differente neppure in caso di offerta intermediata. Il pilastro di tutela fondato⁴³ sulla correttezza dei comportamenti alla quale deve attenersi l'intermediario e che impone a quest'ultimo di dotarsi di un apparato organizzativo idoneo, secondo regole improntate alla verifica dell'appropriatezza⁴⁴ del prodotto, perché

⁴² Le problematiche connesse ai costi riguardano non solo l'investitore ma anche l'emittente. Circa quest'ultimo occorre sottolineare come i costi possano attenersi alla raccolta, elaborazione e monitoraggio delle informazioni, nonché alla responsabilità che eventuali omissioni o errori, anche di mancata previsione, potrebbero far sorgere. Questo aspetto potrebbe indurre l'emittente a fornire un numero di informazioni maggiore rispetto a quelle necessarie, divenendo il prospetto un documento utile ad assolversi dalla responsabilità piuttosto che a informare adeguatamente il cliente sulla proposta. È una tendenza che trova sintesi nella celebre espressione “è possibile vendere uova marce purché si dica che siano marce” sopra ricordata: da un trasferimento informativo si passa a un trasferimento di responsabilità. Il fine, infatti, non è più quello di rendere edotto l'investitore circa gli aspetti dell'investimento quanto a costituire una “manleva” da future possibili azioni per mancata informazione. In quest'ottica si inseriscono anche le recenti modifiche intervenute sulla disciplina del prospetto che si muovono in un'ottica di semplificazione del documento che accompagna l'offerta al pubblico. Su questa linea si segnala la recente Delibera n. 22423 del 28 luglio 2022 della CONSOB recante “Modifiche del regolamento emittenti concernenti la disciplina dei prospetti” con cui, in recepimento del Regolamento Prospetto sono state introdotte una serie di innovazioni finalizzate alla semplificazione della procedura per l'approvazione dei prospetti informativi, tra le quali figurano: (i) la possibilità di redigere il prospetto informativo in lingua inglese, prevedendo la traduzione in italiano della sola nota di sintesi per le offerte svolte in tutto o in parte in Italia o, comunque, qualora sia richiesta l'ammissione alle negoziazioni nel mercato regolamentato italiano; (ii) l'eliminazione della verifica preliminare sulla completezza della documentazione; (iii) la riduzione dei documenti da allegare alle bozze di prospetto. Un'ulteriore semplificazione è attesa con le proposte legislative orientate alla realizzazione della Capital Markets Union (CMU) avviate il 7 dicembre 2022 dalla Commissione Europea e che includono misure volte a facilitare la quotazione delle imprese europee (in particolare le PMI) con modifiche di semplificazione della disciplina di accesso al mercato dei capitali. Per maggiori dettagli sul punto: “Listing Act – making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs” su https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Listing-Act-making-public-capital-markets-more-attractive-for-EU-companies-and-facilitating-access-to-capital-for-SMEs_en.

⁴³ M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?*, in *Rivista di Diritto dell'Impresa*, 2015, 671-697. G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *Client protection on European financial markets—from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2014.

⁴⁴ Il termine è qui da intendersi nella sua accezione comune, non con significato tecnico legato alla disciplina della valutazione nel merito dell'investimento.

si possa servire nel modo migliore l'interesse del cliente⁴⁵, ha mostrato debolezze quando l'onere informativo, pur essendo stato adempiuto, non si sia trasformato in una comunicazione chiara e completa, realmente capace di essere compresa.

Infine, l'accostamento del prodotto al cliente che avviene solo "a valle" da parte dell'intermediario: è tale soggetto a sottoporre e a scegliere il prodotto che secondo la propria valutazione più si confà al proprio cliente. È una valutazione inevitabilmente priva di ogni connotato di uniformità e rivolta esclusivamente al singolo investitore⁴⁶.

Il "paradigma dell'informazione"⁴⁷, secondo cui il divario informativo che intercorre tra intermediario e cliente può essere colmato fornendo a quest'ultimo una piena e puntuale descrizione del prodotto o del servizio offerti si è dunque rivelato fallimentare. Si prende così consapevolezza che l'analisi della scelta di investimento non può che essere influenzata da una pluralità di fattori che entrano in campo nei processi decisionali, dagli aspetti psicologici a quelli più propriamente intellettivi. La scelta non può essere il risultato di un rigoroso ragionamento scevro da ogni altra influenza e, pertanto, non può consistere in un sillogismo perfetto quanto piuttosto, nella migliore delle ipotesi, in un risultato relativamente ponderato. Ne consegue che affidare la tutela del cliente al solo investitore non si rivela un metodo sufficiente alla attenuazione⁴⁸ del rischio di cattiva allocazione delle risorse dell'investitore stesso. Da qui la necessità di predisporre nuove forme di tutela.

⁴⁵ È la regola di *best execution*, che impone agli intermediari il dovere di ottenere le migliori condizioni possibili per i clienti. Sul punto, *inter alia*, si veda A. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella MiFID II*, in La MiFID II, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), Wolters Kluwer Italia, 2016. Ancora, K. D. GARBADE e W.L. SILBER, *Best execution in securities markets: An application of signaling and agency theory*, in The Journal of Finance, 1982, 493-504 e G. FERRARINI, *Best execution and competition between trading venues—MiFID's likely impact*, in Capital Markets Law Journal, 2007, 404-413.

⁴⁶ M. DE MARI, nota 8

⁴⁷ V. COLAERT, *Building Blocks of Investor Protection: All-Embracing Regulation Tightens Its Grip*, in SSRN Electronic Journal, 2017.

⁴⁸ Il rischio può essere attenuato, gestito, non eliminato. Occorre sviluppare la consapevolezza che esso sia una componente dell'investimento e non una mera ipotesi, ancor più remota. In quanto tale deve essere consapevolmente valutato e accettato al momento della conclusione del contratto: solo così, infatti, potrà parlarsi di una sua gestione.

Compreso infatti che non è sufficiente fornire informazioni al cliente perché questi sia informato, occorre intervenire sul passaggio successivo, guardando all'informazione non più come metodo e mezzo per esonerare l'emittente o l'intermediario da responsabilità, avendo questi formalmente reso edotto il cliente di ogni particolare del prodotto, ma concentrandosi sul cliente e sulla ricezione non formale ma effettiva dell'informazione, vale a dire la fase di comprensione della stessa. Da qui la necessità di pensare a nuovi metodi di trasmissione concentrandosi sulle tecniche utili a implementare la fase successiva alla condivisione delle informazioni, cioè il loro effettivo recepimento da parte del destinatario. Il legislatore, in questo approccio pur differente, non abbandona il pilastro informativo ma lo ripensa nell'ottica di una maggiore e immediata comprensione e inserendolo in un quadro regolamentare più ampio che affida la tutela dell'investitore a una pluralità di strumenti⁴⁹.

1.2. Il rafforzamento degli strumenti con MiFID II

Il nuovo apparato normativo delinea un sistema più complesso di rimedi, che si declinano in regole di trasparenza, regole di condotta e controllo avente direttamente ad oggetto il prodotto. I diversi rimedi sono supportati meccanismi di enforcement sia privato che pubblico⁵⁰. Il rispetto della trasparenza informativa si lega alla rigorosa osservanza delle regole di condotta, sia nel controllo del merito dell'investimento, sia della gestione dei conflitti di interesse, andando a incidere direttamente sulla governance

⁴⁹ G. SPINDLER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 2011; B.I. Carlin, S. Gervais, G. Manso, *Libertarian Paternalism, Information Production, and Financial Decision Making*, in *The Review of Financial Studies*, 2013, 2204–2228.

⁵⁰ M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2020, 145 - 177: l'Autore, nel richiamare l'evoluzione avvenuta anche nel settore del diritto civile positivo e nella giurisprudenza, evidenzia come : “l'ampia varietà di tutele accordate dalla regolazione settoriale in materia finanziaria alla clientela concorre a delineare un sistema complesso in cui rimedi di natura diversa sono previsti per ogni ipotesi di violazione di regole da parte dell'intermediario, sia che si tratti di regole di condotta o di regole di trasparenza, sia che si tratti di difetti o vizi del contratto. Convivono, dunque, nell'ordinamento rimedi demolitori e risarcitori, tutele a carattere preventivo e successivo, individuali e collettive, accompagnate da meccanismi di enforcement privatistico e/o pubblicistico.”. Sul tema, ancora: O.O. CHEREDNYCHENKO, *Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law*, in *European Law Journal*, 2015. Per una ricognizione generale: BANCAD'ITALIA, *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, Roma, 2019.

dell'intermediario. In quest'ottica, il binomio intermediario-cliente deve essere guardato in una prospettiva più allargata che parte dall'organizzazione dell'intermediario⁵¹.

Il criterio di classificazione della clientela avviene in base a parametri oggettivi, riconoscendosi di conseguenza uno scarso margine di discrezionalità interpretativa all'intermediario. I nuovi elementi chiave della disciplina sono infatti rappresentati dalla tolleranza al rischio e dalla capacità di sostenere perdite da parte del cliente, dalla possibilità di effettuare comparazioni di prodotti equivalenti, nonché dalla predisposizione di specifici report di adeguatezza che accompagnano le raccomandazioni fornite⁵². L'importanza dell'informazione si declina in una duplice prospettiva: è uno scambio tra cliente e intermediario, in cui al primo è richiesto di fornire informazioni precise circa le proprie competenze ed esperienze, situazioni finanziaria, la capacità di sostenere perdite e i propri obiettivi di investimento, compreso il rischio⁵³, mentre al secondo di veicolare le informazioni necessarie perché si agisca in una piena comprensione del prodotto offerto⁵⁴.

Altra considerazione deve essere formulata in relazione non al quantum ma al *quomodo* della trasmissione delle informazioni. A questo profilo rispondono le disposizioni volte a favorire una comunicazione semplificata e chiara, attraverso l'uso di schemi, tabelle e numeri, per l'informazione di prodotti più complessi⁵⁵. In quest'ottica,

⁵¹ L. PURPURA, *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in Banca, borsa, titoli di credito, 2013; A. PERRONE, *Servizi d'investimento e tutela dell'investitore*, in Banca, borsa, titoli di credito, 2019.

⁵² Cfr. Articolo 25 della MiFID II, come integrato dalle misure di Livello 2 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 (modificato dal Regolamento delegato (UE) 2019/1253).

⁵³ Il rischio non deve essere visto più solo come una probabilità remota ma una entità intrinseca all'investimento. Cfr. nota 48.

⁵⁴ Inoltre, in caso di adeguatezza, lo scambio informativo funge da barriera a ipotesi di *misselling*: infatti, qualora il cliente non fornisca tutte le informazioni che permettono all'intermediario di comprenderne le caratteristiche o dalle informazioni fornite l'operazione non risulta adeguata, l'intermediario dovrà astenersi dal servizio (cfr. Articolo 54 paragrafo 10 del Regolamento delegato (UE) 2017/565).

⁵⁵ Un esempio è dato dall'introduzione con il Regolamento (UE) 2014/1286 per l'offerta dei prodotti di investimento assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPs) del KID (*Key Information Document*), un documento contenente informazioni chiave di tipo sintetico sul prodotto. Il KID non sostituisce il fascicolo informativo o il prospetto d'offerta ma si aggiunge a questi. In particolare, il KID è un documento breve, al massimo di tre facciate di formato A4 redatto in una lingua prescritta dallo Stato membro in cui il PRIIP è distribuito; deve permettere di comprendere il prodotto d'investimento, i suoi rischi, i suoi costi, i guadagni e le perdite

l'intento del regolatore è la ricerca di un veicolo delle informazioni che mira non più solo alla completa *disclosure*, con analiticità di dettaglio nel contenuto, quanto alla comprensibilità, anche servendosi degli strumenti della sintesi e dell'infografica.

Le informazioni precontrattuali devono essere fornite in una forma comprensibile, in modo che i clienti o potenziali clienti possano ragionevolmente capire la natura del servizio di investimento e del tipo di strumenti finanziari che sono loro proposti, i rischi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in maniera (potenzialmente) consapevole. L'informativa in fase precontrattuale è stata rafforzata anche per quanto riguarda la trasparenza dei costi dei servizi resi, che devono essere rappresentati in valori sia assoluti sia percentuali. Le prescrizioni sono analitiche e l'obiettivo è, da un lato, far emergere i costi impliciti e, dall'altro lato, consentire la comparazione tra prodotti. In tal modo si mira ad assicurare una trasparenza totale sui costi dei servizi, che va resa *ex ante* e che svela le informazioni su costi e oneri incluse quelle relative ai servizi d'investimento e ai servizi accessori; il costo dell'eventuale consulenza; il costo dello strumento finanziario raccomandato o posto in vendita; le modalità di pagamento e gli eventuali pagamenti a terzi o da terzi ricevuti (*inducements*)⁵⁶. Tuttavia, non si tratta più di una mera traslazione informativa complessa, quanto di una trasparenza improntata alla comprensione che si serve della semplicità e della chiarezza come elementi principali.

Accanto alla trasparenza informativa e alle regole di condotta dell'intermediario che, seppur maturati nella loro struttura, rimangono comunque due pilastri di tutela, nel panorama europeo prende sempre più forma l'esigenza di formulare un apparato di norme che riguardi non più solo il prodotto "dall'esterno" cioè mediante una sua descrizione o il soggetto chiamato offrirlo, bensì il prodotto in sé. Il co-legislatore è spinto a ricercare nuove forme di tutela o, più correttamente, ad architettare forme di anticipazione della tutela stessa, che si attivano già nella fase di progettazione del prodotto. Così, con MiFID

potenziali. Deve inoltre facilitare il confronto con altri prodotti simili e comprendere indicazioni sintetiche sulle caratteristiche del PRIIP, deve comprendere un indicatore sintetico di rischio integrato da una spiegazione testuale dello stesso e spiegare testualmente anche i rischi particolarmente rilevanti. Deve contenere anche scenari di performance adeguati ed esplicitare le ipotesi formulate per realizzarli.

⁵⁶ Articoli 47 e ss. del Regolamento delegato (UE) 2017/565.

Il si introduce una disciplina volta alla “product regulation”: il campo oggettivo di regolazione non è più solo la descrizione del prodotto e la condotta dell’intermediario, ma il prodotto stesso, nella sua fase di “progettazione” e nella sua fase di commercializzazione. Si cerca così di contrastare il fenomeno di mis-selling disciplinando direttamente il design del prodotto (product governance) e introducendo, a chiusura, un apparato di enforcement pubblico con i poteri di *product intervention*⁵⁷.

Insieme a quest’ultimo istituto, l’elemento di maggior novità di MiFID II è dato proprio dalla product governance.

1.2.1. (segue) la product governance

La *product governance* si fonda su un corpo strutturato di regole volte a presidiare il processo di creazione e strutturazione del prodotto. In base a tale disciplina, prima ancora che un servizio o un prodotto finanziario vengano immessi sul mercato, occorre che gli stessi siano opportunamente concepiti e strutturati in funzione delle caratteristiche di un mercato *target* di riferimento. È un sistema che interviene nella fase genetica del prodotto con l’obiettivo di voler ridurre il rischio che, nei confronti delle fasce di clientela più “deboli”, vengano convogliati prodotti non adeguati⁵⁸.

Benché nella Direttiva non sia presente una definizione dell’istituto, esso consiste in un articolato processo che è possibile suddividere nelle seguenti fasi tecniche: organizzazione generale della *product governance*; design del prodotto; test del prodotto; individuazione del mercato *target*⁵⁹; strategia di distribuzione; valorizzazione alla data di

⁵⁷ F. DELLA NEGRA, *I rimedi per la violazione di regole di condotta MIFID II: una riflessione di diritto UE*, Banca Borsa Titoli di Credito, 2020. D. BUSCH, *Product Governance und Product intervention under MiFID II/MiFIR*, in Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 2017, 409-419; G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *Product Intervention for the Protection of Retail Investors: A European Perspective* in Risques, crise financière et gouvernance: colloque transatlantique, 2013; K. TOMIC, *Product Intervention of Supervisory Authorities in Financial Services*, in Governance and Regulations’ Contemporary Issues (Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis) S. GRIMA e P. MARANO (a cura di), Emerald Publishing Limited, 2018, 229-255.

⁵⁸ Il termine è qui da intendersi nella sua accezione comune, non con significato tecnico legato alla disciplina della valutazione nel merito dell’investimento.

⁵⁹ È il momento in cui viene identificata la categoria di clienti ai quali lo strumento sarà offerto e al quale si correlano le esigenze finanziarie delle classi di clientela individuate.

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

emissione e trasparenza sui costi; mercato secondario e rimborsi; processo di monitoraggio.

L'art. 24.2 MiFID II risulta chiaro sul punto: *Le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target. L'impresa d'investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target. L'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali [...], e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.*

Non viene meno l'importanza del momento distributivo, il quale resta governato dalle regole di adeguatezza e appropriatezza nonché di trasparenza e correttezza nell'agire nel miglior interesse del cliente. Tuttavia, quel momento perde centralità normativa e la tutela non si affida più solo alle regole ora ricordate ma viene "anticipata". Al centro dell'attenzione non si pone più il comportamento degli intermediari, ma il prodotto, nell'identificazione delle sue caratteristiche e dei bisogni della clientela di riferimento. L'indagine svolta *ex ante* per allineare il prodotto alle esigenze del cliente, in relazione alla situazione finanziaria e agli obiettivi, è compiuta non a livello di singolo investitore ma di categoria generale di investitori appartenenti ad una determinata classe.

Prima della valutazione da parte dell'intermediario che presta il servizio d'investimento (fase "a valle"), che viene mantenuta, occorre stabilire "a monte" se lo strumento sia coerente con le esigenze di un determinato mercato di riferimento composto da una o più pertinenti categorie di clienti, alla quale il singolo investitore appartiene. La nuova attenzione sul governo del prodotto non fa venir meno ma, al contrario, rafforza e rende più stringenti i doveri di comportamento e di carattere organizzativa, obblighi che si rivolgono sia a *manufactures*⁶⁰ (imprese emittenti che realizzano strumenti finanziari

⁶⁰ Il "produttore" (*manufacturer*) è l'impresa che realizza un prodotto di investimento, fra cui la creazione, lo sviluppo, l'emissione o la concezione di tale prodotto, compreso ove prestino consulenza agli emittenti

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

senza distribuirli) che a *distributors*⁶¹ (imprese che offrono o raccomandano ai clienti strumenti finanziari che non sono state loro a concepire), nella convinzione che una più efficace tutela del risparmiatore può essere assicurata coinvolgendo tutti i soggetti che partecipano al ciclo di vita del prodotto. Per quanto attiene all'individuazione del mercato *target* di riferimento, questa non si basa unicamente su aspetti quantitativi, legati alla capacità economica e alle aspettative di rendimento, ma tiene conto anche di criteri qualitativi, in termini di conoscenza e capacità di comprensione del rischio. L'analisi si rivolge non al singolo e specifico investitore ma a una più ampia categoria, individuata sulla base di conoscenze teoriche ed esperienza. ESMA⁶², negli Orientamenti emanati per consentire una maggior convergenza nell'attuazione e applicazione delle nuove disposizioni, ha individuato il seguente elenco in cui figurano cinque categorie distintive: tipologia di clienti a cui è rivolto il prodotto (ove assume rilevanza assoluta la classificazione tra clienti al dettaglio e clienti professionali); conoscenza ed esperienza; situazione finanziaria e capacità di sostenere le perdite; tolleranza al rischio e compatibilità del profilo rischio/rendimento del prodotto; esigenze e obiettivi dell'investitore. Altro elemento di differenziazione è la complessità del prodotto.

L'onere di dare attuazione alla disciplina sulla product governance grava, come precedentemente accennato, sia sul produttore sia sul distributore. Tuttavia, se per il primo l'individuazione del mercato dovrà rientrare tra le fasi iniziali delle politiche e strategie di distribuzione e potrà basarsi su regole empiriche e tendenziali, per il secondo si impone una definizione più concreta data la conoscenza più specifica del cliente. Il *target market*⁶³ dovrà individuarsi sia in positivo, ossia definendo la clientela alla quale

societari sul varo di un nuovo prodotto. (cfr. ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi di MiFID II*, 05 febbraio 2018).

⁶¹ Il "distributore" (*distributor*) è l'impresa che offre, raccomanda o vende un servizio e un prodotto di investimento al cliente. (cfr. ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi di MiFID II*, 05 febbraio 2018).

⁶² L'ESMA, *European Securities and Markets Authority*, è l'autorità indipendente dell'UE che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'unione Europea rafforzando la protezione degli investitori e promuovendo la solidità dei mercati finanziari. Insieme all'*European Banking Authority* (EBA), competente sulle banche e attività bancarie e l'*European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) competente su assicurazioni e fondi pensione, fa parte delle tre Autorità europee preposte alla vigilanza sui mercati finanziari eurounitari. Il ruolo delle Autorità e la struttura di vigilanza sui mercati saranno oggetto di trattazione nel Capitolo II.

⁶³ Per "target market" si intende la tipologia di clientela alla quale lo strumento si indirizza.

il prodotto è destinato, sia in negativo, ossia definendo le categorie per le quali esso non è idoneo. I prodotti devono essere adeguati, fin da subito, al profilo dei bisogni del cliente, sia esso *retail*, professionale o controparte qualificata. Le imprese di investimento saranno così chiamate a comprendere le caratteristiche degli strumenti offerti e ad istituire, riesaminandole periodicamente, politiche efficaci per identificare la categoria del cliente alla quale fornire il prodotto o il servizio, nonché ad assicurarsi che l'informazione, che conserva un ruolo fondamentale, sui servizi finanziari prestati, sia veicolata in maniera effettiva al cliente. In particolare, i *manufacturer* dovranno garantire che i prodotti finanziari siano concepiti per rispondere alle esigenze di un mercato di riferimento di clienti finali e devono adottare tutti i provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari stessi siano distribuiti proprio al mercato individuato, riesaminando regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono ed il loro rendimento. I *distributor*, invece, fermi gli obblighi circa la valutazione di appropriatezza o adeguatezza, dovranno disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento e alla sua identificazione, nonché in merito alle caratteristiche del prodotto che offrono e/o raccomandano.

Il percorso volto a rafforzare la tutela del cliente si inserisce in una linea evolutiva che trova ancora tra gli elementi principali quello di un'informazione chiara, leale e non ingannevole. A tal proposito, la MiFID II mantiene in gran parte le medesime regole dettate dalla precedente Direttiva⁶⁴. Tuttavia, le regole di protezione dell'investitore di per un'informazione corretta, chiara e non fuorviante non sono più esclusive ma complementari agli istituti introdotti.

Inoltre, risulta evidente come, sia nell'informazione sia nell'individuazione della clientela e, più in generale, nelle regole di organizzazione del produttore e dell'intermediario, ciascuna prestazione debba essere effettuata fornendo un'analisi del

⁶⁴ L'Articolo 19 paragrafo 2 della MiFID I prevedeva che: "Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti sono corrette, chiare e non fuorvianti". [...]. La medesima disciplina è oggi dettata all'articolo 24, paragrafo 3 della MiFID II.

prodotto o del servizio che sia però già declinata in relazione alla categoria di cliente di riferimento.

1.2.2. (segue) la *product intervention* (rinvio)

Al fine di rafforzare le regole sul prodotto, accanto alla *product governance* si inserisce la *product intervention*, che, come già anticipato, si sostanzia nel potere affidato alle Autorità competenti di limitare o vietare la commercializzazione, la vendita o lo scambio di prodotti finanziari. È uno strumento di *extrema ratio*, che si pone come ultimo baluardo nella tutela dell'investitore. In questa chiave esso diventa l'elemento di chiusura e presidio ove altri strumenti, compresa la *product governance*, non si rivelino risolutivi. Nella scala di rimedi e in risposta al "fallimento" dei tradizionali strumenti regolatori, il co-legislatore mette in campo l'intervento autoritativo⁶⁵.

L'analisi dell'istituto sarà oggetto di trattazione nel Capitolo II a cui si rinvia.

L'analisi dell'evoluzione regolamentare nella tutela dell'investitore appena affrontata, tuttavia, non menziona una tappa fondamentale. Il passaggio dall'apparato di tutela delineato da MiFID I al sistema riformulato con MiFID II e MiFIR che ha aggiunto un "terzo pilastro" di protezione non si deve esclusivamente al co-legislatore europeo. La necessità di una riforma, infatti, parte dai Singoli Stati membri con misure che, in una prospettiva *ex post*, possono dirsi anticipatorie di quello che diverrà l'attuale framework legislativo dei mercati.

1.3. Le misure adottate dalle Autorità nazionali competenti prima dell'entrata in vigore della disciplina eurounitaria

A partire dal primo decennio del Duemila è comune negli Stati Membri dell'Unione Europea il clima di riforme nel settore della regolamentazione del mercato finanziario. Le crisi economico-finanziarie del 2008 e poi del 2011 hanno spinto, come inevitabile risposta, verso un cambiamento di prospettiva nella vigilanza: in questa rinnovata fase l'attenzione delle autorità si sposta sul prodotto e sull'offerta dello stesso,

⁶⁵ V. BAVOSO, *Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: Between the STS Regulation and ESMA Product Intervention Powers*, in *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Regulatory Responses, and Beyond*, D. CASH e R. GODDARD (a cura di), 2020.

ponendo in correlazione le sue caratteristiche con quelle del cliente finale e rafforzando l'intero apparato di tutela⁶⁶.

In particolare, in relazione alla predisposizione di nuovi strumenti volti a rafforzare la tutela del mercato (anche attraverso la protezione dell'investitore) e il controllo della vendita dei prodotti, le legislazioni nazionali sembrano aver anticipato, con interventi piuttosto stringenti, i precui obiettivi del sistema MiFID II.

Così il Belgio, con la legge del 30 luglio 2013 che emendava la “Legge del 2 agosto 2002 sulla supervisione del settore finanziario e sui servizi finanziari”, aveva provveduto a rafforzare, *inter alia*, i poteri di intervento della *Financial Services and Markets Authority* nel sospendere la negoziazione di strumenti finanziari, quando si verificava un rischio per il funzionamento o la stabilità di un mercato regolamentato⁶⁷. L'Autorità aveva da subito posto l'attenzione su diversi tipi di derivati particolarmente rischiosi, distribuiti al pubblico in Belgio tramite piattaforme di commercio elettronico e ritenuti non adatti per gli investitori al dettaglio. Il risultato dell'analisi svolta dall'Autorità avrebbe portato all'elaborazione di un nuovo testo legislativo, il “Regolamento dell'Autorità dei mercati e dei servizi finanziari che disciplina la distribuzione di alcuni strumenti finanziari derivati ai clienti retail, approvato dal Regio Decreto del 21 luglio 2016” e in vigore dal 18 agosto 2016. Il Regolamento si componeva di due elementi. Il primo consisteva nel divieto di distribuzione ai consumatori tramite piattaforme di commercio elettronico di: opzioni binarie; contratti derivati con scadenza inferiore a un'ora; contratti derivati con leva finanziaria, come contratti per differenza e

⁶⁶ Già in questa fase si evidenzia un cambiamento di prospettiva con strumenti che arrivano a incidere direttamente sul contratto di investimento.

⁶⁷ L'art. 30 bis disponeva che il Management Committee della FSMA “prohibit or make subject to restrictive conditions the distribution - or certain forms of distribution - of financial products or certain classes of financial products to retail clients; promote transparency of such products, of certain categories of such products, or of the risks, prices, remuneration and costs associated with such products by way of the obligation to affix a label or other; recommend a standard questionnaire to define the investor profile of users of financial products”. Sulla base di tale articolo, nel 2014 l'Autorità ha emanato il Regolamento dell'Autorità dei mercati e dei servizi finanziari che disciplina la distribuzione di alcuni strumenti finanziari derivati ai clienti retail, approvato dal Regio Decreto del 24 aprile 2014 e due anni dopo il Regolamento dell'Autorità dei mercati e dei servizi finanziari che disciplina la distribuzione di alcuni strumenti finanziari derivati ai clienti retail, approvato dal Regio Decreto del 21 luglio 2016.

contratti *spot forex*. Il secondo elemento era il divieto di una serie di tecniche di distribuzione aggressive od inappropriate utilizzate nella distribuzione di derivati OTC ai consumatori. Il fine non era solo quello di tutelare gli interessi specifici dei consumatori, ma anche di contribuire a garantire l'integrità del mercato e la fiducia del pubblico nel settore finanziario.

Ancor prima il Regno Unito aveva intrapreso un “*new approach to consumer protection*”⁶⁸, più incisivo e interventista nella regolamentazione del settore, guardando a un impianto normativo che anticipasse i controlli e sottoponesse le imprese a una più attenta vigilanza, soprattutto in fase di commercializzazione. Il tema centrale era stato quello di un “*early intervention*”, che si declinava in maggiori obblighi di trasparenza imposti agli intermediari, controlli in fase di designazione del prodotto e da ultimo l'intervento dell'Autorità competente “where we identify products with features that have the potential to cause significant detriment to consumers, or where we identify products that have the potential to cause significant detriment because of firms' flawed governance and distribution strategies”⁶⁹. Con il trasferimento alla *Financial Conduct Authority* dei compiti di vigilanza sulle imprese di investimento, di protezione dei consumatori e di promozione dell'efficienza e dell'integrità del sistema finanziario del Regno Unito, la *Financial Services Authority* aveva da subito precisato che l'obiettivo della nuova regolamentazione non sarebbe stato quello di dettare le caratteristiche che il prodotto avrebbe dovuto avere per salvaguardare il mercato, ma di predisporre un apparato idoneo a correggere i problemi, ai quali il solo sistema concorrenziale e la precedente struttura normativa non erano stati in grado di fare fronte. Su questa linea, la *Financial Conduct Authority* da una parte aveva messo in campo regole più severe per le imprese che offrivano contratti per differenza (CFDs) a clienti al dettaglio, dall'altra aveva qualificato le opzioni binarie come “scommesse”, per le caratteristiche intrinseche che le rendono più simili ai giochi d'azzardo che agli investimenti.

⁶⁸ Financial Services Authority, *DP11/1 Product intervention, January 2011*; Id., *FS11/3 Product intervention - Feedback Statement on DP11/1*, June 2011

⁶⁹ Financial Services Authority, *DP11/1 Product intervention, January 2011*, § 2.25, 21.

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

In Francia, l'Autorité des marchés financiers aveva focalizzato l'attenzione sull'esposizione al pericolo posto agli investitori al dettaglio da una forte speculazione in prodotti come spot forex e il trading di opzioni binarie. Oltre alle richieste di campagne di sensibilizzazione pubblica, il regolatore aveva introdotto le misure previste dalla legge "Sapin II"⁷⁰, che prescriveva il divieto di pubblicità elettronica per determinati prodotti.

In Italia, la Consob aveva pubblicato sul proprio sito web una "Comunicazione a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a CFDs e opzioni binarie"⁷¹, prodotti questi definiti come nuove forme di investimento finanziario altamente speculative, rischiose e complesse e per tale motivo non giudicati adatti per la gran parte degli investitori. Anche la Consob, così come le altre Autorità nazionali competenti summenzionate, aveva posto l'attenzione sulle pratiche commerciali con cui questi strumenti erano offerti alla clientela: pratiche condizionanti e che celavano la reale portata dei rischi che un investimento di tal tipo comporta.

Uno studio condotto dal Securities and Markets Stakeholder Group dell'ESMA⁷², che si è occupato di raccogliere le misure di intervento sul prodotto intraprese dalle autorità nazionali competenti prima dell'entrata in vigore della MiFID II e del MiFIR, indica come almeno nove Stati avessero adottato misure di intervento sul prodotto, proibendo o limitando la commercializzazione e la vendita di prodotti ritenuti, per le loro caratteristiche non adatti alla clientela retail in termini di comprensibilità e di rapporto rischio - rendimento. L'approccio in questa fase non è stato uniforme tra i diversi paesi: si rinvennero misure vincolanti per i partecipanti al mercato e altre che si pongono quali mere raccomandazioni, non seguite da alcun valore precettivo. Circa lo scopo perseguito, tuttavia, tutte le misure miravano alla protezione degli investitori e, in particolare, di quelli riconducibili alla categoria "retail".

⁷⁰ Legge Francese n° 2016-1691 del 9 Dicembre 2016.

⁷¹ CONSOB, *Comunicazione Consob a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a investimenti in cfd e opzioni binarie*, 07 Febbraio 2017, tratto da www.consob.it.

⁷² ESMA, *Own initiative report on product intervention under MiFIR*, 16 June 2017, ESMA22-106-264, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-264_smsg_own_initiative_report_product_intervention_0.pdf.

1.4. Product intervention: novità?

La possibilità di incidere direttamente sul prodotto, vietandone o limitandone la commercializzazione, distribuzione e vendita è stata accolta come una novità che ha chiamato a interrogarsi anche sulla conformità di un simile potere rispetto al quadro istituzionale europeo. È, tuttavia, fondamentale chiedersi se davvero possa parlarsi, in relazione all'istituto di *product intervention*, di novità o se, invece, esso trovi precedenti nella disciplina europea o nella regolamentazione nazionale.

L'analisi può essere svolta in una duplice direzione: da una parte analizzando se le misure intraprese dai singoli Stati Membri prima delle regole di armonizzazione introdotte dal MiFIR e qui analizzate possano essere considerate antecedenti della disciplina europea; dall'altra vagliando se all'interno della regolamentazione dell'Unione vi siano stati modelli capaci di ispirare l'intervento autoritativo.

In relazione al primo elemento, ci si è chiesti se queste misure, adottate prima dell'entrata in vigore del sistema introdotto con il Regolamento MiFIR possano essere comunque considerate misure di *product intervention*, anticipative dell'istituto eurounitario. Parte della dottrina⁷³ pone l'accento sul dato formale, partendo dall'evidenza che, perché le misure intraprese a livello nazionale prima dell'entrata in vigore del sistema MiFID II possano qualificarsi comunque come misure di *product intervention*, occorrerebbe che esse fossero state attuate nel rispetto delle prescrizioni MiFIR, se non su base vincolante, almeno su base volontaria, con forme e contenuti in tutto e per tutto simili a quelli che, successivamente, le regole MiFIR avrebbero stabilito. Tali elementi non sono stati riscontrati nelle misure adottate dai singoli stati membri, portando così ad escludere che si possa porre una linea di continuità tra queste e le future misure che saranno adottate nella vigenza del Regolamento MiFIR.

Inoltre, la possibilità di parlare di “continuità” rispetto alle misure ex MiFIR viene smentita sulla base del fatto che risulta mancante il carattere di massima armonizzazione, aspetto quest'ultimo che si sarebbe potuto raggiungere attraverso la notifica prevista

⁷³ Parla di “situazione differente” V. COLAERT, *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020.

dall'art. 4 della Direttiva 2006/73/CE, recante modalità di esecuzione della MiFID I. Nessuno degli Stati Membri che abbia adottato le misure qualificabili come *product intervention* ha provveduto a tale comunicazione. Pertanto, le misure adottate prima dell'introduzione della disciplina di *product intervention* con la MiFIR, sono da considerarsi come provvedimenti autonomi e volontari dei singoli Stati.

A parere di chi scrive, invece, tale conclusione non appare condivisibile. È rilevante, infatti, sottolineare la reazione comune dei singoli Stati Membri, che prima di una espressa previsione normativa di rango comunitario, hanno avvertito l'esigenza di adottare poteri di intervento. Ciò può qualificarsi come espressione di una esigenza sviluppatasi autonomamente ma similmente e che ha permesso poi la predisposizione di una disciplina comune e coordinata, pur nei limiti alla cui analisi saranno dedicati i capitoli a seguire.

Quanto previsto infatti dalla disciplina MiFIR è solo successivo alla vigenza delle misure nazionali e risulta non conforme la pretesa che tali misure seguano già i dettami di disposizioni che non possono che disciplinare per l'avvenire. È dunque possibile porre le misure "ante MiFIR" e "post MiFIR" su una medesima linea di continuità in forza della comunione di scopo, del pari oggetto di intervento e dello strumento utilizzato. Per la prima volta, infatti, le Autorità intervengono su un contratto di investimento già concluso o ne impediscono la conclusione e lo fanno in quanto tale contratto ha ad oggetto la vendita o lo scambio di prodotti finanziari ritenuti "pericolosi" per una clientela retail a tal punto che nessun altro strumento risulterebbe idoneo a prevenirne o a contrastarne le conseguenze. Seguendo questa lettura, il percorso che si è delineato nel panorama europeo ha visto un crescendo di protezione che ha uniformato i modelli nazionali e ha previsto un ulteriore livello affidato in via sussidiaria all'autorità di supervisione europea. Pertanto, non si ritiene che possa parlarsi di un intervento "innovativo" del co-legislatore, quanto piuttosto di una presa d'atto da parte di quest'ultimo della necessità di affrontare il problema su scala unitaria adoperando uno strumento identificato già dalle Autorità nazionali competenti, alle quali, anche il Regolamento europeo lascerà il potere in via principale, aggiungendo la sussidiarietà del presidio unionale.

Per quanto, invece, attiene alla modalità in cui si articolano i poteri di *product intervention*, il modello di riferimento a cui il legislatore del regolamento MiIFR si è

ispirato si rinviene nelle misure di intervento sullo short selling⁷⁴. In particolare, il Regolamento 2012/236 istituisce obblighi di trasparenza e interventi diretti sull'attività di *short selling*.⁷⁵ Così sono attribuiti all'ESMA poteri di intervento che, oltre a consentire l'adozione di una misura più tradizionale quale la comunicazione di posizioni nette corte, possono vietare o restringere le vendite allo scoperto o l'acquisizione di una posizione netta corta per determinati strumenti finanziari. La possibilità di esercizio di tali poteri è subordinata alla triplice condizione che l'esercizio degli stessi sia rivolto ad affrontare «una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità del sistema finanziario», che sussistano implicazioni transfrontaliere che nessuna Autorità competente abbia adottato misure volte a fronteggiare la minaccia (o, se adottate, esse non risultano sufficienti a farvi fronte). L'intervento da parte dell'Autorità di supervisione europea è, infatti, sussidiario rispetto a quello che compete alle Autorità nazionali e che si sostanzia anch'esso nell'inasprimento dei doveri di trasparenza e nella restrizione alle vendite allo scoperto qualora sussistano le condizioni di grave minaccia al mercato o alla stabilità finanziaria e l'esercizio dell'intervento non risulti sproporzionato rispetto ai benefici. In particolare, l'art. 20 del Regolamento assegna, al ricorrere delle summenzionate condizioni, alle Autorità nazionali competenti il potere di disporre verso persone fisiche o giuridiche il divieto o la restrizione alle pratiche di vendita allo scoperto o ad operazioni che possano conferire vantaggi per la diminuzione del prezzo o del valore di uno strumento finanziario. L'art. 18, invece,

⁷⁴ Per “short selling” (o “vendita allo scoperto”) si intende una strategia di investimento che consente di conseguire un profitto dalla discesa dei prezzi: il venditore incassa il prezzo al momento della conclusione del contratto e, in ragione dell'andamento ribassista, paga un prezzo minore per comprare lo strumento finanziario da consegnare al compratore, conseguendo un profitto pari alla differenza. Così A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2020.

⁷⁵ Regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap). Il legislatore eurounitario ha così introdotto una disciplina uniforme in materia di vendite allo scoperto prevedendo strumenti restrittivi e misure di intervento volti a evitare manipolazioni di mercato e rischi sistemici. Per un'analisi sull'introduzione della disciplina si vedano: V. BABIS, *The power to ban short-selling and financial stability: the beginning of a new era for EU agencies?*, in *The Cambridge Law Journal*, 2014, 266-270; P. DIXON, *Why do Short Selling Bans Increase Adverse Selection and Decrease Price Efficiency?*, in *Review of Asset Pricing Studies*, 2020; M. D. GREENBERG et al., *Systemic Risk and Accounting Approaches. Fair Value Accounting, Historical Cost Accounting, and Systemic Risk: Policy Issues and Options for Strengthening Valuation and Reducing Risk*, Rand Corporation, 2013, 17-26.

prevede il potere di imporre un obbligo di notifica o comunicazione al pubblico della posizione netta corta in relazione a uno specifico strumento finanziario (o a una categoria di strumenti) quando la posizione raggiunge una certa soglia fissata dalla stessa Autorità. Tali poteri, qualora sussistano le condizioni di minaccia alla stabilità del sistema finanziario o all'integrità dei mercati, se non posti in essere dalle Autorità nazionali competenti possono essere adottati dall'ESMA (art. 28). Le misure di intervento non possono eccedere la durata di tre mesi; tuttavia, qualora le condizioni per la loro attuazione persistano, possono essere prorogate per ulteriori periodi mai superiori ai tre mesi. All'Autorità europea spetta, pertanto, un potere di azione esercitabile solo in via sussidiaria. Tuttavia, ad essa è affidato il ruolo di coordinamento per le misure adottate a livello nazionale e di giudizio sulla verifica della sussistenza delle condizioni perché possano essere poste in essere, giudizio che si esprime in un parere da rendere entro ventiquattro ore dalla notifica dell'adozione della misura da parte dell'Autorità competente. Il parere non è vincolante ma qualora l'Autorità intenda discostarsene deve pubblicare dettagliata motivazione di tale scelta secondo il principio *comply or explain* (art. 27).

Questi sono elementi che, come si analizzerà più dettagliatamente nel secondo capitolo, costituiscono anche la struttura dell'istituto di *product intervention*: la vigilanza e il potere di intervento affidati alle singole Autorità nazionali competenti e un ruolo sussidiario delle Autorità europee. Ed è proprio il Regolamento short selling ad aver posto i primi interrogativi sulla legittimità di intervento affidato alle Agenzie europee⁷⁶.

Seguendo una linea evolutiva, si può affermare che già in relazione alle misure sullo short selling possa parlarsi di *product intervention*. Tale conclusione porta a ribadire

⁷⁶ Corte di Giustizia (Grande Sezione) del 22 gennaio 2014, causa C-270/12, *Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea*. Il caso origina dal ricorso di annullamento sollevato dinanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, ai sensi dell'art. 263 TFUE, dal Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro il Parlamento Europeo e il Consiglio circa l'articolo 28 del Regolamento short selling. La pronuncia, come si analizzerà nel Capitolo II del presente elaborato, rappresenta un *leading case* in tema di agenzie europee e in particolare affronta il problema dei poteri esercitabili in concreto dalle Autorità di supervisione (in particolare, ESMA, EBA ed EIOPA).

Gli strumenti di investor protection nella disciplina eurounitaria

che in relazione ai poteri di intervento introdotti dal MiFIR⁷⁷ non possa parlarsi propriamente di novità, quanto piuttosto di un rafforzamento dell'apparato di vigilanza condotto attraverso l'estensione di strumenti già esistenti, a livello nazionale o, in relazione all'esempio delle vendite allo scoperto a livello europeo.

⁷⁷ E, per il settore assicurativo, dal Regolamento PRIIPs.

CAPITOLO II

LA DISCIPLINA DI *PRODUCT INTERVENTION*

SOMMARIO: 2.1. Le Autorità di Supervisione europee - 2.1.1. Il fondamento “costituzionale” delle Autorità - 2.2. La disciplina di *product intervention* - 2.2.1. (segue): il quadro normativo - 2.2.2. (segue): i Regolamenti istitutivi delle Autorità di supervisione europee - 2.2.3. Il campo di applicazione soggettivo - 2.2.4. Il campo di applicazione oggettivo - 2.2.5. I poteri di intervento delle Autorità europee - 2.2.6. I poteri di intervento delle Autorità nazionali - 2.2.7. Il coordinamento tra Autorità - 2.2.8. Criteri per l’applicazione: gli atti delegati della Commissione - 2.3. Il rapporto tra le Autorità di supervisione europee e nazionali nell’adozione dei poteri di intervento - 2.4. Il recepimento della disciplina nazionale (Italia).

2.1. Le Autorità di supervisione europee

Al centro del nuovo quadro normativo europeo delineato con il cd. Pacchetto Mifid II e, in particolare, del cambio di prospettiva attuato in considerazione dell’introduzione del terzo pilastro di tutela dell’investitore, si pongono le autorità di supervisione eurounitarie competenti sui mercati finanziari dell’Unione: l’*European Securities and Markets Authority* (ESMA) per i mercati finanziari, l’*European Banking Authority* (EBA) per il settore bancario, l’*European Insurance and Occupational Pension Authority* (EIOPA) per il settore delle assicurazioni e dei fondi pensione, collettivamente note con l’acronimo ESA (*European Supervisory Authorities*). Quali organismi specializzati, dotati di una distinta personalità giuridica e di autonomia finanziaria e organizzativa, esse fanno parte delle agenzie europee a supporto delle istituzioni dell’UE per materie tecnicamente complesse. L’ ESMA, l’EBA e l’EIOPA sono state istituite rispettivamente con i Regolamenti (UE) 1095, 1094 e 1093 del 2010 e sono operative a partire dal 1° gennaio 2011¹.

¹ Le tre Autorità sono nate dalla trasformazione dei precedenti comitati di terzo livello: *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS), *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS) e *Committee of European Securities Regulators* (CESR). Cfr. Considerando n. 10 del Regolamento (UE) n. 1095/2010: *Occorre che le autorità europee di vigilanza (in prosieguo, collettivamente: le «AEV») sostituiscano il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria, istituito con decisione 2009/78/CE della Commissione, il comitato delle autorità europee di vigilanza delle*

La disciplina di product intervention

Le ESA sono frutto delle riforme intervenute in risposta alla crisi del primo decennio del Duemila: è proprio la crisi economico-finanziaria del 2008 ad esser stata lente di ingrandimento delle criticità poste dalla frammentarietà di una vigilanza affidata quasi esclusivamente ad attori nazionali, imponendo così una riformulazione dell'architettura della regolamentazione e del controllo sui mercati. Si è così compresa la necessità che l'apparato di supervisione dovesse essere configurato attraverso un duplice sistema di vigilanza, macroprudenziale e microprudenziale, che operasse su due piani distinti ma improntati al dialogo e all'interconnessione. È quanto emerge dal documento *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*, che raccoglie i risultati del gruppo di lavoro presieduto da Jacques de Larosière, al quale era stato affidato il compito di riformulare il sistema di vigilanza comunitario. In esso si mostra come occorresse un rafforzamento delle strutture a livello unionale. In questa chiave, se le autorità nazionali assolvevano (e dovevano continuare ad assolvere) un ruolo di monitoraggio e controllo di prossimità rispetto ai mercati di riferimento, poiché più vicine e preparate rispetto alle realtà di competenza, un livello di vigilanza sovraordinato si rendeva necessario al fine di assicurare un coordinamento, una garanzia più rafforzata e una maggiore effettività soprattutto nell'affrontare rischi sistemici². Sulla base di questi principi si è dato vita all'attuale assetto della supervisione sui mercati finanziari europei. La scelta è ricaduta su un riparto di competenze ancora settoriale e a doppio livello, nazionale e comunitario (ora, *rectius*, eurounitario).

*assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali, istituito con decisione 2009/79/CE della Commissione, e il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, istituito con decisione 2009/77/CE della Commissione, e assumano tutti i compiti e tutte le competenze di questi comitati, incluso il proseguimento dei lavori e dei progetti in corso, se del caso. [...]. Per un'analisi della riforma V. N. MOLONEY, *Reform or revolution? The financial crisis, EU financial markets law, and the European Securities and Markets Authority*, in *The International and Comparative Law Quarterly*, 2011, 521-533; N. MOLONEY, *Resetting the location of regulatory and supervisory control over EU financial markets: lessons from five years on*, in *The International and Comparative Law Quarterly*, 2013, 955-965; T. PAPADOPOULOS, *European System of Financial Supervision*, in R. Wolfrum (eds), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, Oxford, 2014; V. TURCHINI, *I mercati di settore europei verso una regolazione realmente indipendente*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2020, 768 ss.*

² Così il punto 185 del Rapporto: “[...] The supervisor of the home Member State will continue to function as the first point of contact for the firm, whilst the European centre should coordinate the application of common high level supervisory standards, guarantee strong cooperation with the other supervisors, and, as importantly, guarantee that the interests of host supervisors are properly safeguarded.”

La disciplina di product intervention

Specialità, prossimità e coordinamento sono i concetti chiave del quadro di vigilanza riformato: specialità, secondo l'articolazione per materia in bancaria, finanziaria e assicurativa, suddivisione che tende a connotare la disciplina di vigilanza e di regolazione; prossimità, quale scelta di devolvere il potere di intervento in via principale alle autorità nazionali competenti e solo in via sussidiaria a quelle eurounitarie; infine, coordinamento, quale ruolo principe affidato a queste ultime, sia attraverso un potere di azione che può esercitarsi quando quello nazionale non appare "sufficiente" o "adatto", sia attraverso la formulazione di raccomandazioni e linee guida in una sorta di funzione nomofilattica assolta dalle disposizioni regolatrici.

Il risultato del recepimento delle linee di indirizzo elaborate nel Rapporto De Larosière ha dato vita a un apparato di vigilanza piuttosto rafforzato e articolato, con l'obiettivo di assicurare una vigilanza finanziaria coerente e uniforme all'interno dell'Unione Europea. Il sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) è così costituito su un doppio livello, microprudenziale e macroprudenziale, comprendente il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (*European Systemic Risk Board, ESRB*), le tre Autorità di supervisione europee e le Autorità nazionali competenti.

Il dovere di sorvegliare sui potenziali rischi alla stabilità finanziaria nell'area europea, derivanti da sviluppi macroeconomici e da accadimenti che interessano il sistema finanziario nel complesso, è affidato all'*European Systemic Risk Board (ESRB)*, istituito con Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio. L'ESRB ha compiti di identificazione, raccolta e analisi dei fattori di rischio, comunicazione delle informazioni rilevate, controllo circa la loro effettiva attuazione e coordinamento con gli altri enti di settore, europei e internazionali.

All'ESRB partecipano, insieme alle altre Istituzioni che lo compongono, tra cui la BCE e la Commissione, le tre Autorità europee che vigilano sui mercati finanziari, bancari e assicurativi. Ad esse sono affidati i compiti di realizzazione di un insieme di regole comuni, tramite la formulazione di pareri alle istituzioni europee, l'elaborazione di raccomandazioni, orientamenti e progetti di norme tecniche da trasporre in atti giuridici da parte della Commissione, nonché di contribuire a una coerente ed uniforme applicazione del diritto dell'Unione, assicurando una convergenza delle prassi di vigilanza. A differenza dei Comitati che le hanno precedute, le ESA non sono meri organi consultivi o di raccordo tra le diverse autorità nazionali, ma ad esse sono attribuiti poteri

La disciplina di product intervention

di intervento diretto e di vigilanza a livello dell'UE, secondo la disciplina prevista dai regolamenti istitutivi e nel diritto derivato di settore. Così prescrive l'art. 17 dei Regolamenti 1093/2010, 1094/2010 e 1095/2010, che detta la disciplina di intervento delle tre Autorità nel caso di violazioni del diritto dell'Unione. Ancor più, rileva la facoltà di intervento nelle situazioni che minacciano gravemente il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari, o la stabilità del sistema finanziario dell'Unione, facilitando e coordinando l'intervento delle Autorità nazionali (art. 18)³.

Alle agenzie europee è inoltre attribuito il potere di risolvere eventuali controversie tra Autorità competenti in situazioni che riguardano l'applicazione transfrontaliera delle norme europee, svolgendo attività di mediazione, ovvero, in caso di mancata conciliazione, adottando decisioni vincolanti nei confronti delle Autorità stesse (art. 19). Nonostante l'affermazione, più volte richiamata, del carattere sussidiario dei poteri affidati alle Autorità europee, è inevitabile che gli interventi di queste siano destinati, in caso di diversità nelle scelte di intervento, a prevalere, con conseguente venir meno delle misure intraprese dalle Autorità domestiche nell'azione di vigilanza pubblica.

Oggi l'apparato di supervisione europeo è nuovamente al centro delle politiche dell'Unione Europea. Nel settembre del 2015, infatti, è stato avviato il piano per la realizzazione della *Capital Markets Union* che ha come obiettivo il compimento di un mercato dei capitali unionale unico e integrato⁴. La riforma della supervisione sui mercati finanziari costituisce un importante obiettivo del piano ed è volta a rafforzare la convergenza della vigilanza al fine di superare la frammentarietà che ancora caratterizza

³ L'impostazione suggerisce anche che le Autorità competenti siano nella posizione migliore, in quanto più prossima, per controllare o reagire a un evento o a uno sviluppo sfavorevole.

⁴ Sulla *Capital Markets Union* si veda N. MOLONEY, *EU Financial Market Governance and the Retail Investor: Reflections at an Inflection Point*, in *Yearbook of European Law*, 2018, 251-304. Il piano per la CMU è stato rilanciato (rinnovato) nel settembre 2020 a seguito delle riforme avviate in risposta alla crisi pandemica da Covid-19 divenendo uno dei piani di supporto dell'economia verso la realizzazione degli obiettivi nelle transizioni verde e digitale, in un'ottica di competitività globale per l'Unione. La riforma della supervisione sui mercati finanziari costituisce la "sedicesima azione" del piano ed è volta a rafforzare la convergenza della vigilanza al fine di superare la frammentarietà che ancora caratterizza il settore. Il piano è consultabile su: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en.

La disciplina di product intervention

il settore⁵. Uno dei principali risultati in questo progressivo cammino è stato il Regolamento (UE) n. 2019/2175⁶ che interviene modificando, *inter alia*⁷, i Regolamenti istitutivi delle ESA. Tra le novità si inserisce la proroga della durata temporale delle misure che possono essere adottate ai sensi dell'art. 9 dei Regolamenti Istitutivi⁸, che passa da un massimo di tre mesi a sei con la possibilità di proroga fino a un anno in caso di due rinnovi consecutivi⁹. Si tratta di una previsione centrale per l'istituto di *product intervention*, come sarà meglio indicato in seguito.

Affrontando l'analisi secondo una linea di continuità, è possibile affermare che se il modello elaborato (e poi attuato) sulla base del Rapporto de Larosière costituisce la fase di avvio di un nuovo sistema di vigilanza dell'Unione, il piano elaborato all'interno dei

⁵ Nel clima di riforme per la realizzazione della Capital markets Union, si segnala che il 12 marzo 2021 la Commissione ha avviato una consultazione sulla *supervisory convergence*, conclusasi il 21 Maggio 2021. Dai risultati emersi, se da una parte si riconosce la necessità di una maggior centralità dei poteri in capo a un'autorità di supervisione sovranazionale, in particolare per quanto attiene ai profili connessi ai campi della sostenibilità o della digitalizzazione, oggi imperanti, dall'altra si sottolinea ancora l'esigenza di lasciare la competenza alle Autorità nazionali in quanto "più vicine" al mercato e per questo più idonee a comprenderne i rischi e porvi rimedio. Per maggiori dettagli v. *Targeted consultation on the supervisory convergence and the single rulebook - summary of responses*, disponibile su: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-ESA-review-summary-of-responses_en.pdf.

⁶ Regolamento (UE) 2019/2175 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 dicembre 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 600/2014, sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il regolamento (UE) 2015/847, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi.

⁷ L'intervento normativo ha riguardato, oltre ai Regolamenti istitutivi delle ESA, anche EuVeca, ELITF, EuSEF, MiFIR, Regolamento Prospetto e Regolamento sul Benchmark.

⁸ L'argomento sarà trattato più dettagliatamente nel paragrafo 2.2.2. del presente Capitolo.

⁹ Tuttavia, il dettato normativo qui è di carattere generale: qualora i regolamenti disciplinanti i singoli settori prevedano ancora una durata inferiore si applicherà la durata ivi indicata, in forza del principio di specialità. Ad esempio, l'estensione del limite temporale non sembra potersi applicare anche alle misure di intervento di *short selling*: nonostante il rinvio operato dall'articolo 28 del Regolamento Short Selling all'articolo 9, paragrafo 5 del Regolamento (UE) n. 1095/2010, la norma statuisce espressamente una durata inferiore per le misure (tre mesi), previsione non modificata e che trova applicazione in forza del principio di specialità. Lo stesso vale per le misure di *product intervention* previste dal Regolamento PRIIPs. Sul punto si rinvia al paragrafo 2.2.5 del presente Capitolo.

progetti per la *Capital Markets Union* è definibile come il suo più naturale sviluppo. Se tuttavia, con il gruppo di lavoro de Larosière si era compiuto il “coraggioso salto” per un cambiamento ridisegnando la struttura della vigilanza finanziaria¹⁰ secondo l’assetto che ancora oggi è presente, il pieno compimento della CMU appare un obiettivo ancora lontano, portando attualmente a un sistema ancora ibrido e incerto nella sua definizione. Da una parte, infatti, si pone la volontà di realizzare un sistema pienamente unito e integrato che rispecchi l’idea di un mercato finanziario unionale e non più una pluralità di mercati nazionali in cui la struttura dell’Unione appare solo come sovraordinata e preposta a ruolo di coordinamento¹¹, dall’altra restano fermi una ancora non piena integrazione e un sistema ancora stretto nella rigidità dei confini nazionali.

2.1.1. Il fondamento “costituzionale” delle Autorità

Questo scenario ha inevitabilmente riacceso i riflettori sul ruolo delle Autorità nella regolazione del mercato e sulla legittimità dell’esercizio dei poteri di intervento alla luce del quadro istituzionale europeo, in particolare rispetto ai limiti “costituzionali” imposti dai Trattati e dalla giurisprudenza della Corte di giustizia¹².

¹⁰ K. BOTOPOULOS, *The European Supervisory Authorities: role-models or in need of re-modelling?*, in ERA Forum, 2020.

¹¹ Le recenti riforme sembrano mostrare l’intenzione del co-legislatore di avviarsi verso un maggior accentramento della vigilanza in capo alle ESAs. V. E. HOWELL, *EU agencification and the rise of Esma: are its governance arrangements fit for purpose?*, in Cambridge Law Journal, 2019 e E. GROSSULE, *Risks and Benefits of the Increasing Role of ESMA: A Perspective from the OTC Derivatives Regulation in the Brexit Period*, in European Business Organization Law Review, 2019.

¹²A. MAGLIARI, *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario, 2018, 391. Ancora, P. SCHAMMO, *The European Securities and Markets Authority: lifting the veil on the allocation of powers* in Common Market Law Review, 2011, 48, 1879-1913; C. DI NOIA e M. GARGANTINI, *Unleashing the European securities and markets authority: Governance and accountability after the ECJ decision on the short selling regulation (Case C-270/12)*, in European Business Organization Law Review, 2014, 1-57; D. FISCHER-APPELT, *The European Securities and Markets Authority: the beginnings of a powerful European securities authority?*, in Law and Financial Markets Review, 2011, 21-32; M. SCHOLTEN e M. VAN RIJSBERGEN, *The ESMA-short selling case: erecting a new delegation doctrine in the EU upon the Meroni-Romano remnants*, in Legal Issues of Economic Integration, 2014, 389-405.

La disciplina di product intervention

Il riferimento è alla dottrina Meroni¹³, nella quale trova fondamento il principio dell'equilibrio istituzionale¹⁴ secondo cui ogni Istituzione dell'Unione Europea è chiamata ad agire nell'ambito delle attribuzioni conferitele dai Trattati, conformemente alla ripartizione delle competenze e subordinatamente alla necessità di evitare ogni sconfinamento da parte di un'istituzione negli ambiti di competenza attribuiti dall'altra.

Ciascuna istituzione ha responsabilità nel proprio campo di competenza e non può rinunciarvi. Da ciò, come affermato dalla Corte di giustizia¹⁵, non consegue che è vietata la delega dei poteri quanto, piuttosto, che questa è possibile solo nei limiti delle attribuzioni conferite a una Istituzione, così che tale delega non possa comportare una rinuncia alla responsabilità politica che deve rimanere in capo alla medesima Istituzione delegante, l'unica che trova legittimazione all'interno dei Trattati. La giurisprudenza individua a tal fine precisi limiti che circoscrivono il potere di delega: in particolare, essa deve essere espressa e attributiva di poteri meramente esecutivi. Infatti, un'ampia discrezionalità conferita a un organo delegato comporterebbe la rottura dell'equilibrio istituzionale. Inoltre, la delegante non potrà delegare più poteri di quanti ne detenga.

Il nuovo assetto istituzionale raggiunto con il trattato di Lisbona ha spinto a una rilettura dei principi sopra espressi, anche alla luce del ruolo sempre più incisivo assunto dalle autorità di supervisione europee per l'alta tecnicità della materia bancaria, assicurativa e finanziaria. L'occasione per tale riconsiderazione è stata fornita dalla pronuncia Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea¹⁶, in cui la Corte, ribadendo la centralità e la validità della cd. dottrina Meroni, ne ha ridisegnato i confini operativi. Chiamata a pronunciarsi sulla legittimità dei poteri di intervento previsti dal Regolamento *short selling*¹⁷, la Corte

¹³ Corte di Giustizia del 13 giugno 1958, causa 9/56 e 10/56, *Meroni & Co., Industrie Metallurgiche, società in accomandita semplice contro l'Alta Autorità della Comunità europea del Carbone e dell'Acciaio*.

¹⁴ J. P. JACQUÉ, *The principle of institutional balance*, in *Common Market Law Review*, 2004, 383-391; E. VOS e M. EVERSON, *European Agencies: What About the Institutional Balance?*, in *Maastricht Faculty of Law Working Paper*, 2014.

¹⁵ V. R. SCHÜTZE, *"Delegated" Legislation in the (New) European Union: A Constitutional Analysis*, in *The Modern Law Review*, 2011, 661-693; E. CHITI, *In the Aftermath of the Crisis – The EU Administrative System Between Impediments and Momentum*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2015.

¹⁶ Corte di Giustizia (Grande Sezione) del 22 gennaio 2014, causa C-270/12, Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea.

¹⁷ V. nota 76

La disciplina di product intervention

evidenza che proprio i limiti che contornano tali poteri escludono che possa configurarsi alcuna discrezionalità nel loro esercizio, sottolineando altresì come l'ESMA possa ad oggi qualificarsi come ente dell'Unione Europea istituito dal legislatore, trovando dunque pieno fondamento democratico nella sua istituzione, e non ente di diritto privato, quali erano gli organismi oggetto della pronuncia relativa al caso Meroni¹⁸.

In forza degli artt. 263 e 277 TFUE, nonché degli artt. 265 e 267 TFUE, è altresì garantito il controllo giurisdizionale sugli atti emanati dalle agenzie europee superando anche il principio espresso dalla precedente sentenza Romano¹⁹, secondo la quale un'istituzione non poteva autorizzare un'agenzia ad adottare atti di portata generale aventi forza di legge²⁰.

Proprio il controllo giurisdizionale a cui sono sottoposti tali atti e la tecnicità richiesta nel fronteggiare la minaccia al mercato e alla stabilità del sistema, a tutela dei quali l'ESMA è preposta, rendono il regime dei poteri di intervento affidato all'ESMA compatibile con il sistema di deleghe, senza inficiare l'equilibrio istituzionale. La Corte evidenzia come le stringenti condizioni previste per l'adozione delle misure²¹

¹⁸ Va tuttavia sottolineato che l'ESMA – al pari delle altre Autorità di supervisione europee – non è indicata espressamente all'interno dei Trattati.

¹⁹ Corte di Giustizia (Prima Sezione) del 14 maggio 1981, Causa 98/80, *Giuseppe Romano contro Institut national d'assurance maladie-invalidité*.

²⁰ La Corte, sebbene riconosca che alla luce del mutato quadro normativo è consentito agli organi e agli organismi dell'Unione adottare atti di portata generale, evidenzia come tale previsione non sia incompatibile con i principi espressi dalla sentenza Romano e con le condizioni dettate dalla Meroni per la delega di poteri a un'Autorità. Vale qui ricordare che le agenzie europee, quale l'ESMA, attualmente non possono adottare atti aventi forza di legge: è previsto, infatti, l'endorsement della Commissione sugli Standard Tecnici di Regolamentazione (RTS) e gli Standard Tecnici di Implementazione (ITS).

²¹ La Corte richiama le condizioni previste dall'art. 28 del Regolamento 236/2012. Il potere di intervento attribuito all'ESMA non si delinea come generale ed esercitabile senza limiti, ma è sottoposto a stringenti condizioni: l'adozione di misure restrittive delle vendite allo scoperto da parte dell'Autorità può, infatti, avere luogo solo se tali misure siano funzionali a contenere minacce all'ordinato funzionamento dell'Unione e se sussistano implicazioni transfrontaliere; inoltre l'intervento dell'Autorità europea è subordinato al fatto che nessuna Autorità degli Stati membri abbia previamente adottato misure per fronteggiare dette minacce o che, comunque, ove tali misure siano state adottate a livello nazionale, esse si siano rilevate non adeguate a fronteggiare la situazione di pericolo generata dalle operazioni allo scoperto poste in essere. Si richiede pertanto un giudizio in negativo sul merito delle misure intraprese dalle Autorità competenti, giudizio all'esito del quale l'Autorità europea potrà intervenire solo in via sussidiaria. Tali condizioni rendono la disposizione (e i poteri che essa conferisce) compatibile con la base giuridica posta dai Trattati. Si riconosce così, agli organismi dell'Unione istituiti attraverso norme di diritto derivato, la legittimità ad esercitare poteri giuridicamente vincolanti, a condizione che tali poteri trovino fondamento nel diritto primario comunitario e siano funzionali alla realizzazione degli obiettivi che le norme da essi previsti perseguono.

La disciplina di product intervention

riconducano il potere dell'Autorità all'interno di un preciso perimetro regolamentare che porta ad escludere in capo alla stessa una vera discrezionalità.

Infine, il fondamento normativo dei poteri di intervento è rinvenuto nell'art. 114 TFUE che dispone il ravvicinamento delle legislazioni nazionali, strumentale al buon funzionamento del mercato interno²²: la perizia professionale e tecnica particolare giustificano l'affidamento a un organismo come l'ESMA di un compito di attuazione dell'armonizzazione della disciplina. Si riconosce così nella tecnicità della materia, nelle stringenti condizioni a cui l'esercizio dei poteri è sottoposto, nonché nella giurisdizionalità delle misure poste in essere i caratteri che rendono legittimo l'intervento da parte dell'Autorità all'interno del quadro istituzionale europeo.

L'attuale assetto della struttura di vigilanza sui mercati nell'Unione, che affida un ruolo di intervento in via principale alle autorità nazionali e, in via sussidiaria, alle autorità eurounitarie appare la soluzione che più correttamente rispetta i confini di legittimità costituzionale per l'operatività delle agenzie all'interno dell'Unione Europea. In altre parole, il ruolo subordinato nell'intervento da parte delle ESA, salvo i casi eccezionali espressamente previsti, permette il rispetto dei principi enunciati dalla dottrina Meroni.

A tali enti spetta una competenza di intervento in via non esclusiva, ma sussidiaria e confinata al rispetto dei limiti per essa dettati.

²² Corte di Giustizia (Grande Sezione) del 22 gennaio 2014, causa C-270/12, *Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea*, punti 107-117. La Corte per questo profilo si discosta dalle conclusioni dell'Avvocato Generale che esclude l'art.114 TFUE quale fondamento giuridico delle funzioni e dei poteri in capo all'ESMA, trovando più adeguato, come sostenuto dal ricorrente, l'art. 352 TFUE: proprio i poteri di cui all'art. 28 del Regolamento (UE) n. 236/2012, infatti, non avrebbero quale risultato l'armonizzazione o l'adozione di prassi conformi tra i singoli Stati membri, quanto una sostituzione del sistema decisionale nazionale con quello unionale (v. Avvocato Generale, conclusioni 12 settembre 2013, causa C-270/14, *Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord contro Parlamento europeo e Consiglio dell'Unione europea*, punti 27-59). V. H. MARIOSOLA, *Case C-270/12 (UK v Parliament and Council) – Stress Testing Constitutional Resilience of the Powers of EU Financial Supervisory Authorities – A Critical Assessment of the Advocate General's Opinion*, in EUI Department of Law Research Paper, 2014. Il tema è rilevante in quanto l'articolo 352 TFUE prevede che il Consiglio per l'attuazione di un'azione necessaria al conseguimento di un obiettivo dell'Unione non prevista da alcuna disposizione dei Trattati adotti le disposizioni opportune all'unanimità, dotando così ciascun Stato Membro di un potere di veto. Sulle argomentazioni poste dal Regno Unito si veda: R. H. FILLER, E. RITTER, *Ask the Professors: Did the European Court of Justice Properly Rule by Dismissing the U.K.'s Attempt to Annul ESMA's Regulation Banning Short Selling*, in *The Journal of the Law of Investment & Risk Management Products: Futures & Derivatives Law Report*, 2014.

La disciplina di product intervention

È opportuno chiedersi se una lettura diversa di tali principi o, ancor più, un superamento degli stessi quale parametro nel vagliare la legittimità del ruolo assolto dalle autorità possa invece portare a porre le basi per una rimodulazione diversa della ripartizione di competenze sulla vigilanza dei mercati. Non si intende affermare la ricerca di una “via di fuga” elusiva dei limiti costituzionali ascritti dalla dottrina Meroni, quanto valutare se questa possa considerarsi un confine immutabile entro cui ricondurre il parametro di legittimità delle agenzie.

Su questa linea si è posta una recente pronuncia del SRB²³ Appeal Panel²⁴ chiamato a pronunciarsi su un ricorso avverso il diniego di accesso pubblico a documenti del Parlamento, del Consiglio e della Commissione²⁵. Pur richiamando la necessità di una rilettura dei principi espressi dalla dottrina Meroni alla luce della sentenza del 2014, il Collegio sostiene che i poteri di intervento delle Agenzie non possano essere qualificati come discrezionali e ricondotti a scelte di policy, bensì sono espressione del ruolo stesso delle Autorità preposte a valutare la conformità degli effetti dell’azione dei singoli operatori alle circostanze dettate dalle norme. La tutela avverso le decisioni adottate dalle Agenzie è garantita dalla loro sottoposizione al sindacato giurisdizionale in ultima istanza della Corte di Giustizia²⁶.

Valorizzando la lettura offerta dall’Appeal Panel dell’SRB si dovrebbe ritenere, anche nel caso dell’esercizio dei poteri di intervento delle ESA, che il potere di adottare

²³ Istituito con Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio, il Single Resolution Board (SRB) è l’Autorità centrale di risoluzione all’interno dell’Unione Bancaria.

²⁴ L’Appeal Panel è la commissione per i ricorsi avverso le decisioni dell’autorità di risoluzione. Organo indipendente all’interno del SRB, è composto da cinque persone di elevata reputazione, provenienti dagli Stati membri e in possesso di comprovate conoscenze pertinenti e di esperienza professionale (art. 85 Regolamento (UE) n. 806/2014).

²⁵ Single Resolution Board Appeal Panel, Case 21/2018, Final Decision, *Appellant v. the Single Resolution Board*.

²⁶ Single Resolution Board Appeal Panel, Case 21/2018, Final Decision, *Appellant v. the Single Resolution Board*, par. 45: «the power to apply rules to specific factual situations does not necessarily amount to a discretionary power implying policy choice in the sense of the Meroni case-law. Union agencies like the SRB, when endowed with rules-based powers of direct intervention, by necessity must assess how facts and circumstances relate to (and fall within) the relevant rules to the effect of the adoption of individual decisions. Were it not the case, such agencies would not be able to contribute meaningfully to the achievement of their role within the Union. Such individual decisions are then entirely subject to judicial review». Sul punto, v. M. LAMANDINI, D.R. MUÑOZ, *Law and Practice of the ESA’ Board of Appeal and of the SRB Appeal Panel: A View from the Inside*, in ECB Legal Conference Proceedings, 2019.

La disciplina di product intervention

decisioni vincolanti all'interno dell'Unione sia intrinseco al ruolo delle Agenzie e necessario per espletare appieno la loro funzione: non è attuato in forza di una delega e all'interno dei confini che rendono questa legittima ma deriva dalla previsione stessa di tali organismi²⁷. Il parametro di raffronto circa il rispetto dei confini posti dalla dottrina Meroni non dovrà dunque, secondo tale interpretazione, essere l'attribuzione dei poteri delle Autorità quanto il fondamento delle agenzie, la cui istituzione rende implicita la volontà del legislatore di conferimento di tali poteri, che sono mezzi attraverso i quali attuare i fini a cui sono preposte²⁸. L'impossibilità di una loro attuazione, cioè, renderebbe inerte il ruolo delle autorità, venendo meno la ragione stessa per cui sono state istituite. Tale lettura non si pone in contrasto con la dottrina Meroni, bensì persegue nel filone che è stato definito di "maturazione"²⁹ dei principi in essa espressi, non in un'ottica di un loro depauperamento nella forza vincolante o di un allontanamento legittimato dalla Corte, quanto la riformulazione di un nuovo equilibrio reso possibile dal mutato quadro normativo costituzionale e primario in riferimento all'istituzione delle Autorità³⁰.

Due elementi, infatti, devono essere ben valorizzati nell'evoluzione interpretativa che ha portato dalla pronuncia del 1958 a quella del 2014 e che vengono proprio richiamati in quest'ultima: le ESA non sono più enti di diritto privato, bensì agenzie istituite dal diritto derivato dell'Unione; in secondo luogo, la differenza tra il Trattato CECA e gli attuali Trattati³¹, con la previsione della sottoponibilità degli atti delle agenzie al vaglio giurisdizionale previsto agli artt. 263 e 277 TFUE.

²⁷ Ai sensi dell'art. 17 TUE la Commissione è il depositario originario dei poteri esecutivi (art 17 TUE) e, pertanto, anche i poteri che l'ESMA esercita derivano da quell'attribuzione originaria.

²⁸ Vale ricordare che all'interno dei Trattati tali poteri sono assegnati alla Commissione, unica depositaria dei poteri di enforcement del Diritto dell'UE. Pertanto, pur affermando un meccanismo diverso rispetto a quello di delega, rimane invariato questo assetto configurato espressamente dalle norme.

²⁹ J. PELKMANS e M. SIMONCINI, *Mellowing Meroni: how ESMA can help build the single market*, in CEPS Commentaries, 2014.

³⁰ V. F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, in European Banking Institute Working Paper Series, 2021, che riporta come, secondo alcuni Autori, non è opportuno il riferimento alla dottrina Meroni per le ESA in quanto ad esse partecipano anche i rappresentanti degli Stati Membri.

³¹ F. ANNUNZIATA, nota 30.

La disciplina di product intervention

La centralità sempre maggiore delle Autorità di vigilanza dell'Unione è ribadita e riconosciuta dalla stessa Corte che ha previsto la possibilità di sottoporre le linee guida dell'EBA (e pertanto delle ESA in generale) a rinvio pregiudiziale. La decisione³² ridefinisce il modo di intendere gli atti di *soft law* nel panorama normativo dell'Unione³³: il connotato formalistico che le relega alla natura di mere indicazioni lascia spazio alla considerazione di questi strumenti quasi alla stregua di norme, seppur, come precisa la Corte, non aventi natura vincolante. Da tale considerazione discende che tali atti non possano formare oggetto di un ricorso per annullamento: essi sono previsti solo in forza di “un potere di stimolo e di persuasione” e sono rivolti alle autorità nazionali, le quali possono discostarsene (pur dovendo, si badi, fornirne adeguata motivazione secondo il principio *comply or explain*³⁴). Il fatto di non considerare le linee guida impugnabili per annullamento denota la “debolezza” di queste fonti, seppur, di fatto, assumano nel concreto un'importanza decisamente rilevante nel panorama disciplinare europeo.

D'altra parte, il riconoscimento di una sottoposizione al vaglio di un rinvio pregiudiziale che ha come scopo quello di assicurare che la Corte possa determinare un'interpretazione degli atti uniforme in tutta l'Unione sottolinea il ruolo di raccordo e di centralità a cui assurgono le Autorità di supervisione europee. Infatti, tale ruolo risulta sì ancora sussidiario ma si avvia verso un ulteriore rafforzamento, attraverso i poteri che sono loro propri per esplicitarla (volendo riprendere anche la chiave di lettura fornita

³² Corte di Giustizia, sentenza del 15 luglio 2021, causa C-911/19, *Fédération bancaire française ('FBF') contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*. Per una prima analisi della pronuncia si veda F. ANNUNZIATA, *Atti delle Autorità e Istituzioni europee, tra soft law e controllo della Corte*, in Rivista di Diritto Bancario, 2021 e più approfonditamente F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, in European Banking Institute Working Paper Series, 2021.

³³ Sulla cd. *soft regulation* si vedano: M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in Rivista della regolazione dei mercati, 2016; M. VAN RIJSBERGEN, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, in Utrecht Law Review, 2014, 116-131; J. SCHEMMEL, *The ESA Guidelines: Soft Law and Subjectivity in the European Financial Market—Capturing the Administrative Influence*, in Indiana Journal of Global Legal Studies, 2016, 455-504.

³⁴ Ci si potrebbe interrogare se la forza vincolante non è comunque raggiunta attraverso tale meccanismo, che sebbene formalmente lasci spazio alla discrezionalità delle singole autorità competenti impone a queste un onere di motivazione. Occorre considerare, altresì, che ove previsto un potere di azione sussidiario da parte delle ESA, queste potrebbero esercitarlo proprio in considerazione del mancato superamento della ragione giustificativa che ha spinto l'autorità competente a discostarsi, vanificando di fatto ogni discrezionalità di azione di quest'ultima.

dall'SRB). Dunque, benché si sia negata la natura di disposizione a raccomandazioni, pareri, Q&As si è affermata quella di norma³⁵ delle stesse. Nonostante la *soft law* delle autorità non sia dotata formalmente del carattere vincolante proprio delle disposizioni legislative, di fatto può parlarsi di una forza regolatrice in grado, anche attraverso la “legittimazione” offerta dal suo “recepimento” da parte della Corte di Giustizia, di orientare una applicazione uniforme della disciplina. Attraverso un atto non legislativo che tuttavia offre un'interpretazione dell'enunciato logico prescrittivo, si limita fortemente il margine di discrezionalità delle Autorità nazionali.

Il principio di un equilibrio istituzionale che rimane sullo sfondo e connota tanto la disciplina quanto l'interpretazione della stessa fornita dalla Corte, che si pone come garante dello stesso, resta ancora un saldo ancoraggio per la definizione del ruolo delle agenzie. L'equilibrio preservato dalla Corte sembra comunque voler mantenere, seppur non espressamente, quei confini di delega dei poteri che ancora delineano, seppur riformulati, l'agire delle agenzie. La sentenza riflette quell'equilibrio (ormai fragile?) a cui è orientato anche il legislatore europeo, sospeso tra la volontà di un rafforzamento dell'unitarietà dei mercati e l'esigenza di preservare l'assetto istitutivo attuale nel controllo degli stessi, celato dietro le ragioni di maggior vicinanza delle autorità nazionali e in un ruolo quasi naturalisticamente sussidiario di quelle eurounitarie.

2.2. La disciplina di *product intervention*

L'equilibrio di competenze tra il piano eurounitario e quello nazionale di supervisione sui mercati si riflette anche nella disciplina dell'istituto di *product intervention*, con cui il co-legislatore ha attribuito poteri di monitoraggio e di intervento alle Autorità nazionali³⁶ e alle ESA, sia nella fase antecedente sia in quella successiva all'emissione di strumenti finanziari e prodotti assicurativi sul mercato. Tali poteri

³⁵ L'affermazione fa riferimento alla dicotomia disposizione – norma: per disposizione è da intendersi un enunciato logico prescrittivo, mentre per “norma” il significato (o la pluralità di significati) ad esso attribuito. V. R. GUASTINI, *Interpretare e Argomentare*, Giuffrè Editore, 2011, p. 63. Sulle conseguenze della distinzione V. VILLA, *La distinzione fra disposizione e norma nella teoria giuridica di Tarello*, in *Diritto e questioni pubbliche*, 2018.

³⁶ Per l'Italia, monitorano la Banca d'Italia, per le finalità di stabilità del sistema finanziario, ovvero, per impedire l'accumularsi di rischi sistemici e la Consob, per la protezione degli investitori, ovvero, per la salvaguardia dell'integrità dei mercati finanziari (*id est*, assicurare la fiducia degli attori presenti sul mercato, con riferimento al suo corretto funzionamento).

La disciplina di product intervention

consentono di proibire o limitare in via temporanea la commercializzazione, la diffusione o la vendita di tali strumenti e prodotti, al fine di tutelare gli investitori, il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati ovvero la stabilità stessa del sistema. Come subito di indicherà più ampiamente, si tratta di un potere che si esplica nell'imposizione di misure restrittive della circolazione di determinati prodotti o categorie di prodotti, della stipula dei relativi contratti e dello svolgimento delle attività negoziali comunque pertinenti. È uno strumento di *extrema ratio*, sottoposto a stringenti requisiti e a dettagliate regole procedimentali.

2.2.1. La disciplina di *product intervention*: il quadro normativo

Il co-legislatore eurounitario ha formulato la disciplina della *product intervention* in chiave settoriale, affidando alla Direttiva MiFID II (Direttiva (UE) 2014/65) e al Regolamento MiFIR (Regolamento (UE) 600/2014) la definizione dei poteri sui mercati finanziari e al Regolamento PRIIPs (Regolamento (UE) 1286/2014) quella sui mercati assicurativi.

Per quanto concerne il mercato finanziario, il quadro normativo si compone, per il primo livello, della Direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR. La chiave di lettura della disciplina ben emerge dal considerando 3 MiFIR, che suggerisce come tale Regolamento dovrebbe essere letto in combinato disposto con la Direttiva. La scelta dei due differenti strumenti risponde da una parte alla necessità di stabilire una cornice di principi e regole comuni verso i quali indirizzare gli Stati membri, perseguito con la direttiva, e dall'altra l'esigenza, garantita dal regolamento, di evitare arbitraggi normativi nonché di fornire maggiore certezza nella regolamentazione, al fine di ridurre gli ostacoli all'esercizio dell'attività transfrontaliera e favorire sempre più un mercato unico e integrato, che si sviluppi in un'ottica di stabilità e tutela degli investitori.

Il Regolamento 600/2014 dedica il Capo I del Titolo VII alla disciplina del Controllo e intervento sui prodotti. In particolare, il Regolamento MiFIR distingue tra i poteri affidati rispettivamente all'ESMA, all'EBA e alle Autorità competenti, a seconda del livello della misura intrapresa e dell'oggetto che la concerne. L'art. 39 MiFIR stabilisce che all'ESMA è affidato il monitoraggio sul mercato degli strumenti finanziari, mentre l'EBA lo esercita sul mercato dei depositi strutturati. Sulla base del differente

La disciplina di product intervention

oggetto gli artt. 40 e 41 disciplinano rispettivamente i poteri di intervento temporaneo dell'ESMA e dell'EBA, mentre per la competenza delle Autorità nazionali il dettato normativo si compone di un unico articolo per entrambi i prodotti (art.42). Infine, l'art. 43 affida alle due Autorità europee il ruolo di coordinamento in relazione alle misure nazionali adottate. Circa il livello 2, la Commissione ha dettato con il regolamento delegato 2017/567 i criteri e i fattori che devono essere presi in esame per l'adozione delle misure.

Analogamente, il Regolamento PRIIPs attribuisce all'EIOPA e alle Autorità nazionali competenti i poteri di intervento sui prodotti di investimento assicurativi. L'articolazione della disciplina segue quella predisposta dal Regolamento MiFIR per gli strumenti finanziari. Il Regolamento delegato a cui è affidata l'individuazione dei criteri e fattori per questo settore è il Regolamento delegato (UE) 2016/1904 della Commissione del 14 luglio 2016³⁷.

Nella bipartizione si inserisce, da ultimo, il Regolamento (UE) 2019/1238, che ha previsto poteri di intervento affidati alle autorità competenti e all'EIOPA sul cd. prodotto pensionistico individuale paneuropeo³⁸.

La scelta è stata ancora una volta quella di procedere a una regolazione settoriale, scelta che valorizza le peculiarità di ciascun ambito, nonostante la sempre maggiore trasversalità di temi regolatori (quali la trasparenza, la stabilità, la tutela del consumatore) che caratterizza la materia nel suo insieme. Per far coincidere le due esigenze – quella di assicurare un quadro normativo rispondente alle caratteristiche di ciascun settore, da una parte, e la necessità di evitare ostacoli all'esercizio dei poteri per incertezze ingenerate

³⁷ Sull'analisi della disciplina v. V. COLAERT, *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020; F. GUARRACCINO, *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention)*, in *La MiFID II*, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), 2016.

³⁸ Vale fin da subito evidenziare come all'interno di tale Regolamento la disciplina segua un ordine differente rispetto a quanto predisposto dal MiFIR e dal Regolamento PRIIPs: se l'articolo 63 si occupa di delineare i poteri di intervento delle Autorità nazionali competenti, è il successivo articolo 65 a occuparsi di quelli dell'EIOPA, anticipato dalla disposizione che attribuisce a quest'ultima il potere di coordinamento.

La disciplina di product intervention

dalla non sempre agevole riconduzione di un prodotto all'interno della disciplina finanziaria o assicurativa, dall'altra³⁹ – si è fatto ricorso a una legislazione dal dettato analogo tra le diverse collocazioni, prevedendo altresì strumenti di coordinamento in capo alle Autorità. È quanto emerge dal considerando 25 del Regolamento PRIIPs che, nell'introdurre i poteri di intervento conferiti all'EIOPA indica: “Tali poteri dovrebbero anche riflettere i poteri conferiti all'ESMA e all'EBA nell'ambito del Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, al fine di garantire che tali meccanismi di intervento possano essere applicati a tutti i prodotti di investimento, a prescindere dalla loro forma giuridica.”. Si cerca così di evitare la presenza di zone grigie e gli squilibri che potrebbero generarsi nel campo oggettivo di intervento. Questi fattori, infatti, porterebbero facilmente a pratiche elusive da parte degli operatori o potrebbero aprire a conflitti – in positivo o in negativo⁴⁰ - tra Autorità sia. Questo scenario porterebbe, di conseguenza, a una minaccia all'ordinato funzionamento del mercato e alla stabilità del sistema, la protezione dei quali, unita alla tutela dell'investitore, rientra negli obiettivi cardine che si perseguono con tali previsioni normative. L'esigenza di assicurare un quadro di disciplina uniforme si rende altresì indispensabile in un'ottica di certezza giuridica, altro pilastro fondamentale per tali fini.

Nonostante il dichiarato intento di omogeneità, non mancano alcune difformità tra le diverse discipline, diversità tanto formali - a partire dalla scelta di disciplinare la *product intervention* nel settore assicurativo con un regolamento (ora, due, distinti per tipologia di prodotti), abbandonando così la dicotomia “direttiva-regolamento”⁴¹ prevista per i mercati finanziari – quanto, soprattutto, sostanziali, come meglio si dirà in seguito.

Vale fin da subito evidenziare come un espresso richiamo al MiFIR (e al Regolamento PRIIPs) non si rinvenga nel Regolamento PEPP: il considerando 71 descrive la ratio della previsione dei poteri di intervento per questa tipologia di prodotto, richiamando la necessità di predisporre un apparato di tutela che, oltre al funzionamento

³⁹ Sul punto v. V. COLAERT, *Product intervention: A Cross - Sectoral Analysis*, in *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, V. COLAERT, D. BUSCH, T. INCALZA (a cura di), Bloomsbury Publishing, 2019.

⁴⁰ Cioè portando due Autorità a intervenire sul medesimo oggetto o comportando che nessuna Autorità intervenga nella considerazione che la competenza spetta all'altra.

⁴¹ Benché la disciplina dei poteri di intervento sia demandata totalmente al regolamento MiFIR, i contorni nel quale si inserisce trovano fondamento, come si vedrà più dettagliatamente in seguito, nella MiFID II.

e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità del sistema finanziario, sia volta a salvaguardare il carattere pensionistico a lungo termine del PEPP. Seppur il Regolamento PEPP, nella previsione dei poteri di *product intervention*, sposi finalità comuni alle altre due discipline, viene meno quella linea di continuità che, dettata da esigenze di coordinamento sopra richiamate, il legislatore ha invece voluto espressamente imprimere al MiFIR e al Regolamento PRIIPs.

2.2.2. La disciplina di *product intervention*: i Regolamenti istitutivi delle Autorità di supervisione europee

La disciplina prevista dal MiFIR affida l'esercizio del monitoraggio sul mercato dei prodotti di investimento e dei depositi strutturati commercializzati, distribuiti o venduti nell'Unione, rispettivamente all'ESMA e all'EBA⁴². Analogamente il Regolamento PRIIPs designa quale autorità competente per i prodotti assicurativi l'EIOPA⁴³. La scelta trova fondamento nei Regolamenti istitutivi delle ESA, che, in linea con il ruolo di guida e coordinamento a cui sono chiamate le Autorità europee, affidano a queste "il monitoraggio delle attività finanziarie nuove ed esistenti" e l'adozione di "orientamenti e raccomandazioni volti a promuovere la sicurezza e la solidità dei mercati e la convergenza delle prassi di regolamentazione"⁴⁴.

I poteri di intervento temporaneo, come indicato in apertura degli articoli successivi e ciascuno per il settore di propria competenza, sono esercitati in conformità degli artt. 9 par. 5 dei rispettivi regolamenti e nel rispetto e nella sussistenza delle condizioni dettate dalla disciplina speciale in materia.

Le disposizioni in esame prevedono in capo all'autorità il potere di vietare o limitare temporaneamente attività finanziarie che generano difficoltà per il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o della stabilità di tutto o in parte del sistema dell'Unione, alle condizioni previste negli atti giuridicamente vincolanti che attribuiscono compiti all'Autorità o qualora sussistano le situazioni di emergenza dettate dall'art. 18.

⁴² Cfr. articolo 39, paragrafi 1 e 2 MiFIR.

⁴³ Così l'articolo 15 paragrafo 1 del Regolamento PRIIPs. Per quanto concerne il Regolamento PEPP, l'articolo 65 paragrafo 1 attribuisce il potere all'EIOPA.

⁴⁴ Così gli articoli 9 paragrafo 2 dei Regolamenti (UE) 1095/2010 e 1093/2010.

La decisione deve essere riesaminata entro un determinato intervallo temporale e decade se non rinnovata. Allo Stato membro è data la possibilità di chiedere di riconsiderarla e in tal caso l’Autorità è chiamata ad assumere una decisione a maggioranza qualificata⁴⁵.

La disciplina di cui al MiFIR e al Regolamento PRIIPs, nonché quella ora dettata dal Regolamento PEPP, si pone come “speciale”⁴⁶ rispetto a quella delineata dai regolamenti istitutivi delle Autorità, che ne definiscono così i contorni fondanti: sono questi a prevedere la possibilità di intervento nelle modalità e nelle circostanze poi definite per i singoli casi.

Le condizioni per l’esercizio dei poteri di intervento – come analizzato più dettagliatamente nei paragrafi successivi – sono individuabili nella sussistenza di un pericolo significativo per mercato o per il sistema, nella temporaneità della misura, nell’obbligo di riesame a intervalli temporali della stessa e nella sottoposizione del potere di intervento alle condizioni specificate da fonti primarie del diritto dell’Unione Europea.

2.2.3. Il campo di applicazione soggettivo

L’articolo 1 paragrafo 2 MiFIR indica che il regolamento si applica “alle imprese di investimento autorizzate ai sensi della direttiva 2014/65/UE e agli enti creditizi autorizzati ai sensi della direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio quando prestano servizi di investimento e/o svolgono attività di investimento, nonché ai gestori del mercato, inclusa qualsiasi sede di negoziazione da questi gestita”⁴⁷. Tali soggetti devono prestare e/o svolgere rispettivamente servizi e attività di investimento previa autorizzazione concessa ai sensi della direttiva MiFID II e del regolamento

⁴⁵ Secondo la procedura prevista dall’articolo 44, paragrafo 1, secondo comma dei rispettivi Regolamenti Istitutivi.

⁴⁶ L’uso delle virgolette vuole sottolineare che non si tratta di una specialità in deroga, quanto piuttosto di una integrazione.

⁴⁷ L’art. 2, che elenca le definizioni ai fini del presente testo, richiama per “impresa di investimento” la definizione di cui all’art. 4 par. 1 punto 1) della direttiva MiFID II, pertanto “qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell’effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale.”

È ente creditizio, invece, "un ente creditizio secondo la definizione di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, del regolamento (UE) n. 575/2013", id est “un’impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto”.

La disciplina di product intervention

575/2013, per i campi di propria competenza. Seguendo questa ricostruzione letterale si è portati a concludere che le misure di *product intervention* si applicano ai soggetti che, nel rispetto dei requisiti richiesti dalla disciplina in materia, possono godere dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività all'interno dell'Unione, secondo le previsioni dell'operatività transfrontaliera con il "passaporto europeo".

Tuttavia, tale impostazione non risulta condivisibile. Sebbene l'articolo 1, paragrafo 2, limiti l'ambito di applicazione del MiFIR alle imprese di investimento autorizzate ai sensi della MiFID II e agli enti creditizi autorizzati ai sensi della CRD IV, tale limitazione non si estende alle misure che le autorità di vigilanza possono adottare sulla base del MiFIR. Come messo in luce anche da autorevole dottrina⁴⁸, infatti, l'articolo 1 par. 2 MiFIR individua il campo di applicazione del Regolamento ma non delle misure di *product intervention* che le ESA e le Autorità nazionali competenti (NCA) possono adottare. Infatti, le norme MiFIR disciplinanti il potere di intervento non sono dirette agli enti creditizi o alle imprese di investimento, bensì alle Autorità di supervisione, nazionali ed europee. In altre parole, il campo di applicazione soggettivo delle misure di *product intervention* di cui al MiFIR è costituito dalle Autorità e pertanto non si pone alcun riferimento ai soggetti che commercializzano, distribuiscono o vendono strumenti finanziari o depositi strutturati e, di conseguenza, non si ravvisa alcuna limitazione in relazione a questi. Dunque, le misure di intervento sui prodotti o sulle pratiche e attività finanziarie adottate sulla base del MiFIR si applicano a tutti coloro che offrono tali strumenti o pongono in essere tali pratiche e attività all'interno dell'Unione Europea e indipendentemente dalla circostanza che siano autorizzati a svolgere tali servizi. Inoltre, questa interpretazione è avvalorata dalla ratio legis delle norme: se le misure di intervento sui prodotti fossero applicabili solo alle imprese di investimento autorizzate ai sensi della MiFID II e agli istituti di credito autorizzati ai sensi della CRD IV, gli obiettivi di protezione degli investitori e di tutela alla stabilità del mercato e del sistema finanziari sarebbero pregiudicati. Infatti, in caso di intervento, mentre le imprese di investimento autorizzate ai sensi della MiFID II e gli istituti di credito autorizzati ai sensi della CRD IV non potrebbero più commercializzare, distribuire o vendere determinati prodotti, tale preclusione non colpirebbe i soggetti non autorizzati ai sensi

⁴⁸ Sul punto v. V. COLAERT, *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020.

La disciplina di product intervention

delle citate normative⁴⁹, ad esempio le imprese di investimento di paesi terzi, che invece potrebbero continuare a porre in essere l'offerta di tali strumenti. Questo scenario porterebbe a condizioni di disparità tra soggetti che offrono i medesimi prodotti e vanificherebbe le misure stesse⁵⁰.

Circa il confine soggettivo di applicabilità delle misure riguardante i soggetti destinatari della tutela, rileva il luogo in cui ha sede l'impresa di investimento: esse trovano così applicazione anche a favore di clienti stabiliti al di fuori dei confini dell'Unione Europea o non cittadini UE, senza discriminazioni in base alla loro ubicazione o alla loro nazionalità.

In relazione al Regolamento PRIIPs, occorre precisare che l'art.2 delimita il campo di applicazione soggettivo delle norme in esso contenute prevedendo che: "Il presente regolamento si applica agli ideatori di PRIIP e alle persone che forniscono consulenza sui PRIIP o vendono tali prodotti". Sono «ideatore di prodotti d'investimento al dettaglio preassemblati e assicurativi» o «ideatore di PRIIP»: a) un soggetto che confeziona un PRIIP; b) un soggetto che apporta modifiche a un PRIIP esistente anche, ma non soltanto, modificandone il profilo di rischio e di rendimento o i costi associati ad un investimento nel PRIIP. Tuttavia, richiamando le considerazioni sopra svolte in relazione al MiFIR, i destinatari delle misure di *product intervention* di cui al Regolamento PRIIPs sono individuabili in tutti coloro che vendono, distribuiscono o commercializzano prodotti di investimento assicurativo preassemblati, indipendentemente dalla qualifica di *manufacturers* o *distributors* degli stessi ai sensi dell'articolo 2. Più correttamente, l'interpretazione va coordinata anche con gli articoli 16 e 17 che disciplinano i poteri di intervento delle Autorità e fanno riferimento, circa

⁴⁹ In relazione ai soggetti con sede legale nell'Unione Europea ma non autorizzati e che, pertanto, pur nella violazione delle norme che prevedono una riserva di attività per i settori finanziario, bancario ed assicurativo, pongono in essere offerte di prodotti finanziari o assicurativi, pur affermando che essi sono comunque destinatari delle misure di intervento, si ritiene che, essendo la *product intervention* uno strumento ultimo di tutela, è ipotizzabile che l'Autorità intervenga, in primo luogo, attraverso i poteri sanzionatori volti a contrastare l'esercizio abusivo dell'attività.

⁵⁰ V. V. COLAERT, *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020

l'oggetto di intervento, all'offerta o scambio, più in generale, di prodotti di investimento assicurativi o a attività e pratiche finanziarie di imprese assicurative. Ne risulta che le limitazioni e i divieti potranno essere rivolti a tutti coloro che commercializzano, distribuiscono o vendono prodotti assicurativi nonché alle imprese assicurative che esercitano attività o pongono in essere pratiche finanziarie.⁵¹

2.2.4. Il campo di applicazione oggettivo

Considerando unitariamente il potere di *product intervention* e, pertanto, facendo riferimento alle disposizioni contenute sia nel MiFIR sia nel Regolamento PRIIPs, è possibile delineare quale ambito oggettivo di applicazione della disciplina gli strumenti finanziari, i depositi strutturati, i prodotti assicurativi e le attività o pratiche ad essi pertinenti. I rispettivi regolamenti delineano la definizione delle tre tipologie di prodotti.

Così l'art.40 MiFIR attribuisce alle autorità il potere di intervento su “determinati strumenti finanziari” o “strumenti finanziari aventi particolari caratteristiche specifiche” nonché su “un tipo di attività o pratica finanziaria”⁵².

Il legislatore circoscrive il potere di intervento a elementi specifici, che tuttavia non dettaglia aprendo a dubbi applicativi circa l'estensione applicativa della norma. Infatti, il MiFIR non si limita a indicare quale oggetto delle misure in esame gli “strumenti finanziari”, ma detta l'ulteriore indicazione che si tratti di strumenti finanziari “determinati” o “aventi particolari caratteristiche specifiche”. Questa specificazione può essere interpretata come esigenza di circoscrivere il più possibile la portata della misura evitando un divieto generalizzato, stante l'incisività della stessa sul mercato. Tuttavia, il

⁵¹ In relazione al PEPP, le misure di *product intervention* saranno rivolte alle imprese che possono chiedere la registrazione di un prodotto pensionistico paneuropeo, come indicato dall'art. 6 par. 1 del Regolamento (UE) 2019/1238. Le conclusioni relative a un'interpretazione teleologica e sistematica delle disposizioni del MiFIR e del Regolamento PRIIPs per individuare il campo di applicazione soggettivo delle misure di *product intervention*, si ritiene che non possano estendersi al Regolamento PEPP. L'oggetto di intervento previsto da questa normativa, infatti, non è rivolto a una macrocategoria di prodotti, quale ad esempio quella degli strumenti finanziari come previsto dal MiFIR, quanto a una tipologia di prodotto specifico creato sulla base dei criteri dettati dallo stesso regolamento. In mancanza del rispetto delle norme concernenti la sua registrazione, formazione e distribuzione il PEPP non potrebbe non potrebbe essere oggetto di scambio in quanto “non esistente”. In particolare, si evidenzia come sia la stessa registrazione del PEPP a permettere al suo fornitore o al suo distributore di, rispettivamente, fornire e distribuire il prodotto.

⁵² Secondo la definizione a cui rimanda lo stesso MiFIR sono strumenti finanziari quelli così definiti dall'all'articolo 4, paragrafo 1, punto 15) MiFID II, vale a dire “qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I”. da segnalare ultima modifica.

La disciplina di product intervention

Regolamento delegato a cui è affidato il compito di delimitare i criteri per l'intervento non delinea né un elenco di strumenti riconducibili all'elemento della "determinatezza" né quali caratteristiche integrino una "specificità". I fattori indicati dalla Commissione, infatti, offrono una elencazione esemplificativa degli elementi e dei criteri di cui l'autorità dovrà tener conto per fondare il "proprio timore significativo" in merito allo scambio di tali prodotti. Sono, cioè, parametri di riferimento valutativi per l'autorità e non integrano la disciplina di rango superiore con riguardo alla determinatezza o la specificità dei prodotti.

Tuttavia, perché si possa fornire un contenuto ai fattori di specificità o determinatezza e in mancanza di una indicazione, anche esemplificativa, l'autorità dovrà valutare il caso concreto e analizzare se gli strumenti che saranno oggetto di attenzione, per come conformati e scambiati, siano idonei a fondare un timore significativo giustificativo dell'intervento. La delimitazione, dunque, si raggiunge solo *ex post* in sede valutativa, senza la possibilità di segnare un confine netto tra strumenti che rientrano nel perimetro di applicazione delle misure e strumenti che ne restano esclusi *ex ante*. Il fondamento degli elementi di rischiosità potrà individuarsi sia in strumenti finanziari tipici secondo l'elemento della determinatezza oppure in strumenti atipici ma con caratteristiche tali da fondare il timore secondo l'elemento della specificità.

Non si rinvengono, parimenti, nozioni legislative circa gli altri due possibili oggetti di intervento, ossia i tipi di attività o pratica finanziaria.

Circa "l'attività o pratica finanziaria", infatti, il Regolamento MiFIR non offre alcuna definizione. Occorre chiedersi, pertanto, se per "attività finanziaria" possa farsi riferimento alla definizione declinata per "servizi e attività di investimento", rinviando così a "qualsiasi servizio o attività riportati nella sezione A dell'allegato I relativo ad uno degli strumenti che figurano nella sezione C dell'allegato I" Mifid II. Tale interpretazione non sembra percorribile: la nozione qui richiamata, infatti, fa riferimento a una "nozione tecnica" della disciplina del diritto dei mercati e che circoscrive il campo di applicazione della direttiva richiamata. La riconduzione di "attività finanziaria" a quella di "attività di investimento" risulterebbe fortemente limitativa e non in linea con l'intero apparato legislativo che qui si analizza, in cui il termine "attività" è utilizzato in una pluralità di circostanze e con accezione ampia, non relegabile unicamente al summenzionato elenco.

La disciplina di product intervention

Essa va accolta nella sua nozione comune come “qualsiasi rapporto contrattuale nel quale le prestazioni delle parti sono di norma definite in moneta (in taluni contratti la controprestazione può essere costituita dalla consegna di un bene fisico, per es. per taluni future su merci) e si possono realizzare tipicamente in tempi diversi (obbligazioni, mutuo bancario ecc.), ma possono anche realizzarsi in tempi coincidenti (contratti di swap su tassi d'interesse ecc.), ovvero al verificarsi di certe condizioni/eventi (nel caso di credit default swap) o all'esercizio di una facoltà (contratti di opzione ecc.)”⁵³.

Per “pratica finanziaria”, invece, non è offerta alcuna definizione né il termine è legato ad altra espressione. Essa sembra differenziarsi dall'attività presentando un connotato in riferimento all'“uso” e lasciando aperta la possibilità di ricomprendere nel campo di intervento fattispecie realizzate dal mercato e non ancora tipizzate. Esso è infatti utilizzato unicamente negli articoli dedicati alla *product intervention*⁵⁴.

Lo scopo di un'ampia formulazione sembra cogliersi nella volontà di estendere il campo di applicazione oggettivo della disciplina di intervento non solo sui prodotti di investimento ma anche in un insieme di elementi che congiuntamente risultino “pericolosi” per gli investitori (in particolare, quelli al dettaglio) o possano compromettere la stabilità del mercato o del sistema. Si ricomprendono così, attraverso “attività” o “pratica finanziaria” anche modalità e prassi di offerta di prodotti non disciplinati e che proprio per tale ragione spesso sono fonte di maggior rischio.

Le considerazioni sopra svolte in relazione all'analisi delle nozioni di “attività” e “pratica finanziaria” sono da considerarsi valedoli anche per i poteri previsti dagli artt. 15-18 del Regolamento PRIIPs, con la precisazione che questa volta sono quelle poste in essere da imprese di assicurazione o riassicurazione.

Circa, invece, il primo oggetto indicato dalla norma, vale a dire i prodotti assicurativi e i prodotti di investimento riassicurativi, le nozioni richiamate sono quelle di cui all'art. 4 PRIIPs che definisce “prodotto di investimento assicurativo” come “un

⁵³ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2019.

⁵⁴ Tuttavia, la differenza tra attività e pratica finanziaria risulta piuttosto labile, tanto da ritenere essa non assuma un tratto così significativo.

La disciplina di product intervention

prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato”.⁵⁵

Nel delineare il campo di applicazione del Regolamento, come già sopra indicato, l’articolo 2 precisa che esso si applica “[...] agli ideatori di PRIIP e alle persone che forniscono consulenza sui PRIIP o vendono tali prodotti”⁵⁶. Sorge pertanto l’interrogativo se i prodotti che possono essere oggetto di intervento siano esclusivamente quelli commercializzati, venduti o scambiati da coloro che sono, ai sensi della citata normativa, ideatori di PRIIP, persone che forniscono consulenza sui PRIIP o vendono tali prodotti. Una lettura in combinato disposto delle norme⁵⁷ sembrerebbe suggerire di circoscrivere il campo di intervento, nel settore assicurativo, ai soli prodotti scambiati o alle attività o pratiche poste in essere da imprese assicurative che siano anche *manufacturers* o *distributors* di PRIIPs. Anche in relazione alla definizione del campo di applicazione oggettivo, una tale interpretazione, fortemente limitativa, non può accogliersi. Essa, infatti, risulta in contrasto con l’ampia formulazione legislativa che accompagna la definizione della *product intervention* in materia assicurativa e che riprende i medesimi elementi previsti dal MiFIR per il settore finanziario con il quale è posto in linea di continuità, nonché con lo scopo stesso dell’intera disciplina considerata unitariamente, come ricorda il già richiamato considerando 25 che sottolinea come una chiave di lettura trasversale tra i due regolamenti sia necessaria “al fine di garantire che tali meccanismi

⁵⁵ Questa definizione richiama quella di *Insurance Based Investment Products* (IBIPs) di cui alla Direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD, Direttiva (UE) 2016/97). Le due definizioni, tuttavia non coincidono del tutto, in quanto l’IDD esclude tra gli IBIPs alcune categorie.

⁵⁶ Con le esclusioni di cui al paragrafo 2 del medesimo articolo: a) i prodotti assicurativi non vita quali elencati all'allegato I della direttiva 2009/138/CE; b) i contratti assicurativi vita, qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o infermità; c) i depositi diversi dai depositi strutturati quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 43, della direttiva 2014/65/UE; d) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettere da b) a g), i) e j), della direttiva 2003/71/CE; e) i prodotti pensionistici che, ai sensi della normativa nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo precipuo di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi; f) gli schemi pensionistici aziendali o professionali riconosciuti ufficialmente nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (18) o della direttiva 2009/138/CE; g) i prodotti pensionistici individuali per i quali la legislazione nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il datore di lavoro o il lavoratore non può scegliere il prodotto pensionistico o il fornitore.

⁵⁷ Gli articoli 2, 4, 16(1) e 17(1) del Regolamento PRIIPs.

La disciplina di product intervention

di intervento possano essere applicati a tutti i prodotti di investimento, a prescindere dalla loro forma giuridica”.

Inoltre, ove il co-legislatore ha voluto limitare l’oggetto di intervento a una singola tipologia di prodotti all’interno del settore ha adottato una formulazione differente, indicando espressamente la singola fattispecie. È quanto accade nel Regolamento PEPP: il potere di *product intervention* previsto dal medesimo trova applicazione infatti esclusivamente per il “prodotto pensionistico paneuropeo”, cioè un “prodotto pensionistico individuale di risparmio a lungo termine offerto da un’impresa finanziaria ammissibile, a norma dell’articolo 6, paragrafo 1, nell’ambito di un contratto PEPP e sottoscritto da un risparmiatore in PEPP o da un’associazione indipendente di risparmiatori in PEPP a nome dei suoi membri a fini pensionistici, con nessuna possibilità di rimborso o con possibilità strettamente limitate, registrato in conformità del presente regolamento”.⁵⁸

Ulteriore punto di discussione circa il campo di applicazione oggettivo dell’istituto riguarda la possibilità che le misure di intervento possano colpire solo categorie di strumenti oppure anche specifici prodotti creati e scambiati da singoli operatori.

A dispetto del dato storico che ha visto una prima applicazione delle misure rivolta a due principali categorie di prodotti, a favore della possibilità che costituiscano oggetto di intervento anche singole fattispecie depongono la ratio dell’istituto e la necessità di dare effettività alla tutela, evitando pratiche elusive che potrebbero essere attuate mediante il ricorso a contratti atipici. Soffermandosi sull’analisi del dato normativo non si rinvergono elementi per escludere che misure limitative o di divieto possano rivolgersi, oltre che a categorie di prodotti – come avvenuto con le prime applicazioni – anche a singole fattispecie ideate da un solo operatore. Anche le qualifiche di specificità e determinatezza che accompagnano l’indicazione dell’oggetto di intervento non possono

⁵⁸ Come meglio si analizzerà nei paragrafi successivi, gli artt. 63 e 65 prevedono in capo, rispettivamente, alle Autorità nazionali competenti e all’EIOPA, il potere di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di PEPP. Non è previsto invece che l’intervento riguardi anche attività o pratiche ad esso correlate. Le attività e prassi, tuttavia, rientrano tra i fattori che la Commissione ha individuato nel Regolamento delegato ai fini dell’integrazione delle condizioni per l’attivazione dei poteri di *product intervention*.

La disciplina di product intervention

suffragare una lettura in antitesi con questa teoria, bensì la rafforzano se letti come intento di definire all'interno di confini netti il campo di intervento per l'ampia deroga all'autonomia privata che l'esercizio di tale potere da parte delle Autorità comporta. Le delimitazioni qualitative, infatti, operano solo come confine esterno, senza determinare se, all'interno del campo di applicazione così circoscritto, l'intervento possa riguardare un singolo elemento o una intera categoria. In altri termini, la classe di prodotti individuata dalle norme come oggetto delle misure definisce il campo di applicazione della disciplina, che si applicherà a tutte le fattispecie concrete che si sussumono sotto essa.

Inoltre, il ricorso a una formulazione ampia quale quella di “attività o pratica finanziaria” apre all'idea di accogliere un più ampio campo di intervento potendovi includere non solo gli strumenti finanziari ma anche ulteriori azioni ad esse collegate, guardando al risultato empirico complessivo. Questo permette altresì di prevenire eventuali elusioni: qualora, infatti, un prodotto “atipico” non possa essere ricondotto alla nozione di “strumento finanziario, deposito strutturato o prodotto assicurativo” potrà ascrivere a quella di “attività o pratica finanziaria” (o assicurativa).

Il quadro oggettivo va, inoltre, coordinato con le nozioni di diritto interno che non sempre coincidono con il perimetro (seppur ampio) delineato dal MiFIR e dal PRIIPs. Prendendo a riferimento l'Italia, il d.lgs. 58/1998 (il Testo Unico sull'intermediazione finanziaria) affida la disciplina della *product intervention* stabilita dal MiFIR all'art.7 bis, disponendo un mero richiamo alle norme europee. La disposizione di diritto interno, cioè, non si occupa di definire la disciplina ma si struttura in forma di rinvio dinamico al testo di diritto UE⁵⁹. Il TUF, tuttavia, offre la nozione di “prodotto finanziario”, che include “gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”, nozione quest'ultima che, secondo il consolidato orientamento dell'Autorità nazionale competente (la Consob), implica la compresenza dei seguenti tre elementi: (i) un impiego di capitale; (ii) una promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria; (iii)

⁵⁹ Per giurisprudenza consolidata della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nei settori regolati con regolamento “gli Stati membri sono tenuti ad astenersi da qualsiasi provvedimento che deroghi a tali regolamenti o ne pregiudichi l'efficacia”. Cfr. Corte di Giustizia, sentenza del 2 febbraio 1977, causa 50/76, *Amsterdam Bulb B.V. contro Produktschap voor Siergewassen*, punto 8.

l'assunzione di un rischio connesso all'impiego di capitale⁶⁰. Pertanto, si definiscono “prodotti finanziari” sia gli strumenti finanziari previsti dalla disciplina di derivazione europea sia prodotti finanziari atipici secondo la nozione “domestica” di prodotto finanziario. Dall'oggetto della *product intervention* come prevista dalla disciplina UE e recepita all'interno del TUF, sembra debba escludersi in relazione a “strumento finanziario” quanto è riconducibile a “investimento di natura finanziaria”. Tuttavia, ciò non esclude l'applicabilità delle misure anche per i prodotti “atipici”, potendo essere ricondotti nella categoria più ampia di “attività finanziaria” o comunque “pratica finanziaria”. La non coincidenza di categorie si riduce così a un aspetto formale, che non trova effettivo riscontro su un piano sostanziale⁶¹.

2.2.5. I poteri di intervento delle Autorità europee

Nell'analisi che segue circa i poteri di *product intervention* si darà prevalenza alla disciplina contenuta nel MiFIR, considerata il modello di riferimento anche per il settore assicurativo. Pertanto, le considerazioni di seguito svolte devono considerarsi valide per entrambi i contesti, salvo le differenze che saranno evidenziate ove opportuno.

Per il mercato finanziario, l'art. 39 MiFIR individua le Autorità competenti all'esercizio del controllo del mercato e intervento sui prodotti: l'ESMA e l'EBA⁶², rispettivamente per gli strumenti finanziari e i depositi strutturati commercializzati, distribuiti o venduti nell'Unione, nonché le Autorità nazionali competenti – designate ai sensi dell'art.67 Mifid II - per gli strumenti finanziari e i depositi strutturati commercializzati, venduti o distribuiti nel proprio Stato membro o a partire dallo stesso.

La misura ha ad oggetto, come anticipato, il divieto o la limitazione, entrambi a carattere temporaneo, della commercializzazione, distribuzione o vendita di determinati strumenti finanziari o di strumenti finanziari aventi particolari caratteristiche specifiche, oppure un tipo di attività o pratica finanziaria.

⁶⁰ Cfr. Delibere Consob n. 18077/1012, n. 17699/2011, n. 17547/2010, n. 17539/2010, n. 17128/2010.

⁶¹ V. nota 59

⁶² La disciplina è analoga a quella dettata per l'ESMA. Di seguito si analizzeranno i poteri attribuiti all'ESMA riferibili anche all'EBA, senza ulteriore precisazione circa la distinzione.

La disciplina di product intervention

Ai sensi dell'art. 40 par. 2, l'Autorità può intervenire quando *la misura proposta è volta a fronteggiare un pericolo significativo⁶³ in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e⁶⁴ all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione (art.40 par.2 lett a)*. La lett. a) del par. 2 è richiamata dal par. 8 che delega alla Commissione il compito di individuare i criteri e fattori fondanti il timore significativo e che l'ESMA dovrà individuare e valutare per poter agire. Il Regolamento di livello 2 si limita tuttavia a dettarne un elenco esemplificativo che enumera: lett. a) *il grado di complessità di uno strumento finanziario e la relazione con il tipo di cliente a cui è commercializzato e venduto*; lett. b) *l'entità o il valore nazionale di un'emissione di strumenti finanziari*; lett. c) *il grado di innovazione di uno strumento finanziario, un'attività o una pratica*; lett. d) *l'effetto leva di uno strumento finanziario o di una pratica*. Tali fattori e criteri, poichè sono costituiti da aspetti relativi alla clientela di riferimento del prodotto, nonché a caratteristiche del prodotto stesso, suggeriscono la centralità attribuita dalla nuova normativa al tipo di clientela a cui lo strumento, l'attività o la pratica sono rivolti.

Due ulteriori condizioni devono sussistere perché l'ESMA possa adottare la decisione dell'intervento: lett. b) *i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto comunitario allo strumento finanziario o all'attività in questione non devono essere atti a far fronte alla minaccia*; lett. c) *le autorità competenti non devono aver adottato misure idonee per affrontare la minaccia, ovvero, le misure adottate non siano sufficienti a farvi fronte*. Lo strumento pertanto può essere utilizzato solo quando misure meno incisive e più prossime non risultino (o non siano risultate) sufficienti: è attivabile sul presupposto dell'inadeguatezza degli strumenti disponibili quando i requisiti regolamentari applicabili allo strumento non sono atti a far fronte alla minaccia e sempre che l'Autorità nazionale non abbia assunto (o abbia assunto in maniera insufficiente) misure adeguate. Lo strumento segue pertanto un principio di sussidiarietà⁶⁵: l'intervento

⁶³ Con l'attributo "significativo" si vuole indicare una "misurazione" del pericolo.

⁶⁴ L'uso della congiunzione "e" suggerisce che le condizioni non sono alternative ma cumulative.

⁶⁵ Il Considerando 29 MiFIR confina l'intervento delle Autorità europee a soli "casi eccezionali": "[...]È opportuno che tali poteri siano esercitati dalle autorità competenti e, in casi eccezionali, dall'ESMA o dall'ABE solo se è soddisfatta una serie di condizioni specifiche. Se ricorrono tali condizioni, l'autorità competente o, in casi eccezionali, l'ESMA o l'ABE dovrebbero essere in grado di imporre, in via

La disciplina di product intervention

eurounitario è percorribile solo se l'obiettivo non possa essere raggiunto in maniera sufficiente da parte dell'Autorità competente più prossima. L'intervento costituisce una misura di *extrema ratio*: essa può essere adottata solo quando gli altri requisiti normativi previsti dal diritto unionale non sono sufficienti a farvi fronte.

Sussidiarietà, residualità e pericolo per il mercato o per il sistema finanziario dell'Unione sono le tre condizioni alle quali può essere adottata la misura di intervento. Esse non sono alternative ma devono essere tutte soddisfatte. Solo se queste sussistono è data altresì la facoltà di intervenire in via cautelare prima che la commercializzazione, la vendita o la distribuzione del prodotto siano posti in essere.

Inoltre, l'Autorità dovrà assicurarsi che la misura rispetti il requisito di proporzionalità (*non abbia sull'efficienza dei mercati finanziari o sugli investitori effetti negativi sproporzionati rispetto ai suoi benefici*) e non comporti il rischio di arbitraggi normativi (*non crea un rischio di arbitraggio normativo*)⁶⁶.

Prima dell'adozione della misura sussiste in capo all'ESMA l'obbligo di comunicazione alle autorità competenti, nonché di pubblicazione sul proprio sito internet dell'avviso relativo all'adozione della misura e contenente la descrizione dettagliata dell'intervento che sarà attuato e il termine a decorrere dal quale entrerà in vigore.

Le misure adottate dalle Autorità europee hanno durata limitata a tre mesi, ma possono essere rinnovate fintantoché le suddette condizioni sussistono, ferma la periodica verifica. Con il recente intervento di riforma del regolamento 2019/2175⁶⁷ l'intervallo

precauzionale, divieti o restrizioni prima che uno strumento finanziario o un deposito strutturato siano commercializzati, distribuiti o venduti alla clientela. [...]”.

⁶⁶ Qualora incida su derivati su merci agricole deve essere presa previa consultazione degli organismi pubblici competenti per la vigilanza, la gestione e la regolamentazione dei mercati agricoli fisici ai sensi del Regolamento (CE) n. 1234/2007.

⁶⁷ Art. 4 n.8-9 del Regolamento (UE) n. 2019/2175 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 dicembre 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), il regolamento (UE) n. 1094/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), il regolamento (UE) n. 1095/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), il regolamento (UE) n. 600/2014, sui mercati degli strumenti finanziari, il regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei

La disciplina di product intervention

temporale di revisione delle misure poste in essere dall'ESMA e dall'EBA⁶⁸ è salito a sei mesi, con la possibilità di predisporre interventi di proibizione o restrizione annuali, previa appropriata analisi di impatto sugli investitori⁶⁹. In particolare, la previsione del limite di durata di tre mesi delle misure adottate dall'ESMA o dall'EBA è stata sostituita, stabilendo un dovere in capo all'autorità di riesame della misura a intervalli appropriati e comunque almeno ogni sei mesi; qualora sia rinnovata due volte consecutivamente e tenendo conto delle risultanze di una analisi adeguata circa l'impatto della restrizione o del divieto sull'investitore, l'Autorità può decidere di rinnovare annualmente la misura.

La valutazione sulla base della quale la misura, già rinnovata, può essere oggetto di un ulteriore rinnovo di durata annuale tiene conto dell'impatto sull'investitore⁷⁰: solo qualora non comporti per quest'ultimo un risultato opposto rispetto allo scopo di tutela perseguito dalla norma, potrà essere rinnovata per un periodo superiore ai sei mesi. Ai fini di tale rinnovo la valutazione del rispetto del principio di proporzionalità non ricopre anche l'efficienza dei mercati finanziari e non si accompagna anche a quella rivolta a evitare il rischio di arbitraggio normativo⁷¹.

Il regolamento dispone che la misura adottata dall'ESMA prevalga su qualsiasi misura adottata precedentemente da una autorità competente. La prevalenza è stabilita secondo il criterio cronologico, per cui opera solo quando la misura dell'autorità

contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento, e il regolamento (UE) 2015/847, riguardante i dati informativi che accompagnano i trasferimenti di fondi.

⁶⁸ Analoga modifica non è intervenuta per le corrispondenti norme sulla *product intervention* previste dal regolamento PRIIPs in relazione ai prodotti assicurativi. Tale disallineamento tradisce l'obiettivo stesso per il quale tale previsione era stata introdotto, obiettivo che trova compiuta espressione nel considerando 25 del regolamento stesso.

⁶⁹ Il nuovo Regolamento utilizza il termine "consumers", analogo a quello previsto dal Regolamento PRIIPs. V. nota 70.

⁷⁰ Sebbene la disciplina faccia riferimento al "consumatore" si ritiene che il termine continui a definirsi col significato di "investitore retail". Diversamente, parte della dottrina ritiene che l'uso del termine "consumatore" in luogo di "investitore" derivi da una precisa scelta legislativa che comporta altresì il richiamo alla disciplina consumeristica. Nel dettaglio si veda N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors*, in *European Business Organization Law Review*, 2012.

⁷¹ Nonché, qualora le misure riguardino derivati su merci agricole, sia stata espletata la consultazione con gli organismi pubblici competenti per la vigilanza, la gestione e la regolamentazione dei mercati agricoli fisici ai sensi del regolamento (CE) 1234/2007.

La disciplina di product intervention

eurounitaria sia successiva rispetto a quella dell'autorità nazionale. L'uso del termine "qualsiasi" apre invece dubbi sulla delimitazione dell'ambito oggettivo in cui possa operare la prevalenza della misura europea su quelle nazionali. Il termine deve essere rapportato coi caratteri di sussidiarietà e di *extrema ratio* che circoscrivono il potere di intervento, che può essere attivato solo, tra le altre condizioni, se un'autorità competente non ha adottato misure sufficienti a far fronte alla minaccia. Per tale è da intendersi l'adozione non solo di misure ai sensi dell'art.42 MiFIR, ma anche di ogni provvedimento avente ad oggetto il contenimento del pericolo generato da un determinato strumento finanziario o una pratica o attività. La prevalenza opererà dunque a fronte di un'identità oggettiva tenendo conto dello scopo intrapreso dalla misura intervenuta a livello nazionale.

L'intervento a livello europeo in sostituzione delle misure intraprese dall'Autorità competente quando queste non siano sufficienti presuppone un giudizio su queste da parte delle stesse Autorità europee. Pertanto, in questa materia l'ESMA (e l'EBA) hanno, nei confronti delle Autorità nazionali, sia un potere di sostituzione (che presuppone l'inerzia del sostituito) sia un potere di avocazione (che presuppone un giudizio sulle misure già adottate) e di riesame delle determinazioni assunte al fine di una loro eventuale riforma: è un test in negativo che evidenzia che non sono state adottate misure volte a far fronte alla minaccia o che le misure eventualmente adottate non siano idonee⁷². Ciò attribuisce, implicitamente, un potere di sindacato sull'azione posta in essere a livello nazionale: condizione necessaria, infatti, perché l'autorità europea possa attivarsi è la non sufficienza delle eventuali misure intraprese all'interno degli Stati membri. La sindacabilità di tali misure è espressa, invece, nella previsione del ruolo di coordinamento indicato dall'art 43 MiFIR: spetta all'Autorità europea vigilare su rispetto dei requisiti di proporzionalità, giustificazione, adeguatezza e coerenza delle misure locali. Circa i primi due aspetti l'ESMA emette un parere (formalmente) non vincolante: tuttavia, qualora l'autorità competente non intenda adeguarsi a quanto in esso espresso dovrà darne motivato avviso, secondo un principio di *comply or explain*. Una mancata adesione alle indicazioni fornite dall'Autorità di supervisione europea non costituisce motivo di

⁷² C. F. BERGSTROM e D. RITLENG, *Rulemaking by the European Commission - The New System for Delegation of Powers*, Oxford University Press, 2016

La disciplina di product intervention

attivazione del potere di intervento da parte di questa, ma potrebbe far ritenere che le misure adottate non siano sufficienti e pertanto giustificare su tale base un intervento unionale. In tal modo, il giudizio espresso dall'Autorità di supervisione europea acquisisce sostanzialmente vincolatività⁷³.

Non è invece prevista, in capo alle autorità nazionali competenti, alcuna formulazione di un giudizio, neppure a carattere consultivo, sulla meritevolezza dell'intervento dell'autorità europea, la quale ha solo un onere informativo nei confronti delle prime⁷⁴.

L'obbligo di emissione del parere non è invece previsto qualora le Autorità competenti siano intervenute ai sensi dell'art 42: la sussistenza dei requisiti di meritevolezza dell'intervento, in quanto già valutata dalle Autorità nazionali a cui è attribuita la competenza in via principale, si considera presupposta. Resta ferma invece la necessità di procedere alla verifica dei presupposti giustificativi dell'azione a livello eurounitario.

In conclusione, L'ESMA può porre in essere misure riguardanti sia il monitoraggio del mercato (cd. poteri di *market monitoring*), sia – sulla base di una valutazione discrezionale⁷⁵ circa il sussistere delle condizioni sopra analizzate – poteri di intervento che consentono di vietare temporaneamente o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari ed attività o pratiche finanziarie (cd. poteri di *temporary intervention*). In tal modo, la disciplina non solo sposa un obiettivo di tutela del mercato ma anche di prevenzione e controllo costante. Lo strumento rappresenta la possibilità per le Autorità di vigilanza di bloccare l'accesso al mercato di prodotti di investimento collocati sui mercati finanziari agendo – e questa è la novità di maggior rilievo- non più solo sul controllo del comportamento degli intermediari nei confronti dei loro clienti, ma anticipando la tutela, valutando

⁷³ Ci si chiede se la sostanziale vincolatività del giudizio espresso dall'Autorità di supervisione europea possa essere rinvenuto anche nel caso di un parere negativo per mancanza del rispetto dei requisiti di proporzionalità e fondatezza. Una risposta positiva potrebbe derivare dalla possibilità per l'ESMA di attivare, ai sensi dell'Art. 17 del Regolamento 1095/2010, la procedura prevista per la violazione del diritto dell'Unione.

⁷⁴ Resta tuttavia fermo il potere di cui all'articolo 9, paragrafo 5, comma 3.

⁷⁵ È una discrezionalità tecnica.

La disciplina di product intervention

direttamente, con un giudizio di merito, alcuni aspetti dei prodotti finanziari⁷⁶. I criteri e fattori individuati dal MiFIR sottolineano la necessità di intervento o comunque di un alto grado di attenzione quando potrebbe verificarsi, in capo all'investitore, il rischio di una mancata comprensione - e conseguente assenza di piena consapevolezza del proprio investimento - dovuta alla complessità del prodotto offerto al cliente retail o alla difficoltà di prevedere l'andamento dello stesso in ragione delle variazioni del suo valore nozionale, dell'effetto leva o, ancora, del suo grado di innovazione. In reazione al tipo di cliente il legislatore introduce una presunzione secondo cui il cliente retail, quando lo strumento proposto è accompagnato dalle summenzionate caratteristiche, non ha fisiologicamente gli strumenti necessari per comprendere la portata dell'investimento⁷⁷.

Parallelamente alla disciplina dettata dal MiFIR, il Regolamento PRIIPs prevede analoghi poteri di *product intervention* da applicarsi per i prodotti di investimento assicurativi.

In particolare, l'art. 16 attribuisce all'EIOPA il potere di vietare o limitare in via temporanea la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati prodotti di investimento assicurativi o di prodotti di investimento assicurativi con determinate

⁷⁶ Non si è introdotto un sistema di approvazione preventivo per l'immissione in commercio dei prodotti e gestito dalle singole Autorità nazionali, oppure una procedura europea di approvazione obbligatoria in capo alle Autorità centrali; tuttavia non solo al sussistere delle condizioni previste, i poteri di intervento possono essere posti in essere in via preventiva, ma il cons. 29 MiFIR sembra contemplare la possibilità di subordinare la commercializzazione del prodotto a un preventivo atto di consenso da parte delle autorità, disponendo: "Se ricorrono tali condizioni, l'autorità competente o, in casi eccezionali, l'ESMA o l'EBA dovrebbero essere in grado di imporre, in via precauzionale, divieti o restrizioni prima che uno strumento finanziario o un deposito strutturato siano commercializzati, distribuiti o venduti alla clientela. Tali poteri non implicano alcun obbligo in capo a un'autorità competente, all'ESMA o all'EBA di introdurre o applicare un processo di approvazione o di concessione di licenze per un prodotto, né di sollevare le imprese di investimento dalla responsabilità di rispettare tutti gli obblighi stabiliti dal presente regolamento e dalla direttiva 2014/65/UE". Si esclude un obbligo ma non si pone un divieto. Sulla possibilità di introdurre un processo preventivo di intervento sul prodotto si era interrogato il Regno Unito che, negli studi avviati nel 2011 per l'introduzione dell'istituto a livello nazionale, aveva considerato tra le ipotesi anche quella dell'inserimento di una "*product intervention* preventiva". V. nota 68

⁷⁷ L'affermazione trova fondamento nella disciplina prevista dalla MiFID II a tutela dell'investitore retail, attraverso le disposizioni in merito al controllo nel merito dell'investimento e alle conseguenze derivanti dalla loro applicazione. Inoltre, richiamando le considerazioni già svolte nel primo capitolo, l'intera struttura regolamentare riformata in risposta alla crisi finanziaria ed economica del 2008 sembra modularsi in risposta a tale presunzione.

caratteristiche specifiche, nonché un tipo di attività o pratica finanziaria di un'impresa di assicurazione o riassicurazione.

Le condizioni in presenza delle quali possono essere attivati i poteri di *product intervention* e la relativa disciplina sono analoghe a quanto previsto dal Regolamento MiFIR per il settore finanziario. Pertanto, sono da ritenersi valide, come già anticipato, le medesime considerazioni già svolte sopra.

Non manca, tuttavia, una differenza degna di rilievo. Infatti, se per le misure poste in essere a sensi del regolamento MiFIR, il Regolamento 2019/2175 è intervenuto prevedendo una durata temporale maggiore, il co-legislatore europeo non ha ancora previsto analoga modifica per il settore assicurativo, aprendo i problemi in ordine a una differenziazione nella disciplina dei due settori. Si tradisce infatti la previsione di cui al considerando 25 del Regolamento PRIIPs che sottolinea, come già sopra analizzato, la necessità di una lettura trasversale con il MiFIR per garantire che i meccanismi di intervento possano essere applicati a tutti i prodotti di investimento, a prescindere dalla loro forma giuridica”⁷⁸.

La più ridotta durata temporale, pari a tre mesi, è seguita anche dal Regolamento PEPP, che si differenzia così dalle previsioni del MiFIR, come da ultimo novellato, ma rimane in linea con quelle del settore assicurativo.

2.2.6. I poteri di intervento delle Autorità nazionali

L'art. 69 MiFID II prescrive che gli Stati membri attuino *disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative* per l'attribuzione alle Autorità competenti, individuate ai sensi dell'art. 67, di tutti i *poteri di indagine ed i poteri di imporre misure correttive* necessari per l'esercizio dei compiti previsti dalla direttiva e dal Regolamento MiFIR.

⁷⁸ Nonostante il regolamento 2019/2175 abbia previsto la modifica dell'art. 9 par.5 c. 3 del Regolamento 1094/2010 stabilendo così che anche l'EIOPA “riesamina la decisione di cui al primo comma a intervalli adeguati e almeno una volta ogni sei mesi. Dopo almeno due rinnovi consecutivi e sulla base di un'analisi adeguata intesa a valutare l'impatto sul cliente o sul consumatore, l'Autorità può decidere in merito al rinnovo annuale del divieto”, il Regolamento PRIIPs non ha recepito questa estensione della durata temporale. Pertanto, in forza del principio di specialità che regola il rapporto tra le due norme, troverà ancora applicazione il minor termine di tre mesi. Sul punto anche nota 9.

La disciplina di product intervention

L'articolo individua un contenuto minimo⁷⁹ di tali poteri includendo poteri ispettivi, esecutivi, cautelari e di intervento. Tra questi ultimi rientra quello di *product intervention* richiamato dalla lett. s) del par.2, a mente del quale è consentito all'autorità *sospendere la commercializzazione o la vendita di strumenti finanziari o depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli articoli 40, 41 o 42 del regolamento (UE) n. 600/2014 siano soddisfatte.*

Le Autorità competenti designate dagli Stati membri hanno carattere pubblico, fatta salva la possibilità di delegare le funzioni a soggetti diversi, purché siano rispettati i requisiti di efficacia e imparzialità e senza che la delega comporti l'esercizio di pubblici poteri e l'uso di poteri discrezionali di giudizio, che restano in capo all'Autorità competente designata e alla quale competono la vigilanza sull'attività delegata e le misure di esecuzione.

Qualora lo Stato membro designi più Autorità competenti per lo svolgimento delle funzioni, i ruoli delle Autorità devono essere definiti con chiarezza e deve essere garantita la collaborazione tra le stesse e tra queste e le altre Autorità competenti sui settori attigui dei mercati finanziari, bancari e assicurativi (art. 68 MiFID II).

Il regolamento PRIIPs, invece, affida l'individuazione dell'Autorità competente al dettato dell'art. 4 n.8) secondo cui si intendono per "autorità competenti", *le autorità nazionali designate da uno Stato membro a fini di vigilanza sul rispetto degli obblighi che il presente regolamento impone agli ideatori di PRIIP e alle persone che forniscono consulenza sui PRIIP o vendono tali prodotti.* È una norma a carattere descrittivo che, a differenza del dettato normativo di cui alla Mifid II, non individua alcun requisito minimo che l'Autorità designata deve possedere. Ancora una volta occorre chiedersi se tale disposizione risulti vincolante anche in relazione alla disciplina di *product intervention*. Una risposta affermativa porterebbe alla conclusione secondo cui l'Autorità competente sia quella a cui spetta, a livello nazionale, il controllo sui PRIIPs. Tuttavia, alla luce delle

⁷⁹ Come emerge dall'espressione "quanto meno" (nella versione italiana) contenuta nel paragrafo 2 dell'articolo 69 MiFID. Il legislatore europeo intende indicare una base comune nella definizione dei poteri, lasciando agli Stati la facoltà di prevederne ulteriori. Pertanto, gli Stati Membri potranno, nel rispetto della propria legislazione interna e al fine di perseguire i compiti indicati nella Direttiva e nel Regolamento, attribuire ulteriori poteri in capo alle Autorità competenti.

La disciplina di product intervention

considerazioni sopra svolte⁸⁰ che hanno mostrato come l'intervento non sia limitato a questi soli prodotti ma si prevede, più in generale, che le misure possano rivolgersi a “la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di prodotti di investimento assicurativi con determinate caratteristiche specifiche o un tipo di attività o prassi finanziaria di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione”, le Autorità nazionali competenti saranno da ritenersi quelle individuate dai singoli Stati membri per la vigilanza sui prodotti di investimento assicurativi.

L'intervento dell'Autorità deve essere giustificato dalla sussistenza almeno in uno Stato membro di un timore significativo per la protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati o alla stabilità del sistema finanziario, ovvero dalla circostanza che un derivato abbia ripercussioni negative sul meccanismo di formazione dei prezzi nel mercato sottostante. Quest'ultima ipotesi non è contemplata invece tra le condizioni per le quali è data la possibilità di intervento, in via sussidiaria, anche all'ESMA: l'art. 40 infatti richiama solo l'ipotesi di “un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione” e non quella relativa al derivato. Il dettato riguardante le condizioni a ricorrere delle quali l'Autorità nazionale può intervenire contempla, cioè, oltre all'effetto anche una delle possibili cause. Benché non vi sia analogo dettaglio all'interno dell'art. 40 non si ravvisa una difformità rilevante sul piano applicativo⁸¹.

Perché l'autorità competente possa adottare la misura occorre altresì che altri requisiti normativi non siano applicabili o comunque non siano sufficienti per far fronte al pericolo – ribadendosi in tal modo il carattere residuale della disposizione.

L'Autorità dovrà, così, procedere ad un accertamento di una situazione che sollevi un timore significativo per il mercato e verificare, ancora una volta secondo un test in negativo, che misure meno incisive e l'ordinaria vigilanza non sarebbero sufficienti a far

⁸⁰ Cfr. paragrafo 2.2.5.

⁸¹ Essa, infatti, appare più come specificazione esemplificativa dei casi idonei a fondare un timore significativo e, pertanto, riconducibile anche all'ipotesi prevista dall'art. 40 MiFIR per l'intervento su scala unionale.

La disciplina di product intervention

fronte al pericolo. La decisione di intervento deve essere sorretta da intrinseca logicità e coerenza con la valutazione dei presupposti di fatto, valutazione questa frutto di apprezzamenti di natura tecnico-discrezionale.

La misura deve essere proporzionata e non discriminatoria. In particolare, L'art. 42, par.3 lett. c) richiede che la misura sia proporzionata in rapporto alla natura dei rischi identificati, al livello di sofisticazione degli investitori o dei partecipanti interessati al mercato e al suo probabile impatto sugli investitori;⁸² mentre alla lett. e) si precisa che la misura adottata non debba avere un effetto discriminatorio sui servizi o sulle attività fornite a partire da un altro Stato membro ⁸³.

La restrizione va preceduta da una consultazione con le autorità competenti degli Stati membri sui quali la misura potrebbe incidere⁸⁴. La procedura di consultazione dovrà essere completa ed esauriente, non limitandosi a un mero onere informativo, come suggerisce la portata dell'avverbio "debitamente".

La comunicazione deve essere effettuata almeno un mese prima dell'effettiva esecuzione della misura e deve contenere l'indicazione dell'oggetto, la natura della stessa e gli elementi fondanti. Il termine è derogabile solo in casi eccezionali e quando la notifica nel mese precedente potrebbe inficiare la validità della misura. In tale ultimo caso, l'autorità può adottare la misura solo temporaneamente e per un periodo massimo di tre

⁸² Si applicano i principi della sentenza Corte di Giustizia, sentenza del 30 novembre 1995, causa C-55/94, *Reinhard Gebhard contro Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano*, che ha previsto che: "I provvedimenti nazionali che possono ostacolare o scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dal Trattato devono soddisfare quattro condizioni: essi devono applicarsi in modo non discriminatorio, essere giustificati da motivi imperiosi di interesse pubblico, essere idonei a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo".

⁸³ Inoltre, la lett. e) impone come ulteriore condizione in caso di mercati agricoli fisici la consultazione degli organismi pubblici competenti per la vigilanza, gestione e regolamentazione del settore ai sensi del Regolamento (CE) n. 1234/2007, qualora lo strumento finanziario, attività o pratica finanziaria costituiscono una grave minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati agricoli fisici.

⁸⁴ Nonché con gli organismi pubblici competenti per la vigilanza, la gestione e la regolamentazione dei mercati agricoli fisici ai sensi del Regolamento (CE) n. 1234/2007 qualora incida su derivati su merci agricole

La disciplina di product intervention

mesi, previa notifica a tutte le autorità competenti (e non solo a quelle degli Stati membri su cui si pensa che la misura potrebbe incidere) e all'ESMA almeno 24 ore prima dall'entrata in vigore della misura. Della misura deve essere data pubblicazione sul sito dell'autorità competente.

Benché la disposizione – a differenza dell'art. 40 par. 2, che per le Autorità europee prescrive la necessaria sussistenza del verificarsi di tutte le condizioni indicate – non specifichi che le suddette condizioni debbano verificarsi tutte, l'elenco è da considerarsi comunque tassativo in forza del rinvio effettuato dal par. 3 lett. c) che prescrive, tra gli elementi oggetto di comunicazione tra Autorità, l'argomentazione che tutte le indicazioni siano soddisfatte. Nel valutare la presenza di un timore significativo per l'integrità del mercato, l'Autorità dovrà guardare ai criteri e fattori indicati dalla Commissione con le misure di livello 2.

Al ricorrere di queste è possibile che l'adozione della misura anche in via cautelare, prima che la commercializzazione, la distribuzione o la vendita siano poste in essere.

L'eccezionalità della misura e il suo carattere residuale sono ribadite dal legislatore con la previsione secondo cui “Il divieto o la restrizione possono applicarsi soltanto in determinate circostanze, o essere soggetti a deroghe, specificate dall'autorità competente.”

Il divieto o la restrizione adottati dall'autorità competente permangono fintanto che sussistono le condizioni per le quali la misura è stata introdotta: a differenza della misura adottata dall'Autorità europea, le misure poste in essere dalle NCA non hanno una durata temporale limitata.

Le condizioni in presenza delle quali possono essere attivati i poteri di *product intervention* e la relativa disciplina nel settore assicurativo sono, anche per le Autorità nazionali competenti in tale materia, analoghe a quanto previsto dal Regolamento MiFIR.

Sussiste, tuttavia, una differenza circa i poteri previsti in capo a tali Autorità: l'art. 17 del Regolamento PRIIPs non prevede la possibilità, indicata dall'art. 42 par.2 ultimo

comma, MiFIR secondo la quale “Il divieto o la restrizione possono applicarsi soltanto in determinate circostanze o essere soggetti a deroghe, specificate dall’ autorità competente”. Il regolamento PRIIPs, pertanto, non attribuisce alle autorità nazionali competenti in materia assicurativa– a differenza di quanto avviene per quelle che vigilano sugli strumenti finanziari e depositi strutturati – la possibilità di restringere ulteriormente il campo di applicazione della disciplina. Tale potere è permesso, in relazione ai prodotti assicurativi, solo a livello eurounitario in capo all’EIOPA.

2.2.7. Il coordinamento tra Autorità

L’art. 43 MiFIR e l’art.18 PRIIPs attribuiscono alle Autorità di supervisione europee (l’ESMA, l’EBA per i depositi strutturati e EIOPA per i prodotti assicurativi) il ruolo di agevolazione e coordinamento per le misure adottate dalle Autorità nazionali competenti e dell’osservanza, da parte di queste, del rispetto dei principi di proporzionalità, adeguatezza, coerenza e motivazione che devono informarne l’intervento.

A tal fine è emesso, a seguito della comunicazione da parte dell’Autorità nazionale competente per l’adozione della misura, un parere che attesti il rispetto dei summenzionati principi e l’eventuale indicazione della necessità di adozione della medesima misura da parte degli altri Stati membri. Le Autorità europee sono cioè chiamate a valutare se ricorrono le condizioni di ammissibilità della misura e se questa non superi i limiti di idoneità e stretta necessità rispetto al conseguimento delle finalità perseguite, in rapporto alla natura dei rischi e al *target market* di riferimento.

Il parere non è vincolante per l’Autorità nazionale; tuttavia, qualora essa intenda discostarsi da quanto espresso dall’Autorità europea proponendo di adottare misure contrarie rispetto a quelle indicate o non adottare quelle raccomandate, deve immediatamente rendere pubbliche le ragioni di tale scelta, secondo il principio *comply or explain*.

Il parere riguarda unicamente i profili di giustificazione e proporzionalità della decisione, non intervenendo sul merito, ferme le considerazioni già sopra svolte quanto

La disciplina di product intervention

alla vincolatività del giudizio dell'ESA. Vi è la facoltà di non emettere il parere se l'Autorità nazionale ha già adottato una misura di intervento a livello nazionale⁸⁵.

In sintesi, la *product intervention* si caratterizza per essere uno strumento di *extrema ratio*, attivabile solo dopo un confronto tra Autorità nazionali ed europee. L'intervento diretto spetta di regola alle Autorità nazionali, solo in via eccezionale alle Autorità europee. Si giustificano così i caratteri di temporaneità, sussidiarietà e il rispetto dei principi di proporzionalità e adeguatezza. In relazione a quest'ultimo punto, infatti, gli interventi delle Autorità europee non devono comportare effetti negativi sproporzionati rispetto ai loro benefici sull'efficienza dei mercati finanziari e sugli investitori, ovvero rischi di arbitraggio normativo, devono essere adeguati alla natura dei rischi identificati, al livello di conoscenza dell'investitore e dei partecipanti al mercato e non devono dare luogo a discriminazioni in danno di servizi ed attività prestati da un altro Stato Membro.

La MiFIR riconosce che, per ragioni di prossimità, le Autorità nazionali competenti sono nella posizione migliore per monitorare il mercato⁸⁶; tuttavia, l'impatto complessivo della materia è tale per cui si rende necessario, seppur in chiave sussidiaria, un intervento su scala europea⁸⁷. Quando sussiste una condizione per la quale si ha un timore significativo circa la stabilità del mercato o la protezione dell'investitore la competenza ad intervenire è affidata in primo ordine all'Autorità competente dello Stato

⁸⁵ Ai sensi dell'articolo 42 MiFIR (o per la disciplina nel settore assicurativo, l'articolo 17 PRIIPs).

⁸⁶ Per un'analisi dell'istituto si veda F. GUARRACCINO, *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention)*, in La MiFID II, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), 2016.

⁸⁷ Così dispone il cons. 48 MiFIR: "Poiché gli obiettivi del presente regolamento, segnatamente istituire requisiti uniformi per gli strumenti finanziari relativamente alla comunicazione al pubblico dei dati sulle negoziazioni, alla segnalazione delle operazioni alle autorità competenti, alla negoziazione di strumenti derivati e di azioni nelle sedi organizzate, all'accesso non discriminatorio alle CCP, alle sedi di negoziazione e ai valori di riferimento, ai poteri di intervento sui prodotti e ai poteri di gestione delle posizioni e dei limiti delle posizioni, all'erogazione di servizi o attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri perché, sebbene le autorità nazionali competenti siano in posizione migliore per monitorare gli sviluppi del mercato, l'impatto complessivo di eventuali problemi connessi alla trasparenza delle negoziazioni, alla segnalazione delle transazioni, alle negoziazioni di strumenti derivati e ai divieti di prodotti e pratiche può essere pienamente compreso esclusivamente in un contesto europeo ma, a motivo della portata e degli effetti del presente regolamento, possono essere conseguiti meglio a livello dell'Unione; quest'ultima può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. Il presente regolamento si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo".

membro coinvolto. Solo qualora tale intervento dovesse risultare iniquo è data la possibilità all'ESMA, all'EBA o all'EIOPA, ciascuna per i rispettivi campi di competenza, di intervenire. La procedura è articolata e si basa sul dialogo costante tra le due Autorità. Poiché l'intervento è incisivo e colpisce un settore importante dell'economia intaccando spazi altrimenti lasciati all'autonomia privata, la normativa impone limiti stringenti che devono essere osservati.

2.2.8. Criteri per l'applicazione: gli atti delegati della Commissione

Con il regolamento delegato 2017/567 del 18 Maggio 2016 la Commissione, in ottemperanza alla statuizione di rinvio prevista dagli artt. 40 par.8 e 41 par.8 del Regolamento MiFIR ha indicato i criteri e i fattori in base ai quali accertare l'esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o della minaccia all'ordinato funzionamento e integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione.

Il considerando 18 del regolamento delegato evidenzia come non possano porsi sul medesimo piano il "timore significativo" quale presupposto per l'intervento a protezione degli investitori e l'esistenza di una "minaccia" quale requisito di intervento a tutela del mercato o del sistema: per quest'ultima, infatti, si presume la sussistenza di un maggiore allarme. Tale distinzione suggerisce che, mentre per attivare un intervento rivolto alla tutela dell'investitore sarà sufficiente il superamento di una soglia minore di pericolo, perché possa intervenire con misure giustificate dall'esigenza di preservare il mercato o il sistema è richiesto un grado ulteriore e qualificato di allarme.

L'elenco di elementi che le Autorità sono chiamate a valutare per porre in essere le misure di *product intervention* non è da considerarsi tassativo: come indicato, infatti, dal considerando 19, non si esclude che possano verificarsi "eventi o sviluppi imprevisti sfavorevoli" tali da giustificare non solo l'esercizio del potere di intervento ma anche, più in generale, la possibilità di porre in essere "azioni appropriate". L'affermazione deve tuttavia essere letta sia in relazione al dettato normativo in tema di poteri conferiti alle Autorità di supervisione sia, più in generale, del quadro istituzionale entro cui tali poteri sono configurati⁸⁸.

⁸⁸ Non sarà possibile, infatti, prevedere poteri di intervento diversi da quelli configurati dalle norme. A riguardo si richiamano le considerazioni svolte in relazione ai principi espressi dalla dottrina Meroni.

La disciplina di product intervention

Perché siano adottate le misure è sufficiente la sussistenza di uno solo dei presupposti indicati, senza quindi la necessità che questi siano tutti integrati dalle circostanze di fatto. Questa circostanza è confermata dagli artt. 19-20-21 par. 1 comma 2 secondo i quali le autorità possono accertare l'esistenza di un timore significativo o una minaccia sulla base di uno o più dei fattori e criteri indicati.

Seguendo l'articolazione già adottata per il regolamento MiFIR, sono dettati dapprima i criteri e fattori di cui devono tener conto, rispettivamente, ESMA ed EBA ed infine quelli che giustificano l'intervento non temporaneo delle Autorità nazionali competenti.

Nella valutazione dei fattori che determinano che uno strumento, una attività o una pratica finanziaria siano qualificabili come "complessi" devono considerarsi: la tipologia di clienti coinvolti nell'attività finanziaria o pratica finanziaria o destinatari dello strumento finanziario commercializzato o venduto, in particolare tenuto conto del tipo di attività sottostanti o di riferimento; il grado di trasparenza dei costi e degli oneri connessi allo strumento finanziario, all'attività finanziaria o alla pratica finanziaria e, in particolare, la mancanza di trasparenza risultante da livelli multipli di costi e oneri; la complessità del calcolo di rendimento, tenendo conto in particolare se il rendimento dipenda dal rendimento di uno o più attività sottostanti o di riferimento, a loro volta influenzato da altri fattori o se esso dipenda non solo dai valori delle attività sottostanti o di riferimento alla data iniziale e alle scadenze, ma anche dai valori durante la vita del prodotto; la natura e della portata dei rischi; se lo strumento o il servizio è abbinato ad altri prodotti o servizi; della complessità dei termini e delle condizioni.

Circa il criterio del grado di innovazione del prodotto o dell'attività o pratica commerciale utilizzata, il Regolamento delegato evidenzia che vanno considerati, in particolare: il grado di innovazione correlato alla struttura dello strumento finanziario, dell'attività finanziaria o della pratica finanziaria, incluse l'incorporazione e l'attivazione; il grado di innovazione correlato al modello di distribuzione o alla lunghezza della catena di intermediazione; la portata della diffusione dell'innovazione, incluso se lo strumento finanziario, l'attività finanziaria o la pratica finanziaria sono innovativi per particolari categorie di clienti; il fatto che l'innovazione determini un

La disciplina di product intervention

effetto leva; la mancanza di trasparenza del sottostante; l'esperienza pregressa del mercato con strumenti finanziari o pratiche di vendita simili.

Il grado di trasparenza e le caratteristiche del prodotto, di un'attività finanziaria o di una pratica finanziaria, vanno valutate tenendo conto de: la tipologia e la trasparenza del sottostante; i costi e gli oneri nascosti; l'utilizzo di tecniche che attirano l'attenzione dei clienti ma non riflettono necessariamente l'idoneità o la qualità globale dello strumento finanziario, dell'attività finanziaria o della pratica finanziaria; la natura e la trasparenza dei rischi; l'utilizzo di nomi di prodotti o di terminologia o di altre informazioni che implicano livelli maggiori di sicurezza o rendimento rispetto a quelli possibili o probabili, o che sottintendono caratteristiche del prodotto che non esistono. Quanto alle componenti dell'effetto leva del prodotto: l'effetto leva dovuto ai finanziamenti; le caratteristiche delle operazioni di finanziamento tramite titoli; il fatto che il valore sottostante non è più disponibile o affidabile.

Il regolamento delegato declina ulteriori fattori e criteri che dovranno essere valutati al fine di fondare la sussistenza dei presupposti per porre in essere una misura di *product intervention*. Tra gli altri si annoverano: l'entità delle potenziali conseguenze negative che possono derivare dal collocamento, distribuzione e vendita del prodotto; la tipologia di clienti coinvolti in attività o pratica finanziaria o a cui lo strumento finanziario è commercializzato o venduto; l'esistenza di disparità tra il rendimento o il profitto previsto per gli investitori e il rischio di perdita in relazione allo strumento finanziario o pratica; la facilità e il costo con il quale gli investitori sono in grado di vendere lo strumento finanziario in questione o cambiarlo; la determinazione dei prezzi e dei costi associati e le pratiche di vendita associate; il grado di informazioni disponibili sull'emittente sul garante e sul prodotto attività finanziaria; il grado di rischio, se elevato, per l'esecuzione delle operazioni concluse nel mercato rilevante; se l'attività o la pratica finanziaria compromette significativamente l'integrità del processo di formazione del prezzo del mercato; se le caratteristiche dello strumento finanziario lo rendono particolarmente suscettibile all'utilizzo per scopi di criminalità finanziaria.

La *product intervention* potrà essere attivata quando un'attività finanziaria o una pratica finanziaria rappresentano un rischio particolarmente elevato per la resilienza o il regolare funzionamento dei mercati e delle loro infrastrutture; se uno strumento finanziario, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria potrebbero portare a una

La disciplina di product intervention

significativa e artificiale disparità tra i prezzi di un derivato e quelli del mercato sottostante; se uno strumento finanziario, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria rappresentano un alto rischio di perturbazione per enti finanziari considerati importanti per il sistema finanziario dell'Unione; la rilevanza della distribuzione di uno strumento finanziario come fonte di finanziamento per l'emittente; se uno strumento finanziario, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria rappresenta rischi particolari per l'infrastruttura del mercato o dei sistemi di pagamento, inclusi i sistemi di negoziazione, di compensazione e di regolamento; se uno strumento finanziario, un'attività finanziaria o una pratica finanziaria possono minare la fiducia degli investitori nel sistema finanziario.

La *product intervention*, ancora, si attiva se un'attività finanziaria o una pratica finanziaria compromette significativamente l'integrità del processo di formazione del prezzo nel mercato in questione, cosicché il prezzo o il valore dello strumento finanziario in questione non è più determinato dalle legittime forze di mercato della domanda e dell'offerta, o cosicché i partecipanti al mercato non possono più fare affidamento sui prezzi formati in quel mercato o sui volumi di negoziazione come base per le proprie decisioni di investimento e in considerazione della dimensione complessiva dell'offerta sul mercato del prodotto finanziario e la situazione finanziaria ed economica dell'emittente di uno strumento finanziario, nella misura in cui ciò possa compromettere la stabilità del mercato o di parte di esso. I criteri ivi indicati sono stati dettati per gli strumenti, le attività o le pratiche finanziarie ma analogamente la disciplina si rivolge ai depositi strutturati.

La complessità dell'elenco di caratteristiche indicate dalla Commissione e che devono essere prese in esame per accertare la sussistenza di un timore significativo, dimostra la necessità di tutelare la libertà nel mercato e l'autonomia privata sui quali la predisposizione di una misura di intervento incide fortemente. Più in generale, si può affermare che i presupposti legittimanti l'intervento confermano che la proibizione o la limitazione del prodotto, dell'attività o della pratica finanziaria ritenuti "pericolosi" per gli investitori, il mercato o il sistema finanziario è l'ultima delle misure alla quale le Autorità possono ricorrere.

La disciplina di product intervention

Per l'intervento dei prodotti assicurativi previsto dal Regolamento 1286/2014, la Commissione ha adottato il regolamento delegato 2016/1904 del 14 luglio 2016: nel perseguimento della linea di uniformità con cui si intende far proseguire le due discipline alla ricerca di un quadro se non unitario almeno comune e che tragga dalla settorialità un adattamento più specifico all'oggetto di applicazione, la Commissione segue il medesimo schema e indica analoghi criteri e fattori già previsti dal regolamento delegato 2017/567.

Per i poteri di intervento previsti dal PEPP, invece è intervenuto il Regolamento delegato 2021/895⁸⁹ che, in ragione della particolarità del prodotto a cui si riferisce e la previsione speciale della materia rispetto al settore assicurativo, segue una formulazione in parte differente. La Commissione indica alcuni fattori esemplificativi che devono guidare nella valutazione de: il grado di complessità del PEPP, il grado di innovazione del PEPP e l'entità o il valore totale del capitale accumulato dello stesso e la relazione del PEPP con il tipo di risparmiatore in PEPP. In chiusura il Regolamento richiama gli elementi che possono incidere sull'ordinato funzionamento e sull'integrità dei mercati finanziari ed evidenzia specifiche situazioni in cui possono incorrere fornitori o distributori del prodotto pensionistico individuale paneuropeo. I fattori indicati, seppur correlati alla specifica fattispecie, risultano analoghi a quelli già evidenziati dai regolamenti delegati per il MiFIR e il Regolamento PRIIPs.

2.3. Il rapporto tra le Autorità di supervisione europee e nazionali nell'adozione dei poteri di intervento

Come già anticipato, il potere di *product intervention* spetta alle Autorità nazionali competenti e solo in via sussidiaria alle ESA, come emerge dalla previsione - che costituisce condizione necessaria per l'intervento - secondo cui queste ultime possono adottare la misura solo quando “un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non affrontano la minaccia in maniera sufficiente”. Il riferimento agli interventi posti in essere dalle NCA è ampio, non limitandosi alle misure poste in essere in forza dei poteri di *product*

⁸⁹ Regolamento delegato (UE) 2021/895 della Commissione del 24 febbraio 2021 che integra il Regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'intervento sui prodotti.

La disciplina di product intervention

intervention di cui al regolamento MiFIR o PRIIPs: deve cioè essere presa in considerazione ai fini della valutazione sull'opportunità di intervenire la situazione complessiva e la misura a livello eurounitario potrà essere adottata solo qualora altre strategie di intervento già poste in essere non si siano rivelate sufficienti e adeguate. Questo pone l'esigenza di una valutazione preliminare, da parte delle ESA, non solo circa la sussistenza di misure ma anche un vaglio nel merito di queste, traducendosi tale attività in un sindacato delle misure nazionali stesse, preliminare e necessario perché siano esercitati i poteri di *product intervention* eurounitari. Il sindacato non sarà relegato all'eventuale adozione di misure di *product intervention*, ma riguarderà più ampiamente ogni ulteriore intervento posto in essere dallo Stato membro per fronteggiare la situazione di pericolo. Inoltre, eventuali misure intraprese dalle Autorità nazionali non dispiegheranno effetti nella vigenza delle misure eurounitarie, che prevalgono per la durata in cui restano in vigore. Le misure adottate sul piano nazionale, infatti, non sono abrogate ma disapplicate per l'effetto della prevalenza di quelle eurounitarie che si rendono necessarie per l'insufficienza delle stesse nel far fronte al pericolo o alla minaccia che ha portata sull'Unione.

Diverso invece il sindacato esercitato a seguito dell'adozione della misura di *product intervention*⁹⁰ da parte dell'autorità competente nazionale: in tal caso, infatti, esso non si rende necessario quale presupposto per l'adozione della misura unionale, quanto per il ruolo di agevolazione e coordinamento che l'autorità europea è chiamata a svolgere. Il sindacato in tal caso non entra nel merito della misura, poiché non si è chiamati a vagliarne la sufficienza a far fronte al pericolo, quanto la sua conformità al principio di proporzionalità e che sia giustificata. Può altresì esprimere indicazione circa l'opportunità che altri Stati adottino analoghe misure per affrontare il rischio⁹¹. Il parere espresso dalle ESA non è vincolante: l'autorità nazionale infatti può discostarsene, con l'obbligo tuttavia di dare immediato avviso delle ragioni alla base di tale scelta, secondo il principio

⁹⁰ Qui l'oggetto è espressamente limitato "alla misura imposta ai sensi del suddetto articolo".

⁹¹ Rischio che non è ancora così diffuso a livello unionale da giustificare intervento da parte delle ESA. Il giudizio espresso dall'Autorità di supervisione europea si limita a verificare che le misure adottate dalla NCA rispettino il principio di proporzionalità e trovino riscontro nei criteri previsti per la loro applicazione. L'ESA non entra nel merito, cioè non estende la propria valutazione sulla discrezionalità esercitata dall'Autorità nazionale competente.

del *comply or explain*. Tale fattore fonda ulteriormente l'attribuzione del potere in capo agli stati membri e il ruolo sussidiario dell'UE.

2.4. Il recepimento della disciplina nazionale (Italia)

L'Italia ha recepito la nuova disciplina europea dettata dalla direttiva Mifid II e dal Regolamento MiFIR, con il d. lgs. 3 agosto 2017, n.129, che apporta modifiche al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza). In particolare, il Decreto introduce nel TUF l'art. 7bis (*Poteri di intervento di cui al Titolo VII, Capo I del Regolamento (UE) n. 600/2014*) che ribadisce che la Banca d'Italia e la Consob *sono le autorità nazionali competenti ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui al Titolo VII, Capo I, del regolamento (UE) n. 600/2014. Esse esercitano i poteri e adottano le misure di vigilanza previsti dall'articolo 39, paragrafo 3, dall'articolo 42 e dall'articolo 43, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 600/2014, in conformità anche a quanto stabilito dagli atti delegati emanati ai sensi dell'articolo 42, paragrafo 7, del predetto regolamento*. Il rinvio alle disposizioni permette di includerne l'intera disciplina.

In recepimento della previsione di cui all'art. 68 Mifid II, a mente della quale “se uno Stato membro designa più di un'autorità competente per l'applicazione di una disposizione della presente Direttiva o del Regolamento (UE) n. 600/2014, i ruoli di tali autorità sono definiti con chiarezza ed esse collaborano strettamente”, l'art. 7bis c. 2 TUF attribuisce la competenza alla Consob “per quanto riguarda la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento e integrità dei mercati, nonché per le finalità di cui all'art. 42 par.2lett. a) punto ii) del regolamento (UE) n. 600/2014”. Ai sensi dell'art. 7bis c.3 TUF, invece, “la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda la stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario”. La competenza è dunque ripartita su base funzionale⁹².

Al comma 4 dell'articolo si dispone che *al fine di coordinare l'esercizio delle funzioni di cui al comma 1, la Banca d'Italia e la Consob stabiliscono, anche sulla base di un apposito protocollo d'intesa*⁹³, *le modalità della cooperazione e del reciproco*

⁹² L'Italia, a differenza dell'Unione Europea, nell'attribuzione di competenze di vigilanza, ha adottato un approccio combinato per prodotto e per finalità, distinguendo nella titolarità delle competenze di vigilanza prudenziale e di correttezza dei comportamenti (c.d. *twin peaks model*), a prescindere dalle caratteristiche del soggetto che esercita l'attività vigilata (c.d. approccio funzionale o vigilanza per finalità).

⁹³ Cfr. Protocollo d'Intesa tra Banca d'Italia e Consob adottato ai sensi dell'articolo 5 comma 5-bis, del d. lgs. n. 58/1998 in attuazione dell'art. 6, comma 2-bis, del d. lgs. n. 58/1998.

La disciplina di product intervention

scambio di informazioni rilevanti ai fini dell'esercizio delle predette funzioni e dell'esercizio da parte della Consob delle funzioni di punto di contatto ai sensi dell'articolo 4 del presente decreto.

L'art. 4 TUF dispone un obbligo di coordinamento e di collaborazione tra le Autorità nazionali (Consob, Banca d'Italia e IVASS) nonché un divieto di reciproca opposizione del segreto d'ufficio. Analoga previsione è formulata per Banca d'Italia e Consob nei confronti delle Autorità degli Stati membri dell'Unione, con i comitati che compongono il SEVIF e con la Banca Centrale Europea⁹⁴. È previsto, inoltre, che Consob e Banca d'Italia possono concludere con le Autorità competenti degli Stati membri, con l'ESMA e la BCE⁹⁵ accordi di collaborazione che possono prevedere la delega reciproca di compiti di vigilanza. Il punto di contatto per la ricezione delle informazioni da parte delle altre Autorità competenti è stato individuato nella Consob, che coinvolge la Banca d'Italia per gli aspetti di competenza di quest'ultima. Da tali previsioni risulta evidente il cammino verso un sistema di vigilanza che, seppur ancora di competenza delle singole Autorità nazionali, si avvia verso una maggior opera di coordinamento e integrazione reciproca. Inoltre, l'art. 7 bis c.5, quale formula di chiusura, prescrive che ciascuna autorità esercita i poteri e adotta le misure di *product intervention* sentita l'altra autorità.

Il comma 5 dell'art. 7 bis prevede un potere ulteriore a quanto già disposto dal legislatore europeo, consentendo alla “Banca d'Italia e alla Consob nell'ambito delle rispettive competenze di ordinare la sospensione per un periodo non superiore a 60 giorni per ciascuna volta della commercializzazione o della vendita di strumenti finanziari o di depositi strutturati qualora le condizioni di cui agli artt. 40, 41, 42 del Regolamento (ue) 600/2014 risultino soddisfatte”. La possibilità di emanare un provvedimento sospensivo non è, invece, prevista per “un tipo di attività o una pratica finanziaria”. Ci si può interrogare circa la natura di tale atto. Se infatti misura per il tramite della quale è imposto

⁹⁴ Non è espressamente previsto il divieto di opposizione del segreto d'ufficio: gli obblighi di collaborazione tra Autorità competenti degli Stati membri, tuttavia, derivano *in primis* dalle norme comunitarie che, in forza del principio di prevalenza del diritto comunitario su quello interno, dovrebbero neutralizzare l'eventuale ricorso al segreto d'ufficio come motivo per non dar corso a richieste di cooperazione di altre Autorità europee. Sul punto, v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2019.

⁹⁵ La possibilità di accordo anche con le due Autorità di supervisione europee è un'altra delle novità introdotte con il d. lgs. 129/2017 in attuazione della Direttiva MiFID II e costituisce un ulteriore passo verso un sistema di vigilanza sempre più integrato.

La disciplina di product intervention

il divieto o la restrizione è stata ricondotta a un “ordine amministrativo di non fare” e pertanto è qualificabile come divieto⁹⁶, il potere di sospensione previsto dalla legislazione interna potrebbe ritenersi di natura cautelare⁹⁷, stante la temporaneità della misura (60 giorni) e il fine di salvaguardia degli effetti per un ulteriore intervento definitivo di divieto o di revoca della stessa.

Con l’art.1 c.2 d.lgs. 14 novembre 2016, n.224 si è introdotto nel TUF l’art. 4 sexies che individua le Autorità nazionali competenti ai sensi del Regolamento (UE) 1286/2014. L’art. 4 sexies c.2 lett b) attribuisce alla Consob la competenza all’esercizio dei poteri di *product intervention* per quanto concerne la tutela degli investitori, l’integrità e l’ordinato funzionamento dei mercati, ad eccezione nel caso di prodotti distribuiti da agenti di assicurazione, broker, produttori diretti e soggetti di cui questi si avvalgono per i quali è competente l’IVASS. A quest’ultima spetta altresì la competenza circa la stabilità del sistema finanziario e assicurativo o di una sua parte, nonché per i rischi inerenti alla stabilità delle imprese di assicurazione nei confronti delle imprese di assicurazione medesime (rischio sistemico). Al pari di quanto previsto per il mercato finanziario, sussiste tra le due Autorità un obbligo di collaborazione nell’esercizio delle rispettive funzioni e di comunicazione nell’adozione dei provvedimenti di *product intervention*. La norma prescrive che il fine con cui deve essere data attuazione alle previsioni del presente articolo è quello di semplificare per quanto possibile gli oneri per i soggetti vigilati e il rispetto delle competenze.

⁹⁶ Così M. VENTORUZZO e S. ALVARO, *La product intervention*, in Il testo unico finanziario, M. Cera (a cura di), Zanichelli, 2020: gli autori escludono le nature sanzionatoria, cautelare o ingiuntiva. Infatti, si afferma come: “A differenza delle ingiunzioni, il provvedimento in discorso [l’atto di *product intervention*, ndr] non impone al destinatario di cooperare o attivarsi per raggiungere l’obiettivo prescritto ma determina direttamente l’effetto creando l’obbligo a carico del destinatario. Inoltre, al contrario delle sanzioni, il divieto espresso dall’atto di *product intervention* non presuppone (necessariamente) la violazione di una norma giuridica (illecito). Da ultimo, il provvedimento di *product intervention* non ha natura cautelare poiché produce effetti definitivi (sebbene, eventualmente, limitati nel tempo al periodo prefissato dall’autorità) e non (come accade nei provvedimenti cautelari) meramente strumentali a salvaguardare l’utilità degli effetti di un ulteriore (e principale) provvedimento.”

⁹⁷ La natura cautelare del provvedimento comporta che gli effetti siano limitati al periodo di tempo prescritto dalla norma (60 giorni) ed esso assuma un connotato meramente strumentale, rivolto a evitare l’aggravarsi di una situazione di timore o minaccia in attesa dell’adozione del provvedimento principale. Decorso il termine di 60 giorni, se la misura definitiva non viene adottata, le limitazioni previste dall’atto cautelare decadono automaticamente.

La disciplina di product intervention

La disciplina per la vigilanza sui prodotti assicurativi non prevede un potere analogo a quello di cui all'art. 7 bis ult. comma: pertanto, quando l'intervento riguarda prodotti assicurativi esso potrà comportare o un divieto o una limitazione alla loro commercializzazione, distribuzione o vendita per il tempo in cui sussistono le condizioni che ne richiedono e giustificano l'imposizione. Non è dunque possibile un provvedimento di sospensione.

Questo comporta, a livello nazionale, un ulteriore disallineamento tra le discipline previste per il settore assicurativo e quello finanziario, tradendo l'intento del co-legislatore eurounitario e comportando possibili incertezze per gli operatori.

CAPITOLO III

PRODUCT INTERVENTION: APPLICAZIONI

SOMMARIO: 3.1. Verso l'adozione delle prime misure di *product intervention* - 3.1.1. (segue): intervento sulle *binary option* - 3.1.2. (segue): intervento sui *contract for difference* – 3.2. L'adozione delle prime misure – 3.3. Il mancato rinnovo e le misure adottate dai singoli Stati Membri – 3.4. Lo scenario attuale – 3.5. Prospettive di intervento

3.1. Verso l'adozione delle prime misure di *product intervention*

Già a partire dal 2016¹, ben due anni prima dell'applicabilità delle disposizioni relative ai poteri di *product intervention*², l'ESMA rilevava, in coordinamento con le Autorità nazionali competenti che già erano intervenute con misure restrittive, un incremento nella vendita di prodotti altamente speculativi, quali contratti per differenza (*contract for difference* o “CFD”) e opzioni binarie (*binary option*), alla clientela retail, la quale risultava così esposta a ingenti perdite.

Con gli Statement del giugno e poi del settembre 2017, l'ESMA, non ritenendo le azioni intraprese dai singoli Stati sufficienti ad arginare il rischio generato dall'offerta di queste categorie di prodotti e a fronte dell'esigenza di assicurare una efficace tutela dell'investitore, ha espresso l'intenzione di valutare la possibilità di azionare i poteri di *product intervention* di cui al Regolamento MiFIR che sarebbero stati a breve applicabili proprio in relazione a opzioni binarie e contratti per differenza, previsione che verrà poi confermata.

Gli stessi prodotti erano già dapprima stati oggetto, oltre che di singole misure intraprese a livello nazionale come sopra ricordato, di monitoraggio da parte dell'ESMA, che già a partire dal 2015 aveva pubblicato una serie di Q&A su CFD, opzioni binarie e

¹ ESMA, *Warning about CFDs, binary options and other speculative products*, 25 July 2016, ESMA/2016/1166, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products.pdf.

² Il Regolamento MiFIR è entrato in vigore il 2 luglio 2014 ed è applicabile dal 3 gennaio 2018.

Product intervention: applicazioni

altri prodotti speculativi, con lo scopo di promuovere una linea di vigilanza comune nell'applicazione della disciplina Mifid³.

Nel General Statement⁴ che avvia quelli che potrebbero considerarsi i “lavori preparatori” per l'adozione dei poteri di intervento di cui all'art. 40 MiFIR, l'ESMA sottolinea come quello stesso monitoraggio e quella convergenza già promossi attraverso atti di *soft law* non si siano rilevati sufficienti per controllare o ridurre i rischi nei confronti dell'investitore retail⁵.

L'avvertita esigenza di un intervento su scala europea si manifesta con chiaro anticipo rispetto alla applicabilità delle norme che conferiscono i poteri per la loro attuazione, fattore dal quale emergono la portata del rischio generato dalle pratiche oggetto del futuro intervento, la diffusione delle stesse su un piano transnazionale e la conseguente consapevolezza che un approccio ristretto ai confini nazionali non fosse sufficiente. D'altra parte, il lasso temporale tra il monitoraggio e l'effettiva adozione delle misure, che risale solo al maggio del 2018, sottolinea la prudenza nell'intervenire con una misura così incisiva e su ampia scala. Va ricordato, infatti, che l'ipotesi per il ricorso all'adozione dei poteri di *product intervention* ha natura di *extrema ratio*: solo dopo un'attenta e ponderata valutazione, previo accertamento della sussistenza dei requisiti indicati dalla normativa, e solo qualora il medesimo risultato non possa essere raggiunto mediante strumenti diversi meno pregiudizievoli nell'ottica della libertà di mercato, potrà darsi corso all'intervento dell'autorità. Inoltre, la decisione di intervenire sul piano

³ ESMA, *Questions and Answers Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID*, 11 ottobre 2016, ESMA/2016/1165: dal documento emerge l'attenzione posta da parte dell'ESMA sull'offerta di questi prodotti alla clientela, cercando, attraverso il documento in esame, di fornire una guida alle NCA sull'applicazione dei principi regolatori della direttiva MiFID, che saranno poi ripresi (e implementati) dalla successiva MiFID II. In particolare, si sottolinea l'attenzione necessaria in forza del carattere transfrontaliero che caratterizza la vendita di questi prodotti, evidenziando la difficoltà di affrontare il problema con un approccio solo nazionale. L'Autorità europea evidenzia come fondamentale risulti vagliare con attenzione la concessione dell'autorizzazione alle imprese di investimento e pertanto il rispetto dei requisiti dettati dalla disciplina.

⁴ ESMA, *Statement on the preparatory work on the European Securities and Markets Authority in relation to CFDs and binary options offered to retail clients*, ESMA71-99-910, 15 December 2017.

⁵ In prospettiva può domandarsi se anche politiche di convergenza ad oggi sempre più promosse da parte dell'ESMA siano davvero sufficienti a raggiungere gli obiettivi preposti o occorre vagliare altre situazioni che vedano un intervento diretto dell'Autorità europea.

Product intervention: applicazioni

eurounitario è ulteriormente subordinata all'impossibilità di addivenire a un risultato adeguato mediante l'adozione di misure nazionali. L'adozione della misura avviene quindi a valle di un giudizio di attenta ponderazione tra i principi e regole che governano il mercato dei capitali, il cui fine prevalente, in questa ottica, deve essere la tutela della protezione dell'investitore.

Le ragioni per le quali l'attenzione si è rivolta fin da subito principalmente su opzioni binarie e contratti per differenza vanno ricercate nelle caratteristiche che definiscono tali prodotti.

Per “*contratto per differenza*” o “*CFD*” si intende “un derivato diverso da un contratto di opzione, contratto finanziario a termine standardizzato (future), swap o contratto a termine sui tassi d'interesse, il cui scopo è di attribuire al detentore un'esposizione, positiva o negativa, alle variazioni del prezzo, del livello o del valore di un sottostante, indipendentemente dal fatto che la negoziazione avvenga o meno in una sede di negoziazione, e la cui esecuzione debba avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o possa avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto)”. L'attenzione dei supervisori è stata sollecitata non solo dalle caratteristiche ma anche dalle modalità di “presentazione” del prodotto, vale a dire di commercializzazione, distribuzione e vendita. Ci si riferisce in particolare al rischio di perdita, la scarsa trasparenza informativa, che rende difficile la comprensione effettiva delle caratteristiche dello strumento, e l'uso “aggressivo” di tecniche di vendita che spingono e incoraggiano a un acquisto “azzardato”.

In relazione all'altra sfera di intervento, quella relativa alle opzioni binarie, la definizione rilevante indica come queste consistano in “un qualsiasi derivato con regolazione per contanti nel quale il pagamento di un importo monetario prefissato dipende dall'avverarsi o meno di uno o più eventi specifici relativi al prezzo, al livello o al valore del sottostante entro la data di scadenza del derivato (ad esempio, il sottostante ha raggiunto un prezzo specifico (“prezzo di esercizio” - o “strike price”- alla scadenza). Le opzioni binarie consentono a un investitore di puntare sul verificarsi di un evento specifico relativo al prezzo, al livello o al valore di uno o più sottostanti (per esempio un'azione, una valuta, una merce o un indice). Se l'evento non si avvera, l'investitore perde

Product intervention: applicazioni

il denaro investito (ossia l'opzione diventa “out of the money”). Se, invece, l'evento si verifica, l'opzione produce un guadagno o il contratto di opzione rimane in essere, con la possibilità di conseguire un guadagno qualora si verifichi un ulteriore evento (l'opzione termina “in the money”). In questo senso, le opzioni binarie possono essere considerate come “proposte del tipo sì o no”. Spesso, la “proposta del tipo sì o no” riguarda la possibilità che, alla scadenza dell'opzione binaria, il prezzo del sottostante sia superiore o inferiore a un determinato prezzo di riferimento (detto prezzo di esercizio o “strike price”). In alcuni casi, il prezzo di esercizio corrisponde al prezzo di mercato del sottostante al momento della sottoscrizione dell'opzione binaria o in uno specifico momento successivo.”⁶

A suscitare preoccupazione nelle Autorità di supervisione, oltre alle caratteristiche intrinseche di tali prodotti, quali l'alto rischio di perdite, non compensate da benefici, e la brevissima durata dello scambio, contribuiscono anche, come per i CFDs, la mancanza di adeguate informazioni nonché una vendita aggressiva accompagnata da messaggi ingannevoli.

Le caratteristiche che accomunano tali prodotti e che ne definiscono la complessità sono da ricercare nell'alta volatilità del prezzo, nella difficoltà di formulare una ragionevole previsione dell'andamento del prodotto e delle conseguenze in ordine ai rischi. L'intrinseca “pericolosità” dovuta alla loro formulazione è altresì accresciuta dalle modalità con cui essi sono pubblicizzati e offerti. Allorquando venduti al di fuori di un servizio di gestione del portafoglio o di consulenza, essi sfuggono alla valutazione di adeguatezza, rientrando, invece, in quella meno protettiva di appropriatezza, ove risulta sufficiente l'avvertimento della non conformità del prodotto alle caratteristiche del cliente per poter comunque procedere, in caso di conferma da parte del cliente stesso, alla conclusione del relativo contratto di investimento. Il controllo nel merito dell'investimento, così, si traduce in un mero avviso impersonale di segnalazione della qualifica “rischioso” del prodotto, con modalità che, pur nel rispetto delle norme derivanti dai primi due pilastri di tutela, quello della trasparenza informativa e quello del

⁶ Decisione (UE) 2018/795 dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati del 22 maggio 2018 di divieto temporaneo della commercializzazione, della distribuzione o della vendita di opzioni binarie ai clienti al dettaglio nell'Unione europea conformemente all'articolo 40 del Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio.

comportamento dell'intermediario, di fatto ne eludono lo scopo. Inoltre, l'offerta avviene principalmente attraverso piattaforme di trading online alle quali l'investitore accede direttamente attraverso internet e verso le quali è attratto con pubblicità ingannevoli. Simili modalità di offerta contribuiscono a rendere difficoltosa una completa e fondata comprensione del prodotto per un investitore non professionale. Infatti, molti dei suoi elementi, in particolare quelli di costo, restano del tutto celati.

Le ragioni giustificative dell'intervento dell'Autorità risiedono pertanto non solo nelle caratteristiche ex se dei prodotti ma anche nel modo con il quale essi sono offerti alla clientela, che ne accresce i rischi.

Proprio le caratteristiche del prodotto e le loro modalità di offerta alla clientela sono state al centro delle valutazioni che hanno portato l'ESMA alla decisione di adottare un divieto di commercializzazione, distribuzione e vendita per le opzioni binarie e di imporre limiti restrittivi per i contratti per differenza.

3.1.1. (segue): intervento sulle *binary option*

Tra gli elementi di rilievo che hanno spinto l'Autorità europea verso un intervento sulle opzioni binarie occorre rilevare principalmente: la complessità e la mancanza di trasparenza in relazione ai prodotti, l'assenza di ragionevoli obiettivi di investimento accompagnata spesso da un ritorno negativo, i conflitti di interesse degli operatori, la natura ingannevole e aggressiva delle attività di vendita e distribuzione. Lo scopo principale delle opzioni binarie resta di fatto relegato a meri intenti speculativi, lontano da prospettive di investimento.

A questi fattori, che attengono allo strumento, si aggiunga una valutazione in tema di vigilanza: la scelta di un intervento su scala europea si pone come conseguenza dell'insufficienza delle misure adottate dai singoli stati membri in conformità alle legislazioni interne, prima, e del Regolamento MiFIR, poi. Inoltre, il carattere transfrontaliero del fenomeno ha imposto un approccio unitario che potesse assicurare all'intero mercato unionale un comune e pari livello minimo di tutela dell'investitore.

Circa la complessità delle opzioni binarie si rileva come la struttura del prodotto presenti, in relazione alla formazione del prezzo, un elevato grado di difficoltà per un investitore retail richiedendo l'analisi accurata del loro valore in relazione alla probabilità

Product intervention: applicazioni

attesa del verificarsi dell'evento di riferimento. In relazione a questo elemento elevate sono le asimmetrie informative rispetto all'intermediario che gode di un maggior numero di informazioni ed è dotato di un apparato conoscitivo idoneo alla comprensione del rapporto tra rischio e rendimento che caratterizza questi derivati. Inoltre, occorre rilevare che lo scambio di questo tipo di prodotti avviene per di più in mercati OTC, pertanto fuori da ogni forma di standardizzazione che permetta meglio di comprenderne i termini, anche in chiave di confronto, e la formazione di prezzi efficienti. Infine, spesso gli operatori sono le controparti stesse del cliente e in tal modo sono loro stessi a determinare i prezzi di esecuzione e il termine di scadenza, agendo in forte conflitto di interesse.

Fondamentale per comprendere la portata estensiva della misura è analizzarne l'oggetto. L'autorità si sofferma su una definizione di opzioni binarie, nella quale offre una descrizione delle caratteristiche e del funzionamento di questa tipologia di prodotti. Essa non si limita, invece, a una enumerazione tassonomica, potendo così ricomprendere nella definizione stessa le fattispecie nelle quali è possibile individuare gli elementi dettati a prescindere dalla loro denominazione. Così per "opzione binaria" si intende "qualsiasi derivato regolato in contanti in cui il pagamento alla chiusura o alla scadenza di un importo monetario fisso predeterminato o zero dipende dal verificarsi di uno o più eventi specificati in relazione al sottostante o prima della scadenza del derivato". A tale definizione fa seguito, nella misura in esame, una esemplificazione circa le modalità di funzionamento e dei casi in cui tali caratteristiche possono riscontrarsi.

In sede di predisposizione delle misure, l'ESMA ha preso in esame diverse ipotesi di intervento al fine di valutare quella che più risultasse efficace anche in relazione al giusto rapporto tra costi e benefici per il mercato. L'attenta analisi e l'ampia consultazione⁷ che si è svolta prima dell'attuazione e dell'entrata in vigore delle misure mostrano quanto la scelta di adottare un intervento ai sensi dell'art. 40 MiFIR sia relegata a una ipotesi di *extrema ratio*, sussidiaria ed eventuale solo ove misure nazionali adottate ai sensi del medesimo Regolamento non siano sufficienti, ma ogni altro possibile

⁷ ESMA, *Call for evidence, Potential product intervention measures on contracts for differences and binary options to retail clients*, 18 January 2018, ESMA35-43-904.

Product intervention: applicazioni

strumento non assicuri quel minimo grado di tutela dell'investitore che si ritiene necessario raggiungere⁸.

L'ESMA ha preso in esame tre possibili diverse ipotesi di intervento. Come emerge dal documento di analisi del giugno 2018⁹, la prima opzione (A) individuata concerne il divieto di commercializzazione, distribuzione o vendita di opzioni binarie alla clientela retail. La seconda (opzione B) prevede non un divieto quanto una restrizione dello scambio di questo tipo di prodotti. Infine, l'opzione C stabilisce un divieto totale, indipendentemente di profili della clientela al quale la commercializzazione, distribuzione o vendita sono rivolte.

Circa l'opzione A, nell'annoverare i benefici che la scelta di questa ipotesi comporterebbe, l'autorità evidenzia che i clienti al dettaglio non subirebbero più perdite monetarie o altri danni in seguito all'investimento in tale tipologia di prodotti, con una tutela completa dagli alti livelli di rischio intrinseci. Per quanto concerne i costi della vigilanza, la misura presenta la necessità di essere applicata e monitorata; tuttavia, dal momento che si pone un divieto e non una restrizione, le Autorità competenti non avrebbero bisogno di valutare le caratteristiche delle opzioni binarie vendute, distribuite o commercializzate ai clienti al dettaglio, essendo del tutto esclusa ogni forma di scambio di questa tipologia di prodotti. In merito agli effetti sul mercato, le conseguenze comporterebbero una rinuncia per le imprese a tutti i ricavi derivanti dalla fornitura di opzioni binarie ai clienti al dettaglio; per le imprese la cui unica attività consiste nel fornire opzioni binarie, si prospetta, invece, un'uscita dal mercato stesso o un cambio di strategia verso altri prodotti o, comunque, la limitazione della propria offerta di opzioni binarie solo ai clienti non retail.

La seconda delle soluzioni prospettate (opzione B) mira a imporre delle restrizioni, limitando, ma non escludendo, la vendita di opzioni binarie nei confronti dei clienti al dettaglio. A fronte di maggiori costi in termini di vigilanza, data la necessità di

⁸ ESMA, *Additional information on the agreed product intervention measures relating to contracts for differences and binary options*, 27 March 2018, ESMA35-43-1000.

⁹ ESMA, *Product Intervention Analysis Measure on Binary Options*, 1 June 2018, ESMA50-162-214.

Product intervention: applicazioni

monitorare costantemente il rispetto di limiti rivolti alla clientela non professionale, la misura si rileva comunque non efficace ad escludere il rischio di sostanziale perdita: gli investitori sarebbero ancora esposti a un rendimento negativo, mentre le imprese, d'altra parte, sarebbero richiamate a rivedere ripetutamente le loro piattaforme perché siano allineate ai limiti stabiliti.

Infine, con l'opzione C si valuta di estendere il divieto di commercializzazione, distribuzione e vendita di opzioni binarie a tutti i clienti e, pertanto, non solo ai clienti al dettaglio ma anche ai clienti professionali, incluse le controparti qualificate. In tal modo tutti i clienti sarebbero tutelati dagli elevati livelli di rischio derivanti dall'investimento in tale tipologia di prodotto. Le caratteristiche intrinseche di quest'ultimo sarebbero sufficienti a giustificare siffatta misura. Il costo della vigilanza sarebbe inferiore rispetto alle altre due opzioni delineate, essendo questi strumenti proibiti del tutto. È evidente che un divieto totale di vendita di opzioni binarie costringerebbe le imprese che forniscono tale strumento ad abbandonare il mercato.

La scelta nelle misure di *product intervention* è basata sul rispetto del principio di proporzionalità¹⁰: questo impone l'adozione della misura necessaria e sufficiente a raggiungere l'obiettivo fissato. A fronte delle ipotesi prospettate, andrà così adottata quella che risulta da un equo bilanciamento tra costi e benefici permettendo di esaudire lo scopo dell'intervento, senza compromettere eccessivamente il mercato. Pertanto, l'opzione indicata e poi attuata dall'ESMA è stata quella di cui alla lettera A: un divieto assoluto di commercializzazione, distribuzione e vendita, infatti, avrebbe paralizzato lo scambio di questi prodotti anche in relazione a una clientela per la quale non si ravvisano quei pericoli che invece sorgono quando le opzioni binarie sono offerte a una clientela retail. In altre parole, le doppie presunzioni per cui a fronte di un prodotto complesso un

¹⁰ L'art. 5 par. 4 TUE stabilisce che “gli strumenti predisposti dalla norma comunitaria siano idonei a realizzare lo scopo perseguito e non vadano oltre quanto è necessario per raggiungerlo”. Trattandosi di una disposizione di diritto comunitario, il principio di proporzionalità va inteso nel significato ad esso attribuito dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, secondo cui occorre che i mezzi adoperati non superino i limiti di ciò che è idoneo e necessario per il conseguimento degli scopi legittimamente perseguiti, fermo restando che, qualora sia possibile una scelta tra più misure appropriate, si deve ricorrere alla misura meno restrittiva, e che gli inconvenienti causati non devono essere sproporzionati agli scopi perseguiti.

cliente retail non è in grado di comprenderne l'effettiva portata soprattutto in termini di rischi, mentre una clientela qualificata non solo è capace di una piena comprensione, ma anche di gestire possibili rischi e perdite, sono idonee a dirottare la scelta verso un divieto soggettivamente relativo.

3.1.2. (segue): intervento sui *contract for difference*

Al pari di quanto avviene per le opzioni binarie, anche in relazione ai contratti per differenza, l'ESMA predispone diverse possibili opzioni di intervento. La caratteristica che richiama l'attenzione dei supervisori e suscita timori per la protezione degli investitori è la leva finanziaria, che connota i CFDs e si accompagna a un alto rischio di ritorno in negativo. A ciò, così come per le *binary option*, si aggiunge una tecnica di presentazione del prodotto al pubblico aggressiva e fuorviante. Le analisi offerte mostrano un costante aumento di perdite di denaro negli investimenti in tale tipologia di prodotto, perdite dovute per lo più all'incapacità, da parte degli investitori, di comprendere realmente i rischi sottesi agli strumenti e i costi dell'investimento stesso. Benché non siano note con precisione le perdite monetarie degli investitori, si stima che si aggirino intorno a diverse decine di migliaia di euro per ciascun investitore. Se da una parte si offre un prodotto rischioso, con tecniche commerciali volte ad attrarre i clienti nell'illusione di cospicui guadagni, dall'altra vi è una sempre maggiore propensione al rischio. Al fine di porre rimedio a questa pericolosa tensione, l'Autorità europea elabora due ipotesi la cui incisività è in crescendo.¹¹

La prima opzione (opzione A) prende in esame l'imposizione di restrizioni sull'offerta di CFDs, mentre la seconda (opzione B) si traduce in un divieto di commercializzazione, vendita e distribuzione di tali strumenti. Ambedue le misure sono rivolte ai soli clienti al dettaglio.

Dall'analisi offerta per l'opzione A emergono forti prove del fatto che un'elevata leva finanziaria è associata a rendimenti negativi degli investimenti¹² mentre una leva

¹¹ ESMA, *Product Intervention Analysis, Measures on Contracts for Differences*, 01 June 2018, ESMA50-162-215.

¹² Una leva più elevata aumenta la probabilità di perdita con conseguenti rendite in negativo degli investimenti.

Product intervention: applicazioni

inferiore permette risultati migliori nelle negoziazioni. Una ragione di questa relazione è che la leva ingrandisce i costi di investimento (quali *spread*, commissioni o spese di finanziamento) e presenta un costo diretto, consistente nell'interesse da pagare sul finanziamento ricevuto. Inoltre, è stato notato che la leva finanziaria è associata a maggiori volumi di *trading* da parte degli investitori, aumentando i costi di negoziazione attraverso ripetute entrate e uscite di posizioni. La leva, così come aumenta i rendimenti, amplifica le perdite per gli investitori. Le restrizioni pensate avrebbero, dunque, lo scopo di migliorare quest'ultimo aspetto.

In merito ai costi di vigilanza, è evidente che le Autorità dovrebbero rafforzare le loro misure e monitorare costantemente – con costi di rilievo - il rispetto dei limiti da parte delle imprese. Quest'ultime, d'altra parte, dovrebbero aggiornare i propri sistemi al fine di adeguarsi alle nuove predisposizioni. I clienti *retail* che intendono aprire una posizione CFDs dovranno essere in grado di fornire margini di garanzia a titolo di collaterale che siano idonei ad assicurare una disponibilità creditizia più elevata¹³. La conseguenza che ne deriva è che coloro i quali non riescono a garantire tale margine, cesseranno o ridurranno il loro *trading*. Al contrario, altri investitori al dettaglio potrebbero chiedere di essere riqualficati dai propri intermediari con lo *status* professionale. Nel complesso, tuttavia, quello che ci si aspettava dall'eventuale adozione di una misura restrittiva dell'offerta di CFDs per gli investitori al dettaglio era la riduzione delle perdite in denaro e della volatilità dei rendimenti sulle singole posizioni. Si ravvisa che alcuni investitori, a causa dei limiti posti alla leva finanziaria, potrebbero scegliere di utilizzare fornitori situati al di fuori dell'Unione Europea vanificando la protezione fornita dalle misure. L'ESMA fa notare che un siffatto rischio è connaturato a qualsiasi misura di intervento sul prodotto: la fuga verso una giurisdizione di Paesi Terzi “più favorevole” è cioè inevitabile¹⁴. La scelta di introdurre restrizioni all'offerta di CFDs sarebbe, inoltre, in linea con l'approccio di altri Paesi, quali il Giappone, che già avevano avvertito la

¹³ Questo elemento pone, peraltro, gli intermediari in conflitto di interesse.

¹⁴ Al momento dell'elaborazione dell'ipotesi descritta, l'Unione Europea non aveva in seno ancora alcuna misura restrittiva, potendo così essere attratti da parte delle imprese con sede nel territorio comunitario investimenti dalle giurisdizioni che invece avevano già posto in essere restrizioni, quali il Giappone.

Product intervention: applicazioni

necessità di adottare misure per affrontare i problemi di protezione degli investitori derivanti dall'investimento in tali strumenti.

La seconda delle opzioni considerate dall'ESMA (opzione B) prevedeva, invece, il divieto di commercializzazione, distribuzione e vendita di CFDs alla clientela *retail*. Si pensa che, con l'adozione di una misura più radicale, gli investitori al dettaglio non subirebbero più perdite monetarie o altri danni in relazione ai CFDs. Come già evidenziato in precedenza, le perdite monetarie totali subite dagli investitori non sono note con precisione, ma la gamma di stime delle Autorità nazionali competenti suggerisce che i ritorni medi per cliente per anno siano negativi nell'ordine di diverse decine a centinaia di migliaia di euro. Anche l'adozione di questa misura richiederebbe, alle Autorità di vigilanza, un rafforzamento nelle misure di controllo, che, tuttavia, risulterebbero più semplici rispetto a quanto prospettato per l'opzione A, in quanto sarebbe sufficiente controllare che tali prodotti siano venduti esclusivamente a una clientela non al dettaglio. D'altra parte, però, un intervento di tal tipo comporterebbe, con molta probabilità, che gran parte delle imprese che offrono CFDs smetterebbero di commerciare, mentre quelle rimaste sul mercato dovrebbero assicurarsi di commercializzare, vendere o distribuire CFDs solo a clienti professionali o controparti qualificate, con più alti costi per l'adeguata formazione del proprio personale. In ogni caso, le imprese dovrebbero rinunciare a tutti i ricavi futuri derivanti dalla fornitura di CFDs ai clienti al dettaglio. Così come già evidenziato nell'analisi dell'opzione A, anche in tal caso alcuni investitori al dettaglio sarebbero in grado di "optare" per lo status professionale.

Nel rispetto del principio di proporzionalità che, come detto, impone di adottare la misura che garantisca la migliore efficienza e il minimo costo, l'opzione A era preferita in questa fase, in quanto consentiva una mitigazione mirata del pregiudizio degli investitori per affrontare i rischi posti da tali prodotti a livello dell'Unione Europea. Consentirà, inoltre, alle imprese di continuare a fornire CFDs agli investitori al dettaglio, nel rispetto dei limiti imposti ed evitando più elevati rischi¹⁵.

¹⁵ Quali quelli derivanti dalla qualifica di clienti professionali, dal momento che tale classificazione ridurrebbe fortemente i canali di protezione.

3.2. L'adozione delle prime misure

Le misure di *product intervention* adottate dall'ESMA sono entrate in vigore rispettivamente dal 2 luglio 2018 per le opzioni binarie e dal 1° agosto 2018 per i CFDs. Per entrambe è stata stabilita una durata di tre mesi (il massimo consentito dalla normativa allora vigente)¹⁶.

Al fine di promuovere un comune, uniforme e coerente approccio di supervisione, con il documento *Question and Answers* elaborato nel luglio 2018¹⁷, come si legge dalle prime battute dello stesso, si pone una base per la concreta applicazione della disciplina, nei suoi risvolti più concreti¹⁸.

¹⁶ L'art. 1 della Decisione 2018/795 che pone un divieto temporaneo della commercializzazione, della distribuzione o della vendita di opzioni binarie ai clienti al dettaglio nell'Unione europea, stabilisce che: "1. Sono vietate la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di opzioni binarie ai clienti al dettaglio. 2. Ai fini del paragrafo 1, indipendentemente dal fatto che la negoziazione avvenga o meno in una sede di negoziazione, un'opzione binaria è uno strumento derivato che soddisfa le seguenti condizioni: (a) l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (per motivi diversi dall'inadempimento o da un altro evento che determini la risoluzione); (b) prevede il pagamento solo alla chiusura o alla scadenza; (c) il pagamento dello strumento è limitato a: (i) un importo fisso predeterminato o zero se il sottostante del derivato soddisfa una o più condizioni predeterminate; (ii) un importo fisso predeterminato o zero se il sottostante del derivato non soddisfa una o più condizioni predeterminate.". Il divieto di partecipazione ad attività elusive è sancito dall'art. 2.

Analogamente, l'art. 2 della Decisione 2018/796, che limita temporaneamente i contratti per differenze nell'Unione europea, stabilisce che: "La commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti al dettaglio sono limitate dalla presente decisione alle circostanze laddove tutte le condizioni elencate di seguito siano soddisfatte: a) il fornitore di CFD imponga al cliente al dettaglio di pagare la protezione tramite margine iniziale¹⁶; b) il fornitore di CFD fornisca al cliente al dettaglio la protezione di chiusura al raggiungimento del margine¹⁶; c) il fornitore di CFD fornisca al cliente al dettaglio la protezione da saldo negativo¹⁶; d) il fornitore di CFD non corrisponda al cliente al dettaglio direttamente o indirettamente un pagamento monetario o un beneficio non monetario escluso¹⁶ in relazione alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di un CFD, ad eccezione di profitti realizzati su qualsiasi dei CFD forniti; e) il fornitore di CFD non trasmetta direttamente o indirettamente una comunicazione a un cliente al dettaglio, ovvero pubblici informazioni accessibili allo stesso relativamente alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di un CFD senza che tale comunicazione o informazione includa un'adeguata avvertenza sui rischi così come specificato nell'allegato II e in conformità alle condizioni ivi contenute.". Analogamente a quanto previsto dall'art. 2 della Decisione 2018/795, l'art. 3 della presente sancisce il divieto di partecipazione ad attività elusive.

¹⁷ ESMA, *Question and Answers on ESMA's temporary product intervention measures on the marketing, distribution or sale of CFDs and Binary options to retail clients*, ESMA36-36-1262, Last updated on 12 July 2018.

¹⁸ Ad es. ci si chiede come le imprese di investimento debbano comportarsi in relazione a clienti che abbiano concluso un contratto di CFDs o di opzioni binarie prima dell'entrata in vigore delle restrizioni previste

Product intervention: applicazioni

Le imprese non sono tenute ad applicare le misure di *product intervention* sui CFDs venduti ai clienti al dettaglio prima della data che segna l'entrata in vigore delle norme: le restrizioni sulla commercializzazione, distribuzione o vendita di CFD si applicano alle posizioni acquisite a partire dalla data di applicazione delle misure di intervento sul prodotto. Le imprese che discrezionalmente chiudono posizioni aperte di CFD e opzioni binarie dei clienti al dettaglio, senza previo loro consenso e in mancanza del rispetto dei termini e delle condizioni esistenti, prima che le misure di *product intervention* predisposte dall'ESMA entrino in vigore, non agiscono nel "miglior interesse del cliente"¹⁹. Inoltre, ai clienti al dettaglio già titolari di posizioni CFDs prima della vigenza delle misure, non si richiede un'integrazione del margine per soddisfare il requisito di protezione tramite margine iniziale²⁰.

Il documento risulta utile anche per definire l'ambito di applicazione delle misure attraverso i chiarimenti relativi alla nozione di opzioni binarie e quali contratti vi rientrino. Sono comprese tutte le opzioni binarie, anche laddove siano commercializzate, distribuite o vendute sotto altro nome. Esse includono, per esempio, le forme note come "all or nothing", "up or down", le opzioni di tendenza, le opzioni digitali e quelle "one touch".

Inoltre, dal confronto con il documento *Q&A* del novembre successivo²¹ emergono alcune modifiche. Nel rispondere alla domanda "che cosa si considera per margine iniziale al fine di sottoscrivere un CFD?", in un primo momento l'uso di contante era posto come esempio di pagamento e, inoltre, si escludevano da tale nozione le commissioni e gli altri costi correlati. Con il rinnovo delle misure e il loro prolungamento

con la suddetta decisione. L'ESMA indica che le imprese potranno decidere se creare account separati per i clienti che hanno già sottoscritto CFDs prima dell'entrata in vigore delle misure. In alternativa, potrebbero scegliere di estendere il margine della protezione di chiusura e il saldo negativo. Ciò senza escludere l'obbligo informativo su supporto cartaceo in tempo utile prima del cambiamento.

¹⁹ L. ENRIQUES e M. GARGANTINI, *The overarching duty to act in the best interest of the client in MiFID II*, in *Regulation of the EU financial markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, 2017, 85-122.

²⁰ Ai sensi dell'articolo 1, lettera d) e allegato I della Decisione 2018/796.

²¹ ESMA, *Question and Answers on ESMA's temporary product intervention measures on the marketing, distribution or sale of CFDs and Binary options to retail clients*, ESMA36-36-1262, Last updated on 09 November 2018.

Product intervention: applicazioni

per altri tre mesi, invece, il margine iniziale è limitato al contante e non vi rientrano le commissioni, le spese di transizione e gli altri costi correlati.

Le restrizioni si applicano a tutte le imprese di investimento che operano, anche in regime di libera prestazione di servizi, nel territorio dell'Unione e sono rivolte a tutela degli investitori *retail*, anche se non cittadini comunitari. Circa l'oggetto si chiarisce che i *turbo certificates* non sono destinatari delle restrizioni previste per i CFDs (v. capitolo seguente), mentre le decisioni circa le opzioni binarie e i CFDs non si applicano agli strumenti finanziari strutturati. Benché il dettaglio nella delimitazione dell'oggetto renda più selettiva l'applicazione della misura, non sfuggirà che ciò potrebbe più facilmente portare a pratiche elusive, col rischio di vanificare la portata dell'intervento.

Perché la misura adottata rispetti il dettato dell'art. 40 MiFIR, è necessario che siano soddisfatte tutte²² le seguenti condizioni: vi sia un timore significativo per la protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento del mercato e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione; i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'unione allo strumento finanziario o all'attività in questione non sono atti a far fronte alla minaccia; un'Autorità competente o le Autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte.

Nella decisione adottata il 22 maggio 2018 per il divieto di commercializzazione, distribuzione e vendita delle opzioni binarie, l'ESMA offre un'attenta analisi di ciascuno dei requisiti richiesti in conformità delle norme del Regolamento MiFIR, richiamando e confermando quanto già evidenziato in fase di preparazione delle misure²³.

²² Le condizioni dettate dall'art. 40 MiFIR sono tassative: è necessario che tutte sussistano, in quanto requisiti, non alternativi, ma cumulativi e necessari.

²³ La complessità di fissazione del prezzo risulta di difficile comprensione da parte di un investitore al dettaglio, per il quale sarà pertanto difficoltoso valutare consapevolmente il profilo di rischio e rendimento del prodotto. Spesso, inoltre, gli scambi avvengono in mercato OTC e per di più attraverso piattaforme di negoziazione elettronica, senza servizi di consulenza o gestione del portafoglio Cfr. Articolo 25, paragrafo 2 MiFID II.

Product intervention: applicazioni

Lo stesso avviene nella Decisione con la quale si limita la vendita di CFDs: la leva finanziaria connaturata al prodotto e pratiche di vendita non chiare e trasparenti destano i principali allarmi. Ivi, la scelta di limitare e non, invece, di proibire la distribuzione di tali prodotti è conforme alla previsione legislativa dettata dall'art. 40 MiFIR che prescrive di porre in essere una misura proporzionata e adeguata all'obiettivo che l'Autorità mira a realizzare, in tal caso la protezione del consumatore *retail*.

È opportuno sottolineare come tali restrizioni si applichino esclusivamente nei confronti di tale categoria di clienti: esse non operano, invece, per i clienti professionali. Di qui la tendenza da parte degli intermediari a classificare i clienti come "professionali".

Il 21 settembre 2018 ESMA ha rinnovato, ritenendo ancora sussistenti le condizioni previste dall'art. 40 MiFIR²⁴, le misure adottate nella decisione del 22 maggio 2018 e in vigore dal 2 luglio. Con il rinnovo sono state introdotte alcune modifiche che hanno limitato il campo di applicazione del divieto. Il paragrafo 3 dell'art. 1 della Decisione²⁵ stabilisce che la temporanea proibizione non si applica a: "a) un'opzione binaria per la quale l'importo più basso tra i due fissi prestabiliti è almeno pari al pagamento totale effettuato da un cliente al dettaglio per l'opzione binaria, compresi commissioni, onorari delle operazioni e altre spese correlate; b) un'opzione binaria che soddisfa le seguenti condizioni: i) un termine di almeno 90 giorni di calendario intercorrente tra l'emissione e la scadenza; ii) una pubblicazione di un prospetto redatto e approvato in osservanza della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del

²⁴ Così i punti 6 e 7 della Decisione: "(6) Durante il periodo di riesame, l'Autorità non ha ottenuto elementi di prova in contraddizione con quanto emerso globalmente nella decisione (UE) 2018/795 riguardo a un timore significativo in merito alla protezione degli investitori. L'ESMA ha pertanto concluso che il timore di cui alla predetta decisione persisterebbe se non fosse rinnovata la decisione che vieta la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di opzioni binarie ai clienti al dettaglio. (7) Da quando è stata adottata la decisione, gli obblighi normativi vigenti nell'ambito del diritto dell'Unione non hanno subito modifiche e continuano a non affrontare la minaccia individuata dall'ESMA. Inoltre, le ANC non hanno intrapreso azioni allo scopo di far fronte a tale minaccia o, se intraprese, dette azioni non l'hanno affrontata adeguatamente. Nello specifico, da quando è stata adottata la decisione, nessuna ANC ha finora messo in atto a livello nazionale una propria misura d'intervento sui prodotti, come lo prevede l'articolo 42 del regolamento (UE) n. 600/2014."

²⁵ Decisione (UE) 2018/1466 dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati del 21 settembre 2018 che rinnova e modifica il divieto temporaneo disposto con decisione (UE) 2018/795 sulla commercializzazione, sulla distribuzione e sulla vendita di opzioni binarie ai clienti al dettaglio.

Product intervention: applicazioni

Consiglio²⁶; iii) non espone il fornitore al rischio di mercato durante il suo termine e il fornitore o una qualsiasi entità del suo gruppo non ottengono profitti né subiscono perdite derivanti dall'opzione binaria in questione, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari delle operazioni e altre spese correlate comunicati in precedenza”. Tuttavia, al punto 19 della Decisione si precisa che L'ESMA continuerà a tenere tali prodotti sotto osservazione e adotterà eventualmente le misure del caso. La decisione è entrata in vigore il 2 ottobre 2018 per un periodo di tre mesi. Sono seguiti altri due rinnovi: il 14 dicembre 2018²⁷ con decorrenza dal 2 gennaio 2019, il 22 marzo 2019²⁸ con decorrenza dal 2 aprile 2019. Come comunicato dalla stessa Autorità, le misure non sono in seguito state più rinnovate.

Anche in merito ai contratti per differenza si è reso necessario rinnovare le decisioni, in quanto alla scadenza della precedente risultavano ancora sussistenti le condizioni dettate dall'art. 40 MiFIR e che giustificano un intervento temporaneo da parte dell'Autorità europea²⁹. Pertanto, la decisione è stata rinnovata il 23 ottobre 2018³⁰ con decorrenza dal 1° novembre 2018, a cui sono seguiti due ulteriori rinnovi: il primo, il 23

²⁶ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

²⁷ Decisione (UE) 2018/2064 dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, del 14 dicembre 2018, relativa al rinnovo del divieto temporaneo della commercializzazione, della distribuzione o della vendita di opzioni binarie ai clienti al dettaglio.

²⁸ Decisione (UE) 2019/509 dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, del 22 marzo 2019, relativa al rinnovo del divieto temporaneo di commercializzazione, distribuzione o vendita di opzioni binarie ai clienti al dettaglio.

²⁹ Come emerge dai punti 7 e 8 della Decisione: “(7) Durante il periodo di riesame, l'Autorità non ha ottenuto elementi di prova in contraddizione con quanto emerso globalmente nella decisione (UE) 2018/796 riguardo a un timore significativo in merito alla protezione degli investitori. L'ESMA ha pertanto concluso che il timore di cui alla predetta decisione persisterebbe se non fosse rinnovata la decisione che limita la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di CFD ai clienti al dettaglio. (8) Da quando è stata adottata la decisione, gli obblighi normativi vigenti nell'ambito del diritto dell'Unione non hanno subito modifiche e continuano a non affrontare la minaccia individuata dall'ESMA. Inoltre, le ANC non hanno intrapreso azioni allo scopo di far fronte a tale minaccia o, se intraprese, dette azioni non l'hanno affrontata adeguatamente. Nello specifico, da quando è stata adottata la decisione, nessuna ANC ha finora messo in atto a livello nazionale una propria misura d'intervento sui prodotti, come lo prevede l'articolo 42 del regolamento (UE) n. 600/2014.”.

³⁰ Decisione (UE) 2018/1636 dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, del 23 ottobre 2018, che rinnova e modifica la limitazione temporanea disposta con decisione (UE) 2018/796 sulla commercializzazione, sulla distribuzione e sulla vendita di contratti per differenze ai clienti al dettaglio.

gennaio 2019³¹ con decorrenza dal 1° febbraio 2019 e il secondo, il 17 aprile 2019³² con decorrenza dal 1° maggio 2019. Al pari di quanto accaduto per le opzioni binarie, ESMA ha deciso di non rinnovare ancora le misure.

L'adozione delle misure su opzioni binarie e contratti per differenza segna l'inizio della messa in campo dei nuovi poteri di intervento³³, provvedimenti che rimarranno gli unici adottati da parte di una autorità europea ancora a cinque anni dall'entrata in vigore delle norme che li hanno introdotti.

3.3. Il mancato rinnovo e le misure adottate dai singoli Stati Membri

La decisione di un mancato rinnovo da parte dell'autorità europea porterebbe a pensare a un venir meno di quelle condizioni che ne hanno giustificato l'adozione: in altre parole, sembrerebbe non sussistere più quella necessità di tutela dell'investitore ravvisata con la vigenza delle misure del 2018. Tale conclusione risulterebbe fondata se nessuna autorità nazionale competente fosse prontamente intervenuta con la predisposizione di misure nazionali, pressoché identiche a quelle adottate dall'ESMA. Diverso invece è stato lo scenario apertosi al venir meno delle misure adottate a livello unionale: le Autorità nazionali competenti, infatti, hanno prontamente assunto misure in forza del dettato dell'art. 41, sia per le opzioni binarie che per i contratti per differenza.

Ad oggi, quasi tutti gli Stati Membri³⁴ hanno adottato le restrizioni e divieti rispettivamente verso CFDs e opzioni binarie, ai sensi dell'art. 42 MiFIR. Anche il Regno

³¹ Decisione (UE) 2019/155 dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, del 23 gennaio 2019, che rinnova la limitazione temporanea della commercializzazione, della distribuzione e della vendita di contratti per differenze ai clienti al dettaglio.

³² Decisione (UE) 2019/679 dell'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati del 17 aprile 2019 che rinnova la limitazione temporanea della commercializzazione, della distribuzione e della vendita di contratti per differenze (CFD) ai clienti al dettaglio.

³³ O meglio, se si accoglie la tesi della continuità rispetto alle misure già introdotte a livello nazionale, configurano una novità rispetto alla vigenza MiFIR.

³⁴ Fanno eccezione: Belgio, Romania e Norvegia.

Product intervention: applicazioni

Unito, nonostante l'uscita dall'Unione Europea, ha mantenuto l'impostazione proibitiva verso le opzioni binarie, la cui commercializzazione e vendita resta vietata³⁵.

Il quadro attuale si presenta ancora pressoché unitario (anche se non più unionale) considerando che ciascuno stato ha adottato le misure con analogo contenuto e nel limite della propria competenza territoriale³⁶. Occorre tuttavia chiedersi se questo possa costituire comunque una forma di unitarietà o aprire a una frattura nell'efficacia della tutela. L'analogia di contenuto e oggetto, comuni tra tutti gli Stati Membri, sembrano suggerire che lo scenario non sia mutato. Tuttavia, sebbene le misure nazionali presentino uniformità di contenuto, non si tratta più di una sola misura comune valevole in tutto il territorio dell'Unione ma di una pluralità di misure vevoli ciascuna nel proprio confine nazionale.

Qualora uno Stato Membro decidesse di non adottare la misura³⁷ o, se adottata, di revocarla, vi sarebbe un disallineamento nella tutela, col correlato rischio di aprire a una "concorrenza" sleale tra Stati e divenendo facile varco di elusione delle misure di tutela. D'altra parte, tuttavia, non va dimenticato che le norme attribuiscono il potere di intervento in via principale e per una durata temporale illimitata alle autorità nazionali: la scelta dell'ESMA e le conseguenze derivanti da un mancato rinnovo di una misura comune rimarcano il riparto di competenze tra autorità e il rispetto dei già menzionati principi che governano il rapporto tra le autorità e le istituzioni dell'unione. La scelta dell'Autorità europea rafforza questa valutazione: il mancato rinnovo permette che siano le Autorità Nazionali competenti, cioè quelle che hanno in via principale competenza all'intervento, ad adottare le misure in relazione al proprio mercato di riferimento. In questa linea, il ruolo dell'ESMA passa da quello di monitoraggio e intervento a quello di coordinamento e direzione della vigilanza sui mercati dell'Unione.

³⁵ Diversamente per i contratti per differenza per i quali il Regno Unito non ha adottato alcuna limitazione.

³⁶ Le misure di ciascuna Autorità nazionale competente portano, se complessivamente considerate, a un risultato complementare nel mantenere un medesimo livello di tutela nell'Unione.

³⁷ Come è accaduto nel caso del Belgio.

3.4. Lo scenario attuale

Attualmente i prodotti oggetto di intervento restano opzioni binarie e contratti per differenza. All'elenco vanno aggiunti i certificati turbo, a seguito dell'adozione da parte dei Paesi Bassi dei poteri di cui all'art. 42 MiFIR in relazione a questa tipologia di prodotti³⁸. Per tali certificati si intendono “obbligazioni o altri strumenti di debito il cui valore deriva dal valore di un'attività sottostante e dal finanziamento del valore dell'attività sottostante, caratterizzati da un meccanismo che prevede l'estinzione anticipata del certificato, quando il sottostante raggiunge un determinato livello (cd. barriera)”. Sono prodotti a leva ad alto rischio con cui gli investitori ipotizzano che i prezzi dell'attività sottostante, come un'azione, un indice o una valuta, aumenteranno o diminuiranno.

Per le loro caratteristiche, i turbos sono stati spesso associati ai contratti per differenza.³⁹ La questione era già emersa – come accennato sopra - in fase di adozione delle misure di *product intervention* da parte dell'ESMA, che nelle sue Q&As⁴⁰, aveva così evidenziato le differenze tra le due tipologie, concludendo per la non applicabilità delle restrizioni dettate per l'offerta di CFDs anche ai turbos. Secondo quanto evidenziato dall'Autorità europea, infatti, i certificati turbo non sono prodotti con margine e l'investitore non può modificare la leva del certificato incrementando o diminuendo il margine da un conto di trading specifico. I costi per l'investitore sono quelli sostenuti al momento dell'acquisto del certificato e che includono le commissioni di transazione per la stipula del contratto: dopo l'acquisto del prodotto, il cliente non sostiene ulteriori pagamenti quando l'operazione è completata o la posizione è chiusa. Inoltre i certificati turbo si qualificano come valori mobiliari ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 44), lettera c) MiFID II e sono in genere negoziati su un mercato regolamentato o MTF. L'adozione di uno specifico intervento da parte dell'Autorità dei Paesi Bassi per i turbos

³⁸ Le misure restrittive sono in vigore dal 1° ottobre 2021.

³⁹ Inoltre, alcune caratteristiche li avvicinano anche alle opzioni binarie: il certificato, infatti, si estingue al raggiungimento di un determinato valore. Inoltre, la scelta dell'investitore è guidata dal medesimo connotato di scommessa che caratterizza le opzioni binarie.

⁴⁰ ESMA, *Question and Answers on ESMA's temporary product intervention measures on the marketing, distribution or sale of CFDs and Binary options to retail clients*, ESMA36-36-1262, Last updated on 09 November 2018.

Product intervention: applicazioni

indirettamente conferma il campo di applicabilità delle misure adottate nei confronti dei contratti per differenza, ribadendo l'interpretazione già offerta dall'Autorità europea⁴¹.

Tuttavia, l'ESMA riconosce che i certificati turbo hanno caratteristiche paragonabili ai CFDs, come la leva finanziaria e pertanto le imprese dovrebbero prestare particolare attenzione alla leva messa a disposizione dei clienti, in particolare per quelli al dettaglio, e valutare se il prodotto è offerto a condizioni che agiscono nel migliore interesse del cliente. Le analogie sono state rilevate dalla stessa AFM, che ha posto in campo, al pari di quanto accaduto per i CFDs, non un divieto totale di commercializzazione, scambio o vendita, quanto limiti restrittivi all'offerta di certificati turbo.

L'esigenza di intervento si è resa manifesta per l'insufficienza degli strumenti attualmente in campo a far fronte ai rischi generati dall'offerta di tali prodotti alla clientela retail. Tra questi, in particolare, non ha raggiunto gli obiettivi di una tutela predisposta *ex ante*, l'individuazione di un target market di riferimento, come indicato dalla disciplina di product governance.

Un punto di rilievo all'interno della decisione attiene all'individuazione del campo di applicazione soggettivo della misura. L'Autorità, infatti, stabilisce che le restrizioni si applicano sia alle imprese di investimento con sede legale nei Paesi Bassi sia alle imprese di investimento con sede legale in un altro Stato membro che forniscono servizi di investimento nei Paesi Bassi tramite una succursale o in libera prestazione dei servizi con un passaporto europeo. Richiamando l'articolo 1 paragrafo 2 MiFIR precisa che la decisione si applica alle imprese di investimento autorizzate ai sensi della MiFID II e agli enti creditizi autorizzati ai sensi della CRDIV. Questa specificazione riaccende il dibattito sull'applicabilità delle misure di *product intervention* anche a soggetti non autorizzati che, tuttavia, offrono strumenti finanziari o pongono in essere attività finanziarie all'interno dell'Unione Europea. La decisione in esame segnala come l'Autorità nazionale competente sposi un'interpretazione restrittiva in merito al campo di applicazione dell'istituto. Richiamando le considerazioni già svolte nel secondo capitolo sulla non condivisione di questa linea, si segnala come la scelta di delimitare

⁴¹ Nell'evidenziare le caratteristiche dei turbos, escludendoli così dal confine dei CFDs, l'ESMA sembra definirne una minor rischiosità, tale da non fondare alcun timore legato alla loro offerta alla clientela al dettaglio. Questo sembra contrastare con la successiva scelta dei Paesi Bassi che ha posto, seppur con stringenti limiti, misure restrittive in relazione proprio a questa tipologia di prodotti.

Product intervention: applicazioni

l'applicabilità delle restrizioni solo alle imprese autorizzate ai sensi della relativa disciplina favorisca il sorgere di condizioni di disparità tra i diversi distributori dello stesso prodotto. In relazione al caso concreto qui in esame, si apre al rischio che le misure siano vanificate qualora l'offerta di turbos provenga da soggetti non autorizzati, ad esempio da imprese di investimento di Paesi Terzi. Tuttavia, stante l'espressa delimitazione fissata dall'Autorità, non è possibile adottare percorsi di interpretazione in chiave teleologica o sistematica.

La decisione statuisce, altresì che le restrizioni non si applicano alle imprese di investimento con sede legale nei Paesi Bassi che offrono turbo in un altro Stato Membro. Sebbene con una formulazione poco chiara, si ritiene che l'AFM richiami come criterio di collegamento il domicilio dell'investitore, rivolgendosi a turbo offerti a clienti al dettaglio situati in territorio olandese.

L'ESMA, espressasi ai sensi dell'art. 43 MiFIR, ha reso opinione positiva all'adozione della misura. Differenti, invece, le posizioni di altri Stati Membri che, seppur non contrari all'adozione della restrizione, hanno ritenuto non necessaria un'estensione dell'intervento riscontrando una scarsa diffusione del fenomeno, a differenza di quanto accaduto, invece, per i CFDs⁴².

Ancora a livello nazionale, il 30 settembre 2022 l'Autorità nazionale competente tedesca – la Bafin – ha adottato una misura di *product intervention* consistente nel divieto di commercializzazione, distribuzione e vendita nei confronti dei clienti retail di futures⁴³ con pagamento addizionale⁴⁴, divieto applicabile nei confronti sia di operatori autorizzati

⁴² Per quanto riguarda l'Italia, la CONSOB si è espressa in senso negativo all'introduzione di misure restrittive in relazione ai turbo like. V. Rivista di Diritto Bancario, *Certificates: Consob esclude misure di product intervention sui turbo-like*, su: <https://www.dirittobancario.it/art/certificates-consob-esclude-misure-di-product-intervention/> .

⁴³ Il future è un contratto derivato negoziato su mercati regolamentati mediante il quale acquirente e venditore si impegnano a scambiarsi una determinata quantità di una certa attività finanziaria o reale (l'attività sottostante) a un prezzo prefissato e con liquidazione differita a una data futura prestabilita. È un contratto simmetrico in quanto entrambi i contraenti sono obbligati a effettuare una prestazione a scadenza.

⁴⁴ Per “future con pagamento addizionale” si intende un future (v. nota 43) che prevede la possibilità per il venditore di richiedere all'acquirente l'impiego di altri propri fondi per compensarlo delle perdite derivanti dalla liquidazione forzata di qualsiasi contratto future aperto.

Product intervention: applicazioni

in Germania sia in altri Stati Membri che forniscono servizi in Germania sia in diritto di stabilimento che in libera prestazione dei servizi. La misura è applicabile dal 1° gennaio 2023⁴⁵.

Questa tipologia di prodotti condivide con i casi già analizzati in precedenza la complessità insita nell'essere strumenti derivati, la possibilità di portare l'investitore a un esborso di molto superiore e impreveduto rispetto all'ammontare inizialmente investito, l'assenza di copertura mediante il versamento di un margine prefissato, o, qualora previsto, la richiesta di incremento in un arco temporale davvero ristretto. I prodotti che rientrano in questa fattispecie, pertanto, presentano caratteristiche tali da integrare i requisiti di un timore significativo per la tutela dell'investitore, in particolare, se retail, oltre che, in conseguenza, del mercato e del sistema, al pari di quanto già ravvisato con contratti per differenza e opzioni binarie.

Ad oggi, solo la Germania ha adottato il provvedimento di divieto per l'offerta di futures con pagamento addizionale nei confronti della clientela retail.

I recenti interventi sul piano nazionale aprono alla domanda circa il rischio di possibili disarmonie nella tutela apprestata all'investitore all'interno del mercato dell'Unione Europea. Se il problema si era superato in relazione a opzioni binarie e contratti per differenza, con l'adozione da parte degli Stati Membri di misure analoghe a quelle intraprese precedentemente su scala europea, lo scenario sembra ripresentarsi sia per l'offerta di certificati turbo che per i futures (in particolare, per quest'ultima ipotesi, per i futures con pagamento addizionale). Il rischio è quello che i provvedimenti nazionali adottati siano vanificati da pratiche di offerta sviluppate al di fuori del territorio di efficacia delle norme. Tuttavia, si potrebbe obiettare, qualora si ravvisasse il prospettarsi

⁴⁵ BAFIN, *General Administrative Act – Product intervention regarding Futures*, 30 settembre 2022, disponibile su: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_20220930_Allgemeinverfuegung_Produktintervention_bezueglich_Futures_en.html. Per il parere dell'ESMA: ESMA, *Opinion of the European Securities and Markets Authority of 20 October 2022 on the product intervention measure relating to futures with additional payment obligations proposed by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_opinion_-_bafin_pi_measure_-_futures_mit_nachschusspflicht.pdf.

Product intervention: applicazioni

concreto di un simile fenomeno, sarebbe compito dell'ESMA intervenire direttamente o, in alternativa, sollecitare le NCA a porre in essere i poteri di *product intervention*. Data l'attuale mancanza di simili azioni, è probabile che le criticità emerse per turbos e futures abbiano trovato luogo solo nei mercati, rispettivamente, di Paesi Bassi e Germania. D'altra parte, come già sopra evidenziato, tale modalità di intervento è pienamente in linea sia con la ripartizione di competenze tra i due livelli di intervento, sia, ancor più, con il carattere di *extrema ratio* dell'istituto. La finalità di assicurare un'uniformità di intervento su scala unionale, infatti, non è ex se sufficiente a fondare un intervento da parte delle altre Autorità nazionali competenti o dell'ESMA, dovendo invece sussistere tutti gli elementi in relazione ai quali possa parlarsi di timore significativo per la tutela dell'investitore, il mercato o il sistema.

Nel panorama assicurativo, per avere un primo intervento in materia occorre attendere il luglio 2021 con la decisione⁴⁶ della Komisja Nadzoru Finansowego, l'Autorità di vigilanza polacca, di proibire la commercializzazione, la distribuzione e la vendita dei contratti assicurativi unit-linked che incontrino i seguenti criteri: (i) il rendimento medio è inferiore al 50% del tasso di interesse in base alla pertinente struttura per scadenza del tasso di interesse privo di rischio (ii) le regole e le restrizioni in relazione all'investimento definite nel regolamento del fondo unit-linked non garantiscono che il patrimonio del fondo unit-linked non sia investito in strumenti finanziari convertibili⁴⁷. La misura si applica a tutti i prodotti che incontrano tali caratteristiche offerti agli investitori in territorio polacco da parte di emittenti e intermediari sia con sede in Polonia sia esteri, nonché da parte di soggetti polacchi che offrono contratti unit-linked a investitori fuori dalla Polonia. La decisione assume, pertanto, una portata ampia di tutela coinvolgendo non solo manufacturers e distributors che operano all'interno del territorio polacco ma anche coloro che, con sede in Polonia, si rivolgono agli investitori esteri. In questo aspetto la decisione può essere posta sul medesimo piano dei primi interventi che hanno

⁴⁶ KNF, *Communication from the KNF Board on the issuance of a decision concerning imposition of prohibitions on the marketing, distribution and sale of insurance-based investment products – unit-linked life insurance contracts (product intervention measure)*, disponibile su: https://www.knf.gov.pl/knf/en/komponenty/img/Communication_KNF_product_intervention_measure.pdf

⁴⁷ Restano esclusi i piani di accumulo pensionistici o lavorativi.

Product intervention: applicazioni

riguardato il settore finanziario in relazione alle opzioni binarie e ai contratti per differenza, condividendo rispetto alle prime il fatto che si tratti di un divieto (e non una restrizione) e coi secondi la previsione di alcune condizioni che ne delimitano la portata oggettiva.

Nell'analizzare la sussistenza dei fattori di cui le Autorità sono chiamate a tener conto per fondare la necessità di intervento, la NKF rileva la scarsa redditività delle polizze unit-linked, a fronte di elevati costi che gli investitori sono chiamati a sostenere⁴⁸. Inoltre, l'esposizione al rischio risulta significativa, sia per le caratteristiche dei prodotti sottostanti sia per la limitata capacità da parte degli investitori stessi di comprendere appieno le caratteristiche del prodotto, la complessità e il profilo di rischio, fattori che sono altresì conseguenza di profilature non corrette in fase di offerta.

Tuttavia, se le prime misure nel settore finanziario seguivano la decisione dell'autorità europea di non procedere a ulteriori rinnovi e si conformavano nel contenuto a quanto già predisposto dall'ESMA, garantendo così continuità nella tutela, seppur su piani differenti e con le conseguenze già analizzate, la decisione in materia assicurativa è la prima intrapresa nel settore e rimane su un piano nazionale. L'EIOPA⁴⁹, infatti, non ha ritenuto sussistere le condizioni per un intervento esteso a livello unionale, né le altre autorità nazionali competenti si sono mostrate concordi nell'adozione di un divieto sui contratti unit-linked. Il parere reso dall'EIOPA in conformità all'art. 18 del Regolamento PRIIPs risulta degno di rilievo, non solo per essere stata la prima occasione per l'Autorità di esprimersi sull'istituto ma anche in quanto segue un approccio differente a quello tenuto dall'ESMA fino ad oggi in relazione alle misure intraprese dalle NCA nel settore finanziario.

⁴⁸ L'Autorità rileva inoltre come a fronte di una scarsa redditività per gli investitori, elevati invece siano i ritorni per gli azionisti.

⁴⁹ EIOPA, *Opinion of the European Insurance and Occupational Pensions Authority on the proposed product intervention measure of Komisja Nadzoru Finansowego of Poland*, 23 March 2021, EIOPA-BoS-21/204. Per una prima analisi del parere si veda L. ŠKAPOVÁ, *EIOPA, Unit-linked Insurance and Polish Product Intervention: A Silent Regulatory Revolution?*, 2023, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=4351556>.

Product intervention: applicazioni

L'ESMA si è sempre espressa con pareri positivi sui provvedimenti, seguendo un approccio di “nulla osta” alla loro adozione. Diversamente, l'EIOPA affronta una analisi maggiormente dettagliata, che passa in rassegna tutti gli strumenti in campo per la tutela dell'investitore per valutare se davvero possano non essere sufficienti a far fronte a un timore significativo e a una situazione di rischio non fronteggiabile, suggerendo all'Autorità interventi che coinvolgano in primo luogo tali rimedi. Se l'ESMA aveva dato rilievo al proprio ruolo di coordinamento tra le misure nazionali, ponendo l'accento sulla struttura delle competenze e con un giudizio limitato alla valutazione di proporzionalità e fondatezza del provvedimento, EIOPA affronta la questione nel merito indagando attraverso quali strumenti e in quale modo sarebbe più opportuno intervenire prima di addivenire alle decisioni di *product intervention*. Riconoscendo la sussistenza di notevoli preoccupazioni in materia di protezione degli investitori che dovrebbero essere affrontate e la peculiarità del mercato polacco nelle polizze unit-linked, in particolare a causa dell'elevato livello dei costi, EIOPA ritiene giustificata una misura mirata di intervento sui prodotti per affrontare in maniera coerente e tempestiva, i rischi associati al rendimento dei prodotti. L'azione è altresì giustificata e proporzionata anche per quanto riguarda taluni investimenti altamente rischiosi in strumenti convertibili.

Diversamente, l'EIOPA non ritiene fondata la misura di intervento per quanto concerne le modalità di offerta degli investimenti e la scarsa trasparenza dei costi. È in relazione a questi ultimi aspetti che l'Autorità europea va oltre il mero vaglio richiesto dall'art. 18 PRIIPs per suggerire quali interventi in materia di vigilanza o di regolamentazione dovrebbero essere presi in considerazione. L'EIOPA rimarca come l'istituto di *product intervention* abbia carattere residuale e non possa sostituirsi ai primari strumenti di tutela, quali l'intervento legislativo⁵⁰. A riguardo, invita il legislatore polacco a farsi portatore di riforme che inseriscano maggiori presidi di tutela per gli investitori, sia in relazione ai prodotti offerti, sia nelle modalità di offerta, in particolare in fase precontrattuale⁵¹.

L'attuale misura in vigore nel territorio della Polonia per le restrizioni di offerta delle polizze unit-linked recepisce le opinioni espresse dall'Autorità europea, fino a

⁵⁰ Vale notare, tuttavia, che proprio l'insufficienza “dei requisiti normativi applicabili” rientra tra le condizioni che giustificano l'intervento, anche a livello eurounitario.

⁵¹ Cfr. punti 5.6 e 5.7 della Decisione v. nota 49

formalizzare, all'interno della decisione, la proposta avanzata dalla KNF di modifica legislativa⁵².

3.5. Prospettive di intervento

Il 28 marzo 2023 l'ESMA si è espressa con una dichiarazione sui derivati su frazioni di azioni⁵³, evidenziando la pericolosità insita in questo tipo di prodotti, soprattutto se rivolti ad una clientela retail. Non è possibile affermare se questi potrebbero essere oggetto di future misure di *product intervention* da parte delle Autorità. Tuttavia, essi condividono analogie con prodotti già oggetto di intervento che portano a ipotizzare una possibile valutazione da parte delle NCA e dell'ESMA stessa. I derivati su frazioni di azioni condividono, infatti, con opzioni binarie e CFDs l'essere derivati complessi, complessità che rende difficile, soprattutto a un investitore retail, comprendere la reale portata dell'investimento e i correlati rischi. Inoltre, la qualifica di "frazioni su azioni" risulta spesso fuorviante per l'investitore, il quale potrebbe credere di acquistare azioni societarie, correlate dai relativi diritti partecipativi e di distribuzione degli utili. La pericolosità dello strumento si lega dunque alla sua stessa qualifica e alla modalità con il quale esso viene commercializzato e offerto alla clientela. Occorre altresì considerare che, come accade già per gli altri strumenti attenzionati dalle autorità, poiché tali prodotti sono spesso offerti al di fuori di un servizio di consulenza o gestione del portafoglio, sono sottoposti meramente a un test di appropriatezza, spesso assolto mediante un avviso generico di rischiosità dell'investimento che non assicura un corretto ed efficace controllo nel merito. Lo Statement dell'ESMA, nell'analizzare le criticità correlate all'offerta di questa tipologia di strumenti, sollecita l'attenzione degli operatori invitandoli a porre fine a pratiche che possano tradursi in un pericolo per l'investitore – e con esso per il mercato e per il sistema – mediante un uso corretto degli strumenti a disposizione, che costituiscono i principali pilastri di tutela: la trasparenza informativa e le regole di comportamento degli intermediari. Quello che sembra emergere è un avviso che porrebbe

⁵² V. nota 46

⁵³ ESMA, *Public Statement on derivatives on fractions of shares*, 28 March 2023, ESMA35-43-3547, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3547_Public_Statement_on_fractional_shares.pdf.

Product intervention: applicazioni

anticipare una misura di *product intervention* qualora questi “suggerimenti” non dovessero raggiungere un concreto risultato⁵⁴.

Il quadro delle misure di *product intervention* nei mercati finanziari e assicurativi, con gli ultimi interventi da parte delle singole Autorità nazionali competenti, porta a un progressivo iniziale disallineamento all’interno del mercato europeo dei capitali. La sostanziale uniformità temporaneamente ottenuta con i provvedimenti su opzioni binarie e contratti per differenza è stata in parte interrotta dalle decisioni nazionali che hanno altresì esteso l’oggetto di intervento. Se questo scenario risponde alla struttura legislativa che assegna il potere in esame in via principale alle NCA e solo in via sussidiaria alle ESA e configura l’istituto di *product intervention* come strumento di *extrema ratio*, la frammentarietà del mercato così generata potrebbe portare a un pericolo di concorrenza sleale tra Stati o a pratiche elusive messe in campo dagli operatori che vanificherebbero l’efficacia delle misure. Le applicazioni concrete di intervento aprono nuovamente all’esigenza di rivalutare il rapporto tra i due piani di supervisione.

⁵⁴ Inoltre, alcuni rilievi potrebbero derivare dalla costante attività di monitoraggio delle Autorità nazionali competenti. Si segnala, a riguardo, il recente documento di approfondimento della Banca d’Italia che, nel corso della sua attività di analisi sui rischi per la stabilità finanziaria che possono derivare dagli strumenti finanziari in circolazione in Italia ai fini dell’eventuale adozione delle misure di *product intervention*. La NCA italiana evidenzia come le cartolarizzazioni, le obbligazioni subordinate *additional tier 1* (AT1, note anche come *contingent convertibles* o CoCos) e i *certificates* siano maggiormente oggetto di attenzione da parte dell’Autorità ai fini del potere di intervento, sia per la crescita dei volumi sia per le ampie variazioni dei prezzi cui i titoli possono essere soggetti, sebbene i rischi per la stabilità finanziaria che possono derivare da queste categorie di titoli appaiano al momento contenuti. Per maggiori dettagli si veda il documento: BANCA D’ITALIA, *Il potere di intervento della Banca d’Italia su strumenti finanziari, depositi strutturati e attività/pratiche finanziarie collegate: quadro giuridico, analitico e metodologico*, aprile 2023, disponibile su: <https://urlsand.esvalabs.com/?u=https%3A%2F%2Fbancaditalia-mid-prod1-t.adobe-campaign.com%2Fr%2F%3Fid%3Dh6f2c2a%2Cbb4d8d%2C1ae84&e=ed7a584b&h=736b46d0&f=y&p=y>.

CAPITOLO IV

PROFILI GIURISDIZIONALI DERIVANTI DALLE MISURE DI INTERVENTO

SOMMARIO: 4.1. Premessa – 4.2. La sindacabilità delle misure di intervento a livello europeo – 4.3. La sindacabilità delle misure di intervento sul piano nazionale – 4.4. La sindacabilità del mancato intervento (cenni)

4.1. Premessa

Dopo aver analizzato i poteri di *product intervention* e le loro prime applicazioni, la trattazione ora si rivolge ai profili attinenti al contenzioso che abbia ad oggetto tali misure. Vale premettere che ad oggi non vi sono stati casi di impugnazione che hanno riguardato decisioni di *product intervention*¹: tuttavia, questo non esclude che ciò possa accadere in futuro. In particolare, ci si soffermerà sulla possibilità di impugnazione delle misure adottate a livello europeo dalle ESA, nonché sull'estensione dell'oggetto del sindacato giurisdizionale. Si passerà quindi alla valutazione dell'impugnabilità delle misure interne per poi concludere con alcune riflessioni sulla sindacabilità della mancata adozione delle misure.

4.2. La sindacabilità delle misure di intervento a livello europeo

Sul piano europeo, le misure di *product intervention* adottate ai sensi degli articoli 40 - 41 MiFIR e 16 PRIIPs², quali declinazioni dei poteri di cui all'articolo 9 par. 5 dei rispettivi regolamenti istitutivi delle ESA, si ascrivono alle decisioni delle Autorità di supervisione. Esse rientrano, infatti, nella più ampia categoria di “atti degli organi o organismi dell'Unione destinati a produrre effetti giuridici nei confronti di terzi” e che, ai sensi dell'articolo 263 TFUE, possono costituire oggetto di sindacato dinanzi alla Corte

¹ D. BUSCH e C. GORSTOS, *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, in *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, D. BUSCH, C. GORTSOS, e G. MCMEEL QC (a cura di), Oxford University Press, 2022.

² In relazione alla disciplina del PEPP, il riferimento va esteso all'articolo 63 del relativo Regolamento.

di Giustizia dell'Unione Europea. Come già ricordato in sede di analisi del quadro istituzionale di riferimento, con il Trattato di Lisbona, la garanzia di tutela avverso decisioni promananti anche dalle Agenzie europee trova espresso fondamento costituzionale.

Inoltre, il comma 5 dell'art. 263 prevede che per i ricorsi avverso tali atti, il colegislatore possa stabilire, in sede di istituzione degli organi e organismi emananti, condizioni e modalità specifiche di impugnazione. Questo elemento è oggi realizzato attraverso la previsione delle commissioni di ricorso.

In particolare, per i ricorsi avverso le decisioni delle Autorità di supervisione europee sui mercati finanziari e assicurativi è prevista una apposita Commissione di ricorso (o, più comunemente, nella versione inglese, Board of Appeal), istituita e disciplinata a livello primario dai Regolamenti (UE) 1093, 1094, 1095 del 2010 che prevedono comuni regole di composizione e funzionamento per questo organo congiunto tra le tre Autorità³.

Il Board of Appeal si compone di sei membri effettivi e sei supplenti, la cui nomina avviene da parte del consiglio di amministrazione di ciascuna Autorità (due membri effettivi e due supplenti per ciascuna) sulla base di un elenco di candidati proposto dalla Commissione e formato attraverso l'invito pubblico a una manifestazione di interesse, previa consultazione del consiglio delle ESA. Possono prendervi parte persone dotate di elevata conoscenza ed esperienza nei settori bancario, finanziario e assicurativo.

Il ricorso dinanzi al Board si presenta come condizione di procedibilità della domanda di annullamento di cui all'art. 263 TFUE, fungendo, per questo aspetto, da filtro procedurale, utile in un'ottica di economicità, a favorire una risoluzione più celere delle controversie e a ridurre il contenzioso dinanzi alla Corte di Giustizia, ma soprattutto, secondo un approccio maggiormente sostanziale, ad assicurare una maggior qualità delle decisioni in un campo disciplinare di elevata tecnicità. Inoltre, poiché il Board è comune alle tre ESA, esso è altresì idoneo a porsi come sede per la sintesi di orientamenti

³ Per una descrizione e un'analisi del Board of Appeal delle ESA si veda M. LAMANDINI, *The ESAs' Board of Appeal as a Blueprint for the Quasi-Judicial Review of European Financial Supervision*, in *European Company Law*, 2014.

interpretativi sulla regolazione dei mercati finanziari e assicurativi, favorendo un indirizzo unitario all'interno della disciplina, ancora settoriale.

L'ambito di competenza della Commissione si delinea più correttamente con la lettura dell'articolo 263 TFUE in combinato disposto con la previsione di cui agli articoli 60 e 61 dei Regolamenti istitutivi delle ESA, secondo cui oggetto del ricorso possono essere, in primo luogo, le decisioni che l'Autorità coinvolta ha emanato in conformità degli artt. 17-18-19: pertanto, gli atti adottati in seguito all'accertamento di violazione del diritto dell'Unione da parte delle autorità nazionali competenti, le misure prese per far fronte a situazioni di grave pericolo per il mercato o il sistema finanziari, nonché le decisioni in risoluzione delle controversie tra autorità nazionali competenti. Rientrano nella competenza del BoA, in secondo luogo, anche gli atti di cui all'art. 1 par.2, cioè gli atti emanati in ottemperanza e sulla base dei poteri attribuiti dalle Autorità dalle direttive e dai regolamenti ivi richiamate. La legittimazione attiva spetta a qualsiasi persona fisica o giuridica, nonché alle autorità competenti, destinatarie direttamente o indirettamente di una decisione delle ESA⁴. Il Board, dunque, è chiamato a esprimersi sui ricorsi avverso le decisioni adottate dalle ESA in conformità dei poteri loro attribuiti dalla normativa europea di regolazione dei mercati finanziari e che hanno conseguenze immediate e dirette⁵ nella sfera giuridica dei ricorrenti.

⁴ Sul punto v. A. MAGLIARI, *I rimedi amministrativi nel settore della vigilanza finanziaria europea. Modelli a confronto*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, 2016. Per giurisprudenza consolidata “il requisito secondo cui una persona fisica o giuridica deve essere direttamente interessata dalla decisione oggetto del ricorso, requisito previsto all'articolo 263, quarto comma, TFUE, richiede la compresenza di due criteri cumulativi, ossia che la misura contestata, da un lato, produca direttamente effetti sulla situazione giuridica del singolo e, dall'altro, non lasci alcun potere discrezionale ai destinatari incaricati della sua attuazione, la quale ha carattere meramente automatico e deriva dalla sola normativa dell'Unione, senza intervento di altre norme intermedie”. Così paragrafo 103 di Corte di Giustizia del 5 novembre 2019, cause riunite C-663/17 P, C-665/17 P e C-669/17 P, *BCE contro Trasta Komerbanka e a.* Il BoA, pur evidenziando la diversa formulazione dell'articolo 60 dei Regolamenti istitutivi delle ESA, prevedendo questo articolo anche la “persona indiretta”, dichiara di aderire all'orientamento della Corte. Inter alia, si segnalano: Board of Appeal of the ESA, *Decision on Appeal by Creditreform Rating AG against decision of the European Banking Authority*, BoA-D-2019-05 e Board of Appeal of the ESAs, *Decision on Societatea de Asigurare-Reasigurare City Insurance SA vs EIOPA*, D 2021 03.

⁵ In materia di legittimazione ad agire dei cd “non privileged applicants” (ovvero, i ricorrenti non privilegiati, quali le persone fisiche) e, in particolare nell'interpretazione della nozione di “interesse individuale” la giurisprudenza della CGUE è granitica con l'interpretazione resa a partire dalla causa Plaumann (Corte di Giustizia del 15 luglio 1963, causa 25/62, *Plaumann et Co. e Commissione*) affermando che “Chi non sia destinatario di una decisione può sostenere che questa lo riguarda individualmente soltanto qualora il provvedimento lo tocchi a causa di determinate qualità personali, ovvero di particolari circostanze atte a distinguerlo dalla generalità, e quindi lo identifichi alla stessa stregua

L'articolo 60 declina i punti essenziali relativi alla procedura di ricorso, meglio dettagliati e integrati dalla disciplina di livello secondario costituita dal regolamento sul funzionamento della Commissione⁶.

La natura e il ruolo del Board of Appeal sono sospesi tra quelli di un organo amministrativo e un organo (para-)giurisdizionale⁷: nel primo profilo rientrano gli aspetti legati alla sua composizione e formazione in seno alle Autorità; nel secondo, la funzione di revisione decisionale. Vale notare che se la costituzione del Board dipende dalle nomine del consiglio di amministrazione di ciascuna delle ESA non ne garantisce appieno il rispetto di un principio di imparzialità e terzietà⁸, la tutela avverso la decisione è pienamente ripristinata dalla previsione della possibilità di impugnazione della decisione dinanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea.

Circa la legittimazione ad agire, si è ricordato che essa spetta alle persone fisiche o giuridiche destinatarie direttamente o indirettamente dell'atto, incluse le autorità nazionali competenti. Calando la previsione nel contesto dell'impugnabilità delle decisioni adottate in conformità ai poteri di *product intervention*, i legittimati attivi sono individuabili alla luce del campo di applicazione soggettivo delle misure. Gli operatori

dei destinatari". Pertanto, si ritiene che gli effetti dell'atto debbano riguardare il destinatario del medesimo in modo specifico, non essendo sufficiente che questi presenti, in termini generali e astratti, caratteristiche o interessi che lo riconducano a una determinata categoria di soggetti. L'interpretazione restrittiva non risulta temperata neppure dall'altrettanto ricorrente orientamento della Corte che ha più volte affermato come la mera qualificazione di atto quale "regolamento" e il suo carattere normativo con conseguente applicabilità a una generalità di soggetti non escludono che se ne possa valutare la sua portata valorizzando particolari circostanze idonee a distinguere il soggetto dalla generalità degli altri potenziali destinatari senza escluderne la legittimazione all'impugnazione. Per una conferma della c.d formula Plaumann, si veda da ultimo Corte di Giustizia del 25 marzo 2021, causa C-565/19, *P. Carvalho e a. c. Parlamento e Consiglio*.

⁶ Ai sensi dell'articolo 60 paragrafo 6 dei Regolamenti istitutivi, il BoA si è dotata di un proprio regolamento interno (Board of Appeal of the European Supervisory Authorities, *Rules of Procedure*, BoA 2020 01, modificate da ultimo il 25 febbraio 2020 e applicabili dal giorno seguente) che disciplina le modalità di presentazione del ricorso e il processo decisionale.

⁷ Sul tema v. S. CASSESE, *An European administrative Justice?*, 2017; P. CHIRULLI e L. DE LUCIA, *Tutela dei diritti e specializzazione nel diritto amministrativo europeo. Le commissioni di ricorso delle agenzie europee*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2015; B. MARCHETTI, *La tutela non giurisdizionale*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2017.

⁸ Vale, tuttavia, sottolineare come la scelta sia effettuata tra una rosa di candidati selezionati dalla Commissione Europea.

potrebbero impugnare sia l'assunzione della decisione su scala europea, sia l'estensione oggettiva della stessa per i limiti restrittivi o di divieto da essa imposti.

Diversamente, risulta più difficile ipotizzare casi di impugnazione di una decisione di intervento da parte di persone fisiche riconducibili alla categoria di investitori: poiché l'istituto della *product intervention* si presta come strumento di tutela proprio per gli investitori, in particolare quelli retail⁹, mancherebbe, in tal caso, l'integrazione di un interesse ad agire¹⁰.

Per quanto riguarda le Autorità nazionali competenti, vale ricordare che il potere di intervento in capo alle ESA è sussidiario ed esercitato solo quando non sono adottate misure sul piano nazionale o, se adottate, queste non sono sufficienti a farvi fronte. L'impugnazione della decisione, dunque, imporrebbe all'Autorità nazionale l'onere di dimostrare che l'intervento su scala europea non è necessario in quanto non ne sussistono le condizioni, cioè non vi è un timore significativo per la protezione degli investitori, l'integrità del mercato o la stabilità del sistema o, in caso di sussistenza, altri strumenti applicabili in conformità del diritto dell'Unione sarebbero sufficienti a farvi fronte. Tuttavia, tali condizioni sono le medesime che giustificerebbero il mancato intervento a livello nazionale: pertanto, la mancanza ex se di intervento da parte di una NCA rende implicita la valutazione circa la ritenuta insussistenza di queste condizioni e allo stesso tempo integra, invece, l'attivazione da parte dell'Autorità europea. Il motivo di impugnazione, dunque, si identificherebbe nei medesimi presupposti previsti dal colegislatore per l'intervento e chiamerebbe il Board a una sindacabilità della loro sussistenza.

Tuttavia, fin dove può estendersi il giudizio di merito da parte della Commissione di ricorso? Se non sussistono dubbi circa la possibilità che anche le misure adottate in forza dei poteri di *product intervention*, per le considerazioni finora svolte, costituiscano oggetto di impugnazione dinanzi al Board of Appeal e pertanto la risposta sull'*an* dell'impugnabilità risulta pienamente risolta, proprio in relazione ai confini di sindacabilità si aprono posizioni contrastanti.

⁹ E con essi del mercato e del sistema finanziari.

¹⁰ Inoltre, preliminarmente andrebbe individuata la sussistenza della legittimazione ad agire in capo al soggetto destinatario. Sul punto v. nota 5. Un'ipotesi potrebbe essere individuata nell'interesse ad accedere a prodotti che sono oggetto di misure che pongono un divieto. Tuttavia, nel concreto, il caso appare piuttosto residuale.

Il dettato normativo sul punto non risulta risolutivo. Secondo quanto previsto dall'articolo 60 par. 5 dei Regolamenti istitutivi delle ESA, la Commissione, definita in via preliminare l'ammissibilità del ricorso, è chiamata all'esame del merito e può concludere o per la conferma della decisione dell'Autorità oppure per un rinvio alla stessa per l'assunzione di una nuova decisione. In quest'ultimo caso, l'ESA è vincolata dalla statuizione del Board e adotta una decisione modificata sul caso in questione, senza possibilità di ulteriore impugnazione. Accogliendo un'interpretazione letterale e restrittiva il sindacato del BoA risulta limitato alla valutazione della fondatezza dei motivi di ricorso, non potendo estendersi a una ulteriore e nuova valutazione sulla base dei medesimi presupposti sino a scaturire in una riformulazione della decisione.

Con riguardo alle misure di *product intervention*, l'oggetto dello scrutinio risulterebbe differente a seconda che esso attenga alla scelta di intervento da parte delle ESA o, nel merito al contenuto della misura. Sul primo, la Commissione sarebbe chiamata a rimettere all'Autorità di supervisione la valutazione della sussistenza dei presupposti di cui ai paragrafi 2 e 3 degli articoli 40 e 41 MiFIR (o dell'articolo 17 del Regolamento PRIIPs in caso di intervento nel settore assicurativo). Poiché l'assunzione di una nuova decisione è vincolata dalle conclusioni del Board, che implicitamente afferma la non piena integrazione di tali condizioni, essa non potrebbe sostanzarsi che in una decisione uguale e contraria dell'assunzione della misura e pertanto della decadenza di quest'ultima. Qualora, invece, il ricorso riguardi il contenuto dell'intervento, ad esempio in merito alla scelta tra restrizione o divieto o i limiti soggettivi e oggettivi dello stesso, il sindacato riguarderà la valutazione degli elementi indicati dalla legislazione di livello 2 per l'individuazione dei criteri e fattori determinanti un timore significativo per la tutela degli investitori, del mercato o del sistema. In tal caso, la Commissione richiama l'Autorità a una valutazione non dell'*an* dell'intervento, ma dei suoi confini.

In entrambe le ipotesi, sul piano formale, la decisione resta in capo all'Autorità e non alla Commissione, garantendo così piena concordanza con il quadro istituzionale all'interno del quale si declinano i poteri delle Agenzie europee.

L'estensione del vaglio di sindacabilità, dunque, si lega inevitabilmente all'esigenza di assicurare il riparto dei poteri e rispettare i confini di delega per l'assunzione di decisioni tecnicamente complesse all'interno dei quali sono chiamate ad agire le Autorità europee. Sul punto vale richiamare la giurisprudenza della Corte di

Giustizia dell'Unione Europea che, in tema di intensità dello scrutinio applicabile a decisioni espressione di discrezionalità tecnica da parte dell'amministrazione, si è sempre espressa nel senso di circoscrivere la competenza del giudice alla verifica del rispetto delle regole procedurali o alla rilevazione che il provvedimento oggetto di impugnazione sia viziato da un errore manifesto, da uno sviamento di potere o da un superamento dei limiti del potere discrezionale in capo all'organo deliberante¹¹, senza arrivare a una sostituzione della propria valutazione con quella dell'autorità amministrativa. Determinato il confine entro il quale si svolge il sindacato, diversi possono essere i gradi di intensità, tra i quali si muove la Corte all'interno di esso, oscillando tra una mera verifica dell'iter logico seguito dall'amministrazione e la possibilità di vagliare la correttezza dei criteri tecnici e del metodo applicativo seguito¹². Pertanto, è difficile giungere, sulla base di tali presupposti, a una risposta certa circa l'estensione del sindacato giurisdizionale, potendo solo affermare che il limite massimo è costituito dall'inammissibilità di un sindacato pienamente sostitutivo¹³.

Tuttavia, tali considerazioni discendono da un presupposto: la piena applicabilità dei principi espressi dalla Corte di Giustizia al BoA. Nonostante sia la stessa Commissione a dichiarare nelle sue pronunce¹⁴ di volersi attenere ad essi per definire l'intensità del proprio sindacato, costituendo così un collegamento con il supremo organo giurisdizionale dell'Unione, vale ricordare la natura del Board, che, come sopra accennato, risulta sospesa tra quella giurisdizionale e quella amministrativa. Essa nasce con lo scopo di offrire una tutela "esclusiva" ai destinatari degli atti emanati dall'Autorità

¹¹ Corte di Giustizia del 16 giugno 1998, causa C-162/96, *A. Räcke GmbH & Co. contro Hauptzollamt Mainz*, paragrafo 5 (in diritto).

¹² Il sindacato riguarda non solo la valutazione degli elementi posti alla base della decisione, ma anche la loro selezione, così Corte di Giustizia del 15 febbraio 2005, causa C-120/03 P, *Commissione c. Tetra Laval*, paragrafo 39. Sul punto si veda M. LAMANDINI e D.R. MUÑOZ, *Law and Practice of the ESA' Board of Appeal and of the SRB Appeal Panel: A View from the Inside*, in ECB Legal Conference Proceedings, 2019.

¹³ Sull'impossibilità di definire con certezza il margine di estensione del sindaco giurisdizionale in capo alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea si veda P. CRAIG, *EU Administrative Law*, Oxford University Press, III ed, 2018.

¹⁴ Come dichiarato dalla stessa commissione di ricorso, v. Board of Appeal of ESAs, Decision on *Global Private Rating Company "Standard Rating" Ltd against a decision of the European Securities and Markets Authority*, 10 gennaio 2014, paragrafo 44.

e pertanto tecnicamente complessi¹⁵ : per tale ragione si richiede che i membri che la compongono siano esperti non solo nel campo del diritto (come richiesto per i giudici¹⁶) ma siano dotati di conoscenza ed esperienza negli specifici settori in cui operano le autorità, cioè, per il caso qui in esame, quelli bancario, finanziario e assicurativo. In questo modo, si riconosce, implicitamente, che la competenza giuridica non è da sola sufficiente a garantire una tutela nel vaglio di decisioni che richiedono per la loro deliberazione valutazioni connotate da un elevato tasso di tecnicità. Da qui, la necessità di un organismo di revisione che sia dotato di competenze equivalenti a quelle dell'Autorità emanante¹⁷. A fronte di tale equivalenza, il Board può prestarsi a divenire sede di un secondo grado di analisi degli elementi che hanno fondato la decisione dell'Autorità. L'oggetto del suo giudizio, cioè, non attiene alla decisione unicamente considerata, ma richiede una nuova valutazione dei presupposti che l'hanno fondata, con la conseguenza che il sindacato potrà definirsi pieno¹⁸. La prescrizione legislativa che prevede come esito finale del ricorso o la conferma della decisione presa dall'Autorità o la sua rimessione alla stessa per l'assunzione di una nuova decisione vincolata alla statuizione del Board si sposa con questa diversa prospettiva, che assegna alla commissione un compito non appiattito su quello dello scrutinio giurisdizionale. Secondo l'interpretazione proposta dal BoA, lo scrutinio di mera legittimità sarebbe giustificato proprio dalla previsione legislativa che all'esito del ricorso, in caso di accoglimento dello stesso, vi sia una rimessione all'Autorità per l'assunzione di una nuova decisione. Si

¹⁵ La previsione stessa delle Autorità nel panorama istituzionale europeo e gli equilibri all'interno dei quali si conforma la loro attività discendono dalla elevata tecnicità delle materie nelle quali sono chiamate a svolgere compiti regolatori e di vigilanza.

¹⁶ L'articolo 253 TFUE prevede che *i giudici e gli avvocati generali della Corte di giustizia siano scelti tra personalità che offrano tutte le garanzie di indipendenza e che riuniscano le condizioni richieste per l'esercizio, nei rispettivi paesi, delle più alte funzioni giurisdizionali, ovvero che siano giureconsulti di notoria competenza.*

¹⁷ La garanzia di imparzialità e terzietà può essere recuperata dalla possibilità di appello dinanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea.

¹⁸ L'affermazione deve essere integrata con le conclusioni a cui giunge la Corte di Giustizia dell'Unione Europea nel caso *Aqind*. Sulla base dei medesimi presupposti fin qui analizzati, la Corte conclude come proprio la struttura e le caratteristiche delle commissioni di ricorso siano idonee a garantire che le valutazioni a cui sono chiamate non debbano essere limitate a un controllo ristretto su questioni tecnicamente complesse, bensì soddisfino i requisiti per un controllo pieno. La necessità che il sindacato non si ristretto risponde altresì a un'esigenza di tutela giurisdizionale effettiva: infatti, in caso di successiva impugnazione della decisione dinanzi alla Corte, questa eserciterebbe un controllo limitato su una decisione che sarebbe già il risultato di un controllo ristretto (Corte di Giustizia del 09 Marzo 2023, causa C- 46/21 P, *ACER c. Aquind Ltd*, paragrafi 48 e ss.).

ritiene, tuttavia, che il dettato normativo si presti a una diversa lettura, idonea a suffragare una interpretazione diversa dello scrutinio affidato alla commissione di ricorso. Infatti, nel primo caso si afferma che l'esito valutativo della commissione risulta pienamente concordante con quello dell'Autorità e pertanto la decisione non necessita di alcuna modifica. Nella seconda ipotesi, invece, poiché il giudizio dei medesimi presupposti ha condotto a un esito differente, si rende necessario procedere con l'emanazione di una nuova decisione (*rectius*, si richiede di procedere con una modifica della decisione precedente e oggetto di ricorso) che sia espressione delle valutazioni a cui è giunto in sede di nuova analisi il Board: la sua adozione, nel rispetto dei Regolamenti istitutivi e dell'equilibrio istituzionale, spetterà all'Autorità alla quale è attribuito il potere (nel caso che qui interessa, di intervento), che ne è altresì l'unica responsabile¹⁹. In questa chiave, il vincolo imposto all'Autorità sul riesame della decisione in caso di accoglimento del ricorso si legge come possibilità per il BoA di limitare fortemente la discrezionalità dell'Autorità, aspetto che si ritenga compatibile solo affermando un sindacato forte. Diversamente, qualora la rimessione all'Autorità sia interpretata come prova che il sindacato della commissione di ricorso debba intendersi in senso ristretto, risulterebbe difficile comprendere l'imposizione di un vincolo imposto dalla statuizione del Board, vincolo che, infatti, non permette l'esercizio di una discrezionalità piena in sede di riesame della decisione da parte dell'Autorità.

Una diversa lettura potrebbe darsi nell'ipotesi in cui il Board, ritenendo non sufficientemente fondata la decisione di *product intervention* oggetto di impugnazione, accolga pienamente l'impugnazione cassando la misura (ad esempio, per mancanza del requisito di proporzionalità). In questo caso, infatti, la necessità di rimessione all'Autorità risponde all'esigenza di assicurare comunque un intervento da parte delle ESA a garanzia della tutela dell'investitore, del mercato o del sistema permettendo a questa di scegliere, secondo discrezionalità, tra gli altri strumenti potenzialmente adottabili. Il vincolo, inoltre, precluderebbe la scelta di agire nuovamente attraverso misure di *product intervention* che, di fatto, se ripetute vanificherebbero la decisione del Board.

¹⁹ D'altra parte, il BoA è un organo interno all'amministrazione e che, seppur ad essa indipendente (indipendenza che permette una seconda valutazione *ex novo*), non incontra pienamente i requisiti di terzietà e imparzialità.

L'affermazione di un sindacato pieno esteso al merito risponde altresì all'esigenza di garantire una piena tutela ai destinatari della decisione autoritativa²⁰. Infatti, poichè la Corte di Giustizia, in conformità ai principi dalla stessa più volte espressi e qui richiamati, ha limitato l'estensione del proprio sindacato su questioni tecnicamente complesse a profili di mera legalità (che si declinano principalmente nella verifica di assenza di errori nel procedimento decisionale e di non sussistenza di un errore manifesto) si rende necessario individuare quale organo possa svolgere una valutazione estesa al merito di una decisione adottata da un'Autorità indipendente assicurando così anche in relazione a tali atti una piena tutela. Una limitazione dello scrutinio nega infatti un completo esame dell'atto, che, pertanto, diverrebbe definitivo senza essere mai stato oggetto di un procedimento equo²¹. Nel caso di una decisione adottata dalle ESA queste possono essere impugnate dinanzi alla Commissione di ricorso e, in grado successivo, dinanzi alla Corte di Giustizia. Pertanto, con l'affermazione di un sindacato limitato ai profili di legittimità anche pe il Board, la Corte, a sua volta, eserciterebbe un controllo limitato su una decisione che sarebbe essa stessa il risultato di un controllo ristretto²². Diversamente, il riconoscimento alla commissione di ricorso della possibilità di un sindacato esteso al merito garantirebbe il raggiungimento di una piena tutela. In quest'ottica, i due scrutini, quello preliminare dinanzi al Board e quello di grado successivo dinanzi alla Corte diverrebbero complementari nell'assicurare un vaglio completo dell'atto e soddisferebbero i requisiti di piena tutela giurisdizionale.²³

Per quanto concerne, nel caso di specie, le misure di *product intervention* ci si potrebbe spingere ad ipotizzare un sindacato che coinvolga non solo la verifica dell'attendibilità delle valutazioni tecniche e del procedimento operativo per la loro adozione, ma che imponga altresì al Board di procedere direttamente a una nuova analisi della sussistenza, a seconda dell'oggetto della domanda, o degli elementi di cui ai

²⁰ Sebbene non possa parlarsi propriamente di tutela giurisdizionale in quanto il BoA non è qualificabile come "tribunale", mancando del requisito di indipendenza.

²¹ L'adeguata revisione in sede giurisdizionale degli atti amministrativi si pone come cautela idonea a soddisfare i requisiti di un equo processo in conformità all'art 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea e, sul piano internazionale, all'art 6 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo.

²² V. nota 18

²³ Per una completa analisi di questo punto v. M. GARGANTINI, *La registrazione delle agenzie di rating e il ruolo della Commissione di ricorso delle Autorità europee di vigilanza finanziaria*, in Rivista di diritto societario, 2014. Critici invece M. LAMANDINI e D.R. MUÑOZ, nota 12.

paragrafi 2 e 3 degli articoli 40 e 41 MiFIR (o dell'articolo 16 del Regolamento PRIIPs in caso di intervento nel settore assicurativo²⁴) o di quelli di livello 2 per l'individuazione dei criteri e fattori determinanti un timore significativo per la tutela degli investitori, del mercato o del sistema, travolgendo, in caso di esito positivo, la decisione dell'Autorità e imponendo a questa la sua modifica²⁵.

4.3. La sindacabilità delle misure di intervento sul piano nazionale

Il tema dell'estensione del sindacato su decisioni tecnicamente complesse ha riguardato a lungo anche il dibattito dottrinale e giurisprudenziale interno. Poiché le decisioni assunte dalle Autorità nazionali competenti per l'adozione dei poteri di intervento in conformità agli articoli 42 MiFIR e 17 PRIIPs²⁶, come analizzato nei capitoli che precedono, hanno natura di provvedimenti amministrativi²⁷ ad essi si applicano le forme tipiche di tutela previsti dal Codice del processo amministrativo²⁸.

In particolare, in tema di intensità del sindacato, poiché rilievo fondamentale in tali decisioni assume la discrezionalità tecnica, richiama proprio le considerazioni svolte dalla dottrina e dalla giurisprudenza sui limiti del controllo della discrezionalità tecnica in genere. Da tempo, (a partire da Consiglio di Stato, 601/1999) la giurisprudenza riconosce che *“Il sindacato giurisdizionale sugli apprezzamenti tecnici può svolgersi [...] in base non al mero controllo formale ed estrinseco dell'iter logico seguito dall'autorità amministrativa, bensì invece alla verifica diretta dell'attendibilità delle operazioni tecniche sotto il profilo della loro correttezza quanto a criterio tecnico ed a procedimento applicativo. Non è, quindi, l'opinabilità degli apprezzamenti tecnici dell'amministrazione che ne determina la sostituzione con quelli del giudice, ma la loro inattendibilità per l'insufficienza del criterio o per il vizio del procedimento applicativo.”*²⁹ Pertanto, in

²⁴ Mentre in caso di PEPP, il riferimento è all'articolo 65 del relativo Regolamento.

²⁵ Anche uno scrutinio che abbia ad oggetto la decisione (e non un riesame diretto) può essere forse (intrinseco) se non si limita a verificare, come la Corte fa, il rispetto delle procedure e l'assenza di errori manifesti.

²⁶ Per il PEPP il riferimento è all'articolo 63 del relativo Regolamento.

²⁷ V. nota 96.

²⁸ Si segnala che per le controversie relative ai provvedimenti delle Autorità indipendenti e sottoposte alla giurisdizione amministrativa è previsto un rito speciale accelerato, oggi disciplinato dall'articolo 119 Codice del processo amministrativo caratterizzato dal dimezzamento dei termini processuali.

²⁹ Con Consiglio di Stato Sezione VI Sentenza 12 ottobre 2017, n. 4733, il giudice è intervenuto nuovamente in merito all'estensione del sindacato con specifico riferimento ai provvedimenti delle Autorità

caso di valutazioni tecniche che presentano un oggettivo margine di opinabilità il giudice può soltanto accertare che il provvedimento non abbia esorbitato da esso.³⁰

L'arresto giurisprudenziale interno esclude, al pari dei principi espressi dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, un sindacato pieno dell'organo giurisdizionale³¹.

Per quanto attiene alla possibilità di un giudizio sulle misure di *product intervention*, il vaglio del giudice amministrativo sarà, dunque, rivolto a verificare l'attendibilità e la correttezza dei criteri utilizzati nella valutazione degli elementi che l'Autorità è chiamata a considerare per fondare il proprio intervento. L'estensione del vaglio di sindacabilità, dunque, si dirige verso il proprio grado massimo senza travalicare il limite sopra citato posto dall'inammissibilità di un sindacato pienamente sostitutivo. Questo limite risponde infatti a un principio di separazione dei poteri. L'organo chiamato a decidere dell'impugnazione dell'atto amministrativo, in tal caso, infatti, è un organo pienamente giurisdizionale, separato rispetto all'amministrazione competente e dotato di indipendenza, imparzialità e terzietà.

4.4. La sindacabilità del mancato intervento (cenni)

L'analisi svolta fino a ora ha riguardato l'ipotesi del sindacato di una decisione assunta dall'Autorità in forza dei poteri di intervento dettati dai Regolamenti. Cosa

Indipendenti (in tal caso l'Autorità Antitrust) affermando come: "Quanto all'ambito e ai limiti del sindacato giurisdizionale sugli atti dell'Autorità *antitrust*, il giudice amministrativo, in relazione ai provvedimenti dell'AGCM, esercita un sindacato di legittimità che non si estende al merito, salvo per quanto attiene al profilo sanzionatorio: pertanto deve valutare i fatti, onde acclarare se la ricostruzione di essi operata dall'Autorità risulti immune da travisamenti e vizi logici, e accertare che le disposizioni giuridiche siano state correttamente individuate, interpretate e applicate, mentre, laddove residuino margini di opinabilità in relazione ai concetti indeterminati, il giudice amministrativo non può comunque sostituirsi all'AGCM nella definizione di tali concetti, se questa sia attendibile secondo la scienza economica e immune da vizi di travisamento dei fatti, da vizi logici e da vizi di violazione di legge (in tal senso, *ex plurimis*, C.d.S., Sez. VI, 30 giugno 2016, n. 2947; Id., 13 giugno 2014, n. 3032)." V. F. CARINGELLA, *Manuale di diritto amministrativo*, Dike Editrice, 2020.

³⁰ Per le questioni complesse e che richiedono una conoscenza tecnica il giudice si avvale di un consulente tecnico d'ufficio (articolo 67 Codice del processo amministrativo). Si segnala che, secondo un filone giurisprudenziale recente, il giudice non deve limitarsi a sindacare l'attendibilità in sé della valutazione operata dall'amministrazione, ma può apprezzare la maggiore o minore attendibilità di tale valutazione rispetto a quella operata dalle parti del giudizio e dal consulente (Cons. St., Sez. VI, 15 luglio 2019, n. 4990). V. M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, il Mulino, 2022.

³¹ Come accade sul piano europeo, anche per la giurisprudenza interna è comunque difficile definire con certezza l'arresto giurisprudenziale sull'oggetto del sindacato e le definizioni che lo accompagnano per indicarne l'estensione.

accade, invece, qualora l'autorità non intervenga pur (astrattamente) in presenza degli elementi giustificativi di un intervento? Le ipotesi che si aprono in questo caso riguardano sia il caso di una totale inerzia da parte dell'Autorità sia il caso di una decisione di non intervento della stessa.

In relazione a quest'ultimo profilo, il sindacato della mancata adozione di una decisione da parte di un'ESA trova riscontro nella giurisprudenza piuttosto consolidata che ha preso avvio dal caso *SV Capital v. EBA*³² in cui la commissione di ricorso era stata chiamata a pronunciarsi sull'annullamento di una decisione dell'EBA di non avviare un procedimento per violazione del diritto dell'Unione³³. Sebbene il BoA avesse ritenuto ricevibile il ricorso, il Tribunale³⁴ ne aveva dichiarato l'incompetenza in quanto l'atto non rientrava tra quelli adottabili dall'Autorità per violazione del diritto dell'Unione o per interventi in caso di urgenza o per la risoluzione di controversie tra Autorità nazionali competenti³⁵ e cioè le categorie di atti impugnabili dinanzi alla commissione di ricorso³⁶. L'interpretazione oggi è pienamente accolta anche dal Boa³⁷, che in altre occasioni ha ribadito la propria incompetenza a pronunciarsi sul mancato intervento dell'Autorità. Seguendo questo filone, ritenendo la decisione di non intervento non sindacabile dinanzi al BoA – e dinanzi alla Corte- si conclude affermando per l'impossibilità di sottoporre a un vaglio di legittimità (e, se si accoglie la ricostruzione sopra svolta, anche di merito) una decisione in negativo di *product intervention*.

Circa il secondo caso prospettato, la domanda richiama il riconoscimento da parte della giurisprudenza della responsabilità aquiliana dell'Autorità di vigilanza in caso di omessa attività, in cui non rileva un provvedimento, ma ci si duole della sua mancata

³² Board of Appeal of ESAs, Decision on Appeal by SV Capital OÜ (Estonia) against the European Banking Authority, BoA 2013-008.

³³ Rif. Articolo 17 dei Regolamenti istitutivi delle ESA.

³⁴ Tribunale del 09 settembre 2015, causa T-660/14, *SV Capital v. EBA*.

³⁵ Rif. Articoli 17-19 dei Regolamenti istitutivi delle ESA. Così il paragrafo 66 della sentenza *SV Capital v. EBA*: “Ne consegue che, per essere impugnabile dinanzi alla commissione di ricorso, ai sensi dell'articolo 60 del regolamento n. 1093/2010, la decisione dell'ABE deve essere stata adottata conformemente agli atti dell'Unione di cui all'articolo 1, paragrafo 2, di detto regolamento, oppure fare parte delle decisioni di cui agli articoli da 17 a 19 del medesimo regolamento”.

³⁶ Rif. Articolo 60 dei Regolamenti istitutivi delle ESA.

³⁷ Per tutte, da ultimo Board of Appeal of the ESAs, *Decision in the appeal case brought by “C” against EBA*, BoA-D-2022-01

adozione, sia in positivo (cioè l'assunzione di una decisione di intervento) sia in negativo (cioè l'adozione di una decisione di non intervento). Il riconoscimento di una responsabilità per "omessa vigilanza" è correlato all'affermazione della speculare sussistenza in capo a privati di posizioni giuridiche suscettibili di lesione a fronte di comportamenti omissivi delle Autorità. Sia per il piano europeo che per quello nazionale, in materia di responsabilità extracontrattuale valgono i medesimi principi.

In particolare, le ESA rispondono dei danni cagionati dall'Autorità stessa o dal suo personale nell'esercizio delle sue funzioni. La competenza a conoscere delle controversie relative al risarcimento dei danni spetta alla Corte di giustizia dell'Unione europea³⁸. Secondo una giurisprudenza consolidata³⁹, le Autorità possono essere ritenute responsabili se sono cumulativamente soddisfatte le seguenti condizioni: una violazione sufficientemente qualificata del diritto dell'UE; la norma di diritto dell'Unione violata deve mirare a conferire diritti ai singoli l'esistenza di un danno effettivo e certo; e infine, l'esistenza di un nesso di causalità tra la violazione dell'obbligo e il danno subito.

Per il piano interno⁴⁰ occorre precisare che le posizioni degli investitori assumono i connotati di un diritto soggettivo, con la conseguenza che esso deve essere fatto valere, in caso di violazione, innanzi al giudice ordinario (e non al giudice amministrativo)⁴¹: gli

³⁸ Rif. Articolo 69 dei Regolamenti istitutivi.

³⁹ Tribunale del 7 ottobre 2015, causa T-79/13, *Alessandro Accorinti e a. contro Banca centrale europea*. Sul punto v. D. BUSCH e C. GORSTOS, *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, in *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, D. BUSCH, C. GORTSOS, e G. MCMEEL QC (a cura di), Oxford University Press, 2022.

⁴⁰ Per una analisi sul regime di responsabilità delle Autorità di supervisione sui mercati finanziari italiani V. A. PERRONE, *Italy*, in *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, D. BUSCH, C. GORTSOS, e G. MCMEEL QC (a cura di), Oxford University Press, 2022.

⁴¹ "La domanda di risarcimento del danno proposta da risparmiatori nei confronti della CONSOB per violazione degli obblighi di vigilanza sul credito e sul mercato mobiliare è devoluta, anche in base al regime di riparto della giurisdizione introdotto dall'art. 7 della legge 21 luglio 2000, n. 205 - il quale ha sostituito, fra l'altro, gli artt. 33 e 35 del D.Lgs. 31 marzo 1998, n. 80 -, al giudice ordinario. Pur avendo, infatti, il citato art. 33 del D.Lgs. n. 80 del 1998, nel testo vigente, attribuito alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo "tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare", la suddetta domanda esula dalla giurisdizione medesima, atteso che la controversia con essa proposta deve farsi rientrare nella categoria delle "controversie meramente risarcitorie che riguardano il danno alla persona o a cose" (che lo stesso art. 33 eccettua dall'ambito della giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo), dovendosi intendere per tali le controversie - come quella in esame - che, di per sé (e non per il tipo di tutela che la parte chiede in concreto), possono assumere a loro contenuto soltanto una pretesa di risarcimento del danno. Né la giurisdizione del giudice amministrativo può essere affermata in relazione all'art. 35 del D.Lgs. n. 80 del

investitori, infatti, sono i soggetti destinatari del compito di tutela dell'Autorità. Quest'ultima, nei confronti dei primi, non esercita un potere come accade, invece, nei confronti dei soggetti vigilati.

In tema di responsabilità da omessa vigilanza si richiama la sentenza n. 3132 del 2001, con la quale la Cassazione ha riconosciuto la responsabilità della Consob nei confronti di alcuni sottoscrittori per aver omesso di esercitare il dovuto controllo, pure avendone il potere, sulla veridicità dei dati contenuti nel prospetto informativo predisposto dai promotori di un'operazione di pubblica sottoscrizione e ha ritenuto configurabile a favore dei ricorrenti un diritto soggettivo all'integrità patrimoniale cui l'atteggiamento colpevolmente inerte dell'Autorità ha recato nocumento.

Non si ravvisano ostacoli ad estendere i medesimi principi a un riconoscimento di responsabilità dell'Autorità di vigilanza in caso di mancata adozione di misure di intervento, che per espressa previsione legislativa mirano alla tutela degli investitori. Tuttavia, vale sottolineare come nel caso di specie qui richiamato l'omissione riguardava l'esercizio ordinario di un potere di vigilanza⁴². Diversamente, il potere di product costituisce una misura straordinaria adottabile solo ove gli strumenti che afferiscono ai pilastri ordinari di tutela non siano sufficienti a far fronte al pericolo per l'investitore (e per il mercato e per il sistema finanziari). Per configurare una responsabilità in capo all'Autorità competente, sull'investitore-attore graverà l'onere di provare gli elementi costitutivi del 2043 c.c. e pertanto l'elemento soggettivo (dolo o colpa grave⁴³), il fatto (il mancato intervento), l'evento dannoso (ad. esempio, la vendita di determinati strumenti finanziari), il danno ingiusto (quantificabile nella perdita patrimoniale subita) e il nesso di causalità (materiale e giuridica). Poiché l'Autorità per andare esente da responsabilità

1998, nel testo vigente, atteso che è nelle controversie devolute alla sua giurisdizione che il giudice amministrativo può conoscere delle questioni relative al risarcimento del danno ed i risparmiatori, rispetto all'esercizio dei poteri di vigilanza verso gli operatori del settore, non versano in situazione di interesse legittimo, con conseguente insussistenza anche della giurisdizione di legittimità del giudice amministrativo." (Cass. civ., Sez. Unite, 02/05/2003, n. 6719)

⁴² In particolare, il caso in esame riguardava i controlli sul prospetto informativo.

⁴³ Cfr. articolo 24 comma 6 bis L. 262/2005: "Nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo le Autorità di cui al comma 1 e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave. rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave.

non potrebbe affermare, salvo entrare in un vizio logico, che il danno non sarebbe stato evitabile pur con l'adozione di tale misura, trattandosi questa di un'ipotesi di *extrema ratio* e che si pone a chiusura degli strumenti di tutela dell'ordinamento, dovrebbe dimostrare che il mancato intervento deriva dalla valutazione di non sussistenza degli elementi fondanti l'adozione della misura. Non si tratta, infatti, come già ricordato dell'esercizio di un potere di vigilanza dovuto, quale quello dell'approvazione di un prospetto, quanto di una scelta di intervento assunta all'esito di un giudizio discrezionale.

In conclusione, sebbene le ipotesi prospettate su un piano teorico appiano percorribili, si ritiene che, per gli oneri probatori previsti e una forte incertezza dell'esito del giudizio, sarà difficile una loro concreta attuabilità.

CONCLUSIONI

Con la *product intervention* si introduce, accanto alla trasparenza informativa sul prodotto ed alle regole di condotta che gravano sugli intermediari, entrambi basati sul rapporto tra impresa e cliente, un nuovo livello di controllo che rappresenta un riordino dei poteri di supervisione già sviluppato nel decennio scorso, quando la crisi aveva mostrato la debolezza e l'inefficacia di affidare al solo investitore la responsabilità della scelta del prodotto più adatto alle proprie esigenze.

Nel percorso che ha portato il co-legislatore europeo a predisporre interventi regolatori che hanno lo scopo di riequilibrare le forze in gioco sul mercato, un costante elemento nella disciplina dei mercati è costituito dalla ricerca di un correttivo alle principali distorsioni che connotano i mercati finanziari, vale a dire le asimmetrie informative e i costi di agenzia. In questa chiave di lettura, l'introduzione di un rimedio di *extrema ratio* quale quello della *product intervention* ha portato a chiedersi se accanto ai fallimenti del mercato possa parlarsi anche di "fallimento" della regolazione proprio in relazione agli strumenti via via adottati per far fronte al primo fenomeno. Se infatti la regolamentazione si pone come antidoto, è stato notato come la stessa, nelle declinazioni formulate secondo un approccio tradizionale improntato alle regole di trasparenza e di condotta, non si sia rilevata pienamente sufficiente a perseguire gli obiettivi che si era prefissa e talora abbia portato perfino a fenomeni avversi, tradendo la ratio stessa per la quale era stata pensata.

La tutela affidata alla trasparenza e ai doveri di correttezza, infatti, si è dimostrata insufficiente a contenere la corsa al rischio. Si è accresciuta l'offerta di prodotti sempre più complessi e oscuri, accompagnata alla *retailisation*, fattori che hanno minato l'integrità dei mercati e la protezione degli investitori, alimentando un generale clima di labilità e insicurezza. Inoltre, l'autonomia privata, libera di creare prodotti nuovi e atipici e di offrirli al pubblico, ha proseguito assiduamente in tali operazioni. La realtà ha mostrato come gli investitori al dettaglio possono incontrare difficoltà nel comprendere i fattori che determinano i rischi e i ritorni di prodotti complessi, così che risulta loro difficile assumere decisioni di investimento appropriate. Di conseguenza, si producono

Conclusioni

perdite inaspettate che causano reclami, rischi reputazionali per emittenti e intermediari nonché una generale sfiducia nei mercati finanziari.

La ricerca di un ulteriore rimedio ha condotto alla previsione di nuovi istituti nella regolamentazione dei mercati finanziari e assicurativi dell'Unione Europea: la *product governance* e la *product intervention*, con i quali l'obiettivo di tutela dell'investitore (e con esso, del mercato e del sistema) è perseguito attraverso un agire direttamente sulle caratteristiche del prodotto che sarà commercializzato già al momento del design dello stesso, nonché su un controllo pubblicistico a monte da parte dell'Autorità di vigilanza circa l'osservanza delle norme. In particolare, la *product governance* prevede un corpo strutturato di regole volte a presidiare il processo di creazione e strutturazione del prodotto, in base al quale, prima ancora che un servizio o un prodotto finanziario o assicurativo vengano immessi sul mercato, occorre che gli stessi siano opportunamente concepiti e strutturati in funzione delle caratteristiche di un mercato *target* di riferimento. È un sistema che interviene nella fase genetica del prodotto, con l'obiettivo di voler ridurre il rischio che, nei confronti di certe fasce di clientela, quelle più "deboli", vengano convogliati prodotti non adeguati. Con la *product intervention* si identifica, invece, un nuovo focus di vigilanza sui comportamenti degli intermediari, che attribuisce poteri di monitoraggio e di intervento alle Autorità nazionali ed europee, sia nella fase antecedente che in quella successiva all'emissione di strumenti finanziari e assicurativi sul mercato, per proibirne o limitarne, in via temporanea, la commercializzazione, la diffusione o la vendita, al fine di tutelare gli investitori, il regolare funzionamento e l'integrità dei mercati, ovvero la stabilità stessa del sistema. Questo potere si esplica nell'imposizione di misure restrittive della circolazione di determinati prodotti o categorie di prodotti, della stipula dei relativi contratti e dello svolgimento delle attività negoziali comunque pertinenti. La risposta ultima del co-legislatore si è cercata allora nell'intervento autoritativo, che si aggiunge ai rimedi precedenti come terzo pilastro di tutela.

Sebbene le misure di intervento siano state accolte come una decisiva novità, non risulta opportuno parlare di "riforma", quanto piuttosto un rafforzamento dell'apparato di vigilanza che si pone in una linea di continuità con misure già adottate dalle Autorità competenti nazionali negli anni immediatamente successivi alla crisi. A queste, infatti, si deve il merito di aver mutato la prospettiva attraverso la quale neutralizzare il pericolo a cui era esposto il singolo investitore e, in crescendo, il mercato e la stabilità dell'intero

Conclusioni

sistema finanziario. I tempi ormai erano maturi per arrivare alla predisposizione di misure su più ampia scala dirigendosi verso un approccio unionale, che si ritiene essere l'unica via per evitare arbitraggi normativi o la corsa verso ordinamenti più favorevoli, alimentando una concorrenza “sleale” tra gli stessi Stati Membri dell'Unione.

Come già ricordato, le misure di *product intervention* sono state concepite come un rimedio di *extrema ratio*, da impiegare solo quando altre misure di tutela non sono sufficienti a garantire un efficace livello di protezione. Gli strumenti basati sulla trasparenza informativa e sulle regole di condotta, incluso il nuovo sistema di *governance* dei prodotti, dunque, costituiscono ancora i pilastri fondamentali per la tutela dell'investitore: di conseguenza, un sistema ben funzionante dovrebbe rendere superflue le misure di intervento sui prodotti. In quest'ottica la *product intervention* si pone come rimedio a chiusura del sistema di tutele.

Quest'ultimo aspetto è stato rispettato dalle Autorità nazionali ed europee, che hanno mostrato moderazione nell'attuazione concreta delle disposizioni dell'istituto, adottando misure solo per un numero piuttosto limitato di prodotti e definendole all'interno di precisi confini applicativi.

Il potere di intervento posto in capo alle Autorità, infatti, deve essere inserito all'interno del quadro istituzionale europeo e ai principi costituzionali che lo regolano. In un tentativo di rilettura della dottrina Meroni, offerto dalla più recente sentenza della Corte di Giustizia del 2012 rimangono saldi i confini che delimitano l'agire delle Agenzie europee.

Come accade per altre misure autoritative, anche la disciplina sulla *product intervention* risente dell'equilibrio fra responsabilità a livello nazionale ed europeo. L'affidamento di poteri di intervento alle ESA chiama a confrontarsi con il rispetto del principio dell'equilibrio istituzionale e ai limiti individuati dalla dottrina Meroni che rimangono ancora un fermo parametro “costituzionale” di riferimento.

Con i recenti interventi in materia di attuazione della Capital Markets Union non si esclude che il dibattito sull'opportunità di un fermo ancoraggio a questi principi possa riaccendersi. Vale evidenziare come nel cammino verso la realizzazione di un mercato

Conclusioni

unico dei capitali sembra difficile immaginare un'operatività del sistema che resti confinata in un ambito prevalentemente domestico. Questo porta a ripensare all'assetto istitutivo della vigilanza dei mercati dell'Unione e a ipotizzare come successivo passo una attribuzione di competenze a un unico supervisore dei mercati dei capitali. Di conseguenza, per attribuire alle autorità europee ampie funzioni di supervisione diretta sarebbe inevitabile una riformulazione della cornice istituzionale alla quale sono ricondotti i poteri in capo ad esse e lo sviluppo di un percorso di rafforzamento dei meccanismi di *accountability* delle stesse verso il Parlamento europeo.

Il tema dei confini costituzionali entro i quali ricondurre i poteri di intervento ha i suoi riflessi anche sui profili giurisdizionali legati all'impugnabilità delle misure adottate. Centrale è la definizione del ruolo *Board of Appeal*, l'organo istituito in seno alle Autorità di supervisione europee e competente per i ricorsi avverso le decisioni di queste sui mercati finanziari e assicurativi. La sua natura sospesa tra quella amministrativa, per gli aspetti legati alla sua composizione e formazione, e quella (para)giurisdizionale, per la funzione di revisione decisionale, apre al dibattito tra il riconoscimento dell'esigenza di un sindacato pieno sulle misure e una lettura restrittiva dei principi unionali fermamente ancorata a riconoscere solo un vaglio di legittimità. Vale notare che l'affermazione di un sindacato pieno esteso al merito risponde all'esigenza di garantire una piena tutela ai destinatari della decisione autoritativa. Infatti, dal momento che la Corte di Giustizia rimane ferma nel limitare il proprio sindacato su questioni tecnicamente complesse a profili di mera legalità, il riconoscimento al Board of Appeal di un sindacato più ampio garantirebbe il raggiungimento di una piena tutela giurisdizionale.

Un contributo al rafforzamento di una visione maggiormente "paneuropea" dei mercati finanziari e assicurativi può derivare proprio dalla *product intervention* che, sebbene non possa affermarsi come la risposta definitiva alla tutela dell'investitore tantomeno potrà evitare abusi futuri, è uno strumento che si pone nel solco di un cambio di prospettiva, riconoscendo l'importanza di un approccio pubblicistico con un controllo affidato alle Autorità di supervisione nazionali ed europee.

In quest'ottica evolutiva, un nuovo spazio di intervento potrebbe aprirsi a seguito della recente proposta della Commissione che ha presentato un piano di intervento di

Conclusioni

revisione normativa per favorire la partecipazione degli investitori non professionali ai mercati finanziari, la cd. *Retail Investment Strategy*, un pacchetto di interventi che si pone come obiettivo principale il rafforzamento della tutela per gli investitori al dettaglio. Il piano di riforma, che rientra anch'esso nei progressivi passaggi per il compimento della Capital Markets Union, si articola in una proposta di direttiva che emenda, inter alia, la MiFID II e la Direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD), nonché una proposta di regolamento che rivede il Regolamento PRIIPs modificando alcune disposizioni relative al KID. Elemento di rilievo della prima proposta è la riforma della product governance per l'attuazione concreta del principio del *Value for Money*, con il quale si identifica il "rapporto costi-benefici" dei diversi prodotti. I *manufacturer* (cioè, nell'istituto di product governance, il soggetto che "produce" il prodotto di investimento) sarebbero tenuti a valutare se i costi correlati allo strumento siano giustificati e proporzionati rispetto alle prospettive e ai vantaggi offerti. Per la valutazione di questo equilibrio ci si servirà di un parametro oggettivo costituito da *benchmark* elaborati dall'ESMA e dall'EIOPA attraverso un flusso informativo dei dati forniti dagli intermediari e dalle Autorità di vigilanza dei singoli Stati membri. Con la previsione del parametro di riferimento si introduce una presunzione di conformità del prodotto anche per quanto attiene al suo valore atteso, proporzionato rispetto alle voci di pricing. Inoltre, la previsione di parametri oggettivi e uniformi permetterà una applicazione omogenea per tutti i mercati dell'Unione.

Sulla scorta del nuovo quadro regolamentare la *product intervention* allora potrebbe porsi ancora una volta quale rimedio di chiusura di un sistema che reagisce ai fallimenti del mercato. In questo caso, una misura autoritativa non sarebbe rivolta a contrastare più solo fenomeni di *misselling* giustificati da un elevato rischio e grado di complessità del prodotto rispetto alla clientela di riferimento, quanto sul disequilibrio tra le aspettative di rendimento e i costi sostenuti, andando a inserirsi come nuova voce di reazione al non rispetto o all'errore nell'applicazione delle regole sul governo del prodotto. In quest'ottica, il potere di *product intervention*, oltre che rimedio si pone anche come presidio attivo al rispetto dell'oggettivo equilibrio che sarà individuato dal legislatore europeo, fermo comunque il carattere di strumento di chiusura verso l'intero apparato di tutela.

Conclusioni

L'istituto di *product intervention* risulta così idoneo a porsi come chiave di volta dell'intero sistema di *enforcement* pubblico, adattandosi agli sviluppi normativi in corso e ponendosi come pilastro forte di tutela.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV. (1998). *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della finanza.* (G. Ferrarini, & P. Marchetti, A cura di) Milano.
- Škapová, L. (2023). EIOPA, Unit-linked Insurance and Polish Product Intervention: A Silent Regulatory Revolution?
- Alderighi, S., & Gurrola - Perez, P. (2021). What Does Academic Research Say about Short-Selling Bans? *World Federation of Exchanges Research Working Papers.*
- Andenas, M., & Deipenbrock, G. (2016). *Regulating and Supervising European Financial Markets More Risks than Achievements.* Springer.
- Annunziata, F. (2018). Il recepimento di MiFID II - uno sguardo d'insieme tra continuità e discontinuità. *Rivista delle società.*
- Annunziata, F. (2019). *La disciplina del mercato mobiliare* (Vol. XI). Giappichelli.
- Annunziata, F. (2021). Atti delle Autorità e Istituzioni europee, tra soft law e controllo della Corte. *Rivista di Diritto Bancario.*
- Annunziata, F. (2021). The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni. *European Banking Institute Working Paper Series.*
- Annunziata, F., & Lamandini, M. (2022). “Questo è un nodo avviluppato”: divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario. *Giurisprudenza Commerciale.*
- Babis, V. (2014). The power to ban short-selling and financial stability: the beginning of a new era for EU agencies? *The Cambridge Law Journal*, 266–270.
- Banca d'Italia. (2019). Private and public enforcement of EU investor protection regulation. In R. D'Ambrosio, & S. Montemaggi (A cura di), *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale.* Roma.

Bibliografia

- Bavoso, V. (2020). Regulating Complex Financial Products Post-Crisis: Between the STS Regulation and ESMA Product Intervention Powers. In D. Cash , & R. Goddard, *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Regulatory Responses, and Beyond*.
- Bergström, C. F., & Ritleng, D. (2016). *Rulemaking by the European Commission: The New System for Delegation of Powers*. Oxford University Press.
- Botopoulos, K. (2020). The European Supervisory Authorities: role-models or in need of re-modelling? *ERA Forum*.
- Brenncke, M. (2018). The Legal Framework for Financial Advertising: Curbing Behavioural Exploitation. *European Business Organization Law Review*, 853–882.
- Busch, D. (2017). Product Governance and Product Intervention Under MiFID II/MiFIR. *Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 409-419.
- Busch, D., & Gorstos, C. (2022). Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities. In D. Busch, C. Gorstos, & G. McMeel QC, *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*. Oxford University Press.
- Camerer, C., Issacharoff, S., Loewenstein, G., O'Donoghue, T., & Rabin, M. (2003). Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for 'Asymmetric Paternalism'. *University of Pennsylvania Law Review*.
- Caringella, F. (2020). *Manuale di diritto amministrativo*. Dike Editrice.
- Carlin, B. I., Gervais, S., & Manso , G. (2013). Libertarian Paternalism, Information Production, and Financial Decision Making . *The Review of Financial Studies*, 2204–2228.
- Cassese, S. (2017). An European administrative justice? *Conference jointly organized by the Bank of Italy and the European Banking Institute on Judicial Review in the Banking Union and in the BU Financial Architecture* . Roma.

Bibliografia

- Cherednychenko, O. O. (2015). Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law. *European Law Journal*.
- Chirulli, P., & De Lucia, L. (2015). Tutela dei diritti e specializzazione nel diritto amministrativo europeo. Le commissioni di ricorso delle agenzie europee. *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*.
- Chiti, E. (2015). In the Aftermath of the Crisis – The EU Administrative System Between Impediments and Momentum. *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*.
- Choi, J., Laibson, D., Madrian, B., & Metrick, A. (2002). Benign Paternalism and Active Decisions: A Natural Experiment in Savings.
- Clarich, M. (2022). *Manuale di diritto amministrativo*. il Mulino.
- Colaert, V. (2017). Building Blocks of Investor Protection: All-Embracing Regulation Tightens Its Grip. *SSRN Electronic Journal*.
- Colaert, V. (2019). In V. Colaert, D. Busch, & T. Incalza, *European Financial Regulation Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*. Bloomsbury Publishing.
- Colaert, V. (2020). The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention? *European Company and Financial Law Review*, 99 - 124.
- Commissione Europea. (s.d.). *What is the capital markets union?* Tratto da https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en
- Commissione Europea. (s.d.). *Targeted consultation on taking stock of the framework for supervising European capital markets, banks, insurers and pension funds: supervisory convergence and the single rulebook*. Tratto da https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-01/2021-esas-review-summary-of-responses_en.pdf
- CONSOB. (2017, febbraio 07). Comunicazione Consob a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a investimenti in cfd e opzioni binarie,.

Bibliografia

- Craig, P. (2018). *EU Administrative Law*. Oxford University Press.
- Cucurachi, P. A. (2009). La regola dell'adeguatezza nella prestazione dei servizi d'investimento: il punto di vista della teoria della finanza. In M. De Mari (A cura di), *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative (Assetti organizzativi - Regole di condotta - Consulenza in materia d'investimenti)*. Un confronto tra giuristi ed economisti. Cedam.
- De Mari, M. (A cura di). (2009). *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative. Assetti organizzativi - Regole di condotta - consulenza in materia di investimenti. Un confronto tra giuristi ed economisti* (Vol. Università degli Studi di Verona. Dipartimento di Diritto dell'Economia. Collana di Studi Giuridici. Raccolte di scritti). CEDAM.
- De Mari, M. (2015). Product governance e product intervention nella MIFID2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari? *Rivista di Diritto dell'Impresa*, 671-697.
- Della Negra, F. (2020). I rimedi per la violazione di regole di condotta MIFID II: una riflessione di diritto UE. *Banca borsa Titoli di Credito*.
- Di Noia, C., & Gargantini, M. (2014). Unleashing the European securities and markets authority: Governance and accountability after the ECJ decision on the short selling regulation . *European Business Organization Law Review*, 1-57.
- Dixon, P. (2021). Why do Short Selling Bans Increase Adverse Selection and Decrease Price Efficiency? *The Review of Asset Pricing Studies*, 122-168.
- Enriques, L., & Gargantini, M. (2017). The overarching duty to act in the best interest of the client in MiFID II. In D. Busch, & G. Ferrarini, *Regulation of the EU financial markets: MiFID II and MiFIR*. Oxford University Press.
- Enriques, L., & Gilotta, S. (2014). Disclosure and Financial Market Regulation. *ECGI Working Paper Series in Law*.

Bibliografia

- ESMA. (11 ottobre 2016). *Questions and Answers Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID.*
- ESMA. (01 June 2018). *Product Intervention Analysis, Measures on Contracts for Differences.*
- ESMA. (1 June 2018). *Product Intervention Analysis Measure on Binary Options.*
- ESMA. (15 December 2017). *Statement on the preparatory work on the European Securities and Markets Authority in relation to CFDs and binary options offered to retail clients .*
- ESMA. (16 June 2017). *Own initiative report on product intervention under MiFIR. Advice to ESMA, Securities and Markets Stakeholder Group .*
- ESMA. (2016, Luglio 25). *Warning about CFDs, binary options and other speculative products.* Tratto da https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products.pdf
- ESMA. (2018, Febbraio 05). *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II.*
- ESMA. (27 March 2018). *Additional information on the agreed product intervention measures relating to contracts for differences and binary options.*
- ESMA. (3 July 2013). *Retailisation in the EU.* Economic Report.
- Ferrarini , G. (2007). *Best Execution and Competition Between Trading Venues - MiFID's Likely Impact.* *Capital Markets Law Journal*, 404 - 413.
- Filler, R. H., & Ritter, E. (2014). *Ask the Professors: Did the European Court of Justice Properly Rule by Dismissing the U.K.'s Attempt to Annul ESMA's Regulation Banning Short Selling.* *The Journal of the Law of Investment & Risk Management Products: Futures & Derivatives Law Report.*
- Fischer-Appelt, D. (2011). *The European Securities and Markets Authority: The Beginnings of a Powerful European Securities Authority?* *Law and Financial Markets Review.*

Bibliografia

- Garbade, K. D., & Silber, W. L. (1982). Best Execution in Securities Markets: An Application of Signaling and Agency Theory. *The Journal of Finance*, 493-504.
- Gargantini, M. (2014). La registrazione delle agenzie di rating e il ruolo della Commissione di ricorso delle Autorità europee di vigilanza finanziaria. *Rivista di diritto societario*.
- Goldstein, I., & Guembel, A. (2008). Manipulation and the Allocational Role of Prices. *The Review of Economic Studies*.
- Greco, F. (2017). Dall'informazione pre-contrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli di controllo. *Rivista di diritto bancario - dottrina e giurisprudenza commentata*.
- Greenberg, M., Helland, E., Clancy, N., & Dertouzos, J. (2013). *Fair Value Accounting, Historical Cost Accounting, and Systemic Risk: Policy Issues and Options for Strengthening Valuation and Reducing Risk*. Rand Corporation.
- Grossule, E. (2020). Risks and Benefits of the Increasing Role of ESMA: A Perspective from the OTC Derivatives Regulation in the Brexit Period. *European Business Organization Law Review*, 393 - 414.
- Guarraccino, F. (2016). I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention). In V. Troiano, & R. Motroni, *La MiFID II*. Wolters Kluwer Italia.
- Guastini, R. (2011). *Interpretare e argomentare*. Milano: Giuffrè Editore.
- Howell, E. (2019). Eu agencification and the rise of Esma: are its governance arrangements fit for purpose? *Cambridge Law Journal*, 324 - 354.
- Iglesias-Rodriguez, P. (2021). ESMA as a Residual Lawmaker: The Political Economy and Constitutionality of ESMA's Product Intervention Measures on Complex Financial Products. *European Business Organization Law Review*, 627-671.
- Lamandini, M. (2014). The ESAs' Board of Appeal as a Blueprint for the Quasi-Judicial Review of European Financial Supervision. *European Company Law*.

Bibliografia

- Lamandini, M., & Muñoz, D. R. (2019). Law and Practice of the ESA' Board of Appeal and of the SRB Appeal Panel: A View from the Inside. *ECB Legal Conference Proceedings*.
- Lambert, T. (2017). *How to Regulate - A Guide for Policymakers*. Cambridge University Press.
- Liace, G. (2018). L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali. *Banca Impresa Società*, 445-462.
- Loss, L. (1984). Fundamentals of Securities Regulation. *The Business Lawyer*.
- Magliari, A. (2016). I rimedi amministrativi nel settore della vigilanza finanziaria europea. Modelli a confronto. *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*.
- Magliari, A. (2018). La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi. *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 391 - 443.
- Marchetti, B. (2017). La tutela non giurisdizionale. *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*.
- Marjosola, H. (2014). Case C-270/12 (UK v Parliament and Council) – Stress Testing Constitutional Resilience of the Powers of EU Financial Supervisory Authorities – A Critical Assessment of the Advocate General's Opinion. *EUI Department of Law Research Paper*.
- Moloney, N. (2011). Reform or revolution? The financial crisis, EU financial markets law, and the European Securities and Markets Authority. *The International and Comparative Law Quarterly*, 521–533.
- Moloney, N. (2012). The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors? *European Business Organization Law Review*.
- Moloney, N. (2013). Resetting the location of regulatory and supervisory control over EU financial markets: lessons from five years on. *The International and Comparative Law Quarterly*, 955 - 965.

Bibliografia

- Moloney, N. (2018). EU Financial Market Governance and the Retail Investor: Reflections at an Inflection Point., *Yearbook of European Law*, 251–304.
- Papadopoulos, T. (2015). European System of Financial Supervision. In *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*. R. Wolfrum.
- Pelkmans, J., & Simoncini, M. (2014). Mellowing Meroni: how ESMA can help build the single market. *CEPS Commentaries*.
- Perrone, A. (2013). Servizi di investimento e tutela dell'investitore. *Banca, borsa, titoli di credito*.
- Perrone, A. (2020). *Il diritto del mercato dei capitali*. Giuffrè Francis Lefebvre.
- Perrone, A. (2022). Italy. In D. Busch, G. Christos, & G. McMeel QC, *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*. Oxford University Press.
- Purpura, L. (2013). L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio. *Banca, borsa, titoli di credito*.
- Rabitti, M. (2020). Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II. *Rivista di Diritto Bancario*, 145 - 177.
- Ramajoli, M. (2016). Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari. *Rivista della regolazione dei mercati*.
- Rivista di Diritto Bancario. (s.d.). *Certificates: Consob esclude misure di product intervention sui turbo-like*. Tratto da <https://www.dirittobancario.it/art/certificates-consob-esclude-misure-di-product-intervention/>
- Sacco Givèvri, A. (2016). *Il conflitto di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella MiFID II*. (V. Troiano, & R. Motroni, A cura di) Wolters Kluwer Italia.
- Schaeken Willemaers, G. (2012). Product Intervention for the Protection of Retail Investors: A European Perspective. *Risques, crise financière et gouvernance: colloque transatlantique*.

Bibliografia

- Schaeken Willemaers, G. (2014). Client Protection on European Financial Markets – From Inform Your Client to Know Your Product and Beyond: An Assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2. *Revue Trimestrielle de Droit Financier*.
- Schammo, P. (2011). The European Securities and Markets Authority: lifting the veil on the allocation of powers. *Common Market law review*, 1879-1913.
- Schemmel, J. (2016). The ESA Guidelines: Soft Law and Subjectivity in the European Financial Market—Capturing the Administrative Influence. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 455-504.
- Scholten, M., & van Rijsbergen, M. (2014). The ESMA-Short Selling Case: Erecting a New Delegation Doctrine in the EU upon the Meroni-Romano Remnants. *Legal issues of European integration*, 389 - 405.
- Schutze, R. (2011). “Delegated” Legislation in the (New) European Union: A Constitutional Analysis. *The Modern Law Review*, 661-693.
- Spindler, G. (2011). Behavioural Finance and Investor Protection Regulations. *Journal of Consumer Policy*.
- Tomic, K. (2018). *Product Intervention of Supervisory Authorities in Financial Services* (Vol. Governance and Regulations: contemporary issues). (S. Grima, & P. Marano, A cura di) Emerald publishing .
- Turchini, V. (2020). I mercati di settore europei verso una regolazione realmente indipendente. *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 769 ss.
- van Rijsbergen, M. (2014). On the Enforceability of EU Agencies’ Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority. *Utrecht Law Review*, 116 - 131.
- Ventoruzzo, M., & Alvaro, S. (2020). La product intervention. In M. Cera, *Il testo unico finanziario* (Vol. 1). Zanichelli.
- Villa, V. (2018). La distinzione fra disposizione e norma nella teoria giuridica di Tarello. *Diritto e questioni pubbliche*.

