

# Giochi e scommesse sotto la lente del giurista

a cura di Pasquale Costanzo



# **Giochi e scommesse sotto la lente del giurista**

a cura di Pasquale Costanzo



*è il marchio editoriale dell'Università degli Studi di Genova*



*Il presente volume è stato sottoposto a double blinded peer-review secondo i criteri stabiliti dal protocollo UPI.*

© 2021 GUP

I contenuti del presente volume sono pubblicati con la licenza  
Creative commons 4.0 International Attribution-NonCommercial-ShareAlike.



Alcuni diritti sono riservati.

Realizzazione Editoriale

**GENOVA UNIVERSITY PRESS**

Via Balbi, 6 - 16126 Genova

Tel. 010 20951558 - Fax 010 20951552

e-mail: [gup@unige.it](mailto:gup@unige.it)

<http://gup.unige.it>

ISBN: 978-88-3618-055-4 (versione stampa)

ISBN: 978-88-3618-056-1 (versione eBook)

Pubblicato febbraio 2021



Stampato presso il  
Centro Stampa  
Università degli Studi di Genova - Via Balbi 5, 16126 Genova  
e-mail: [centrostampa@unige.it](mailto:centrostampa@unige.it)

ALESSIA MISTRETТА - THEA ROMANÒ - MICHELE SIRI

## INVESTIRE NON È UN GIOCO: DAL *TRADING ONLINE* AI PIRATI DELLE PIATTAFORME FINANZIARIE

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. La negoziazione telematica di strumenti finanziari – 3. Il *trading* on line in prestazione transfrontaliera – 4. Il caso delle piattaforme “pirata” ed i poteri di intervento in caso di attività transfrontaliera – 5. Gli strumenti finanziari derivati ed i contratti di gioco e scommessa – 6. Il caso dei contratti derivati “per differenza” – 7. I poteri di intervento esercitati nel caso dei contratti derivati “per differenza” – 8. Conclusioni

### 1. *Introduzione*

È divenuto celebre il caso di Dave Portnoy, imprenditore statunitense nel settore dei siti di scommesse. La crisi pandemica ha imposto uno stop forzato allo sport ed a tutto ciò su cui si può formulare una scommessa. Tra soccombere alla crisi inevitabile e il reinventarsi ha scelto la seconda. Apparentemente, non ha cambiato mestiere, ha cambiato il settore della sua attività, passando dalle scommesse sugli eventi sportivi e mondani al *trading online*, continuando a mantenere il suo punto di forza nell’attrarre la clientela con pubblicità, pettegolezzi e pronostici. Così i suoi numerosi *followers* si sono presto dirottati sul nuovo campo.

All’estremo del confine fra scommessa ed investimento si collocano sovente le operazioni di sollecitazione all’acquisto di *Bitcoin* e di contratti derivati per differenza (CFD), nelle quali la vulnerabilità del pubblico fa leva talvolta anche su tecniche pubblicitarie ingannevoli. In qualche caso, si è anche fatto ricorso abusivo alla notorietà di personaggi celebri che, del tutto ignari, hanno visto utilizzare impropriamente la propria popolarità all’interno di campagne pubblicitarie *online* per esaltare la redditività degli investimenti proposti<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ad esempio, A. GENNAI, *Febbre da trading online ma in pochi guadagnano*, in *Plus24*, 7 dicembre 2019, 8; S. ELLI, *Criptovalute, quando il Vip è un fake*, in *Plus24*, 7 dicembre 2019, 9; P. REMER, in *Trading online: la pubblicità di Jovanotti sul web e le sue vittime*, in *La legge per tutti*, 21 dicembre 2019 (disponibile all’indirizzo [https://www.laleggepertutti.it/350435\\_trading-online-la-pubblicita-di-jovanotti-sul-web-e-le-sue-vittime](https://www.laleggepertutti.it/350435_trading-online-la-pubblicita-di-jovanotti-sul-web-e-le-sue-vittime)) riporta la storia di un pensionato che ha raccontato di essere stato “raggirato come un ragazzino” ed elenca una serie di accorgimenti per capire se possa essere saggio investire in una piattaforma di *trading online*: controllare che l’intermediario scelto sia autorizzato dall’autorità di vigilanza competente e sia iscritto sul sito della Consob; verificare la varietà dei servizi proposti; notare la presenza di un conflitto di interessi; accertarsi che il broker abbia indicato un recapito reale a cui essere contattato; compilare il questionario che dovrebbe essere presente prima di investire; diffidare delle “occasioni imperdibili” che si rivelano, perlopiù, un disastro finanziario.

Il pericolo generato da pratiche che assimilano l'investimento alla scommessa attrae specialmente le persone più inesperte, che sovente divengono i peggiori investitori. Le regole di protezione del risparmio assumono che la scelta compiuta non sia quella che caratterizza una scommessa e, dunque, il regime di tutela preserva un obiettivo non solo individuale ma di interesse generale, che attiene alla funzione di finanziamento dell'economia<sup>2</sup>. Nelle forme di investimento al confine con i giochi e le scommesse si ritrovano le medesime tecniche di ingaggio con l'attrattiva di facili guadagni<sup>3</sup>. Al contrario, la rischiosità e la complessità degli strumenti finanziari richiedono conoscenze ed esperienze adeguate; spesso, data l'insufficiente educazione finanziaria<sup>4</sup>, è facile cadere vittima di pratiche commerciali scorrette<sup>5</sup> che alimentano la dipendenza, così come accade nei casi di ludopatia.

La considerazione che potrebbe sorgere spontanea è che tra le scelte di investimento e le scommesse le differenze non siano così profonde e che sia difficile porre una linea di demarcazione. L'alea è certamente un elemento che incide anche nelle scelte di investimento, ma non deve essere la sola determinante. Investire non è scommettere, investire è finanziare imprese e attività economiche. Il *trading online* non è un gioco, ma una delle modalità con cui accedere ai servizi di investimento. È sicuramente necessaria una maggiore attenzione da parte dell'investitore, nello sviluppo di una comprensione effettiva alla portata dello strumento specialmente se la scelta è operata in assenza di un servizio di assi-

<sup>2</sup> CONSOB, *Educazione dell'investitore* (reperibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/sistema-finanziario>).

<sup>3</sup> V. LOPS, *Trading online, cala il virus ma i volumi restano record*, in *Il Sole-24 Ore*, 25 luglio 2020 che riporta i dati di Assosim secondo cui durante il *lockdown* il *trading online* era aumentato del 211% rispetto allo stesso periodo del 2019. Non ha resistito al fascino del guadagno facile nemmeno il pubblico più giovane, come testimoniato da C. MARTINO, *I nuovi trader, da TikTok a Wall Street*, in *Plus24*, 18 luglio 2020. La piattaforma *Robinhood*, in particolare, ha triplicato la propria attività di *trading* giornaliero rispetto allo scorso anno; tra i nuovi giovani *trader*, purtroppo, c'è stata anche una vittima: un ragazzo ventenne di un'università statunitense si è suicidato nell'erronea convinzione di aver perso 750.000 dollari su una scommessa in opzioni attraverso la piattaforma. La realtà era molto più rassicurante, perché si trattava soltanto di una perdita potenziale e non effettiva, ma questa circostanza, purtroppo, non era stata compresa dall'interessato.

<sup>4</sup> In questo senso, come è già stato osservato in questo contributo, l'educazione finanziaria ricoprirebbe un ruolo fondamentale. Secondo l'OCSE questa può essere definita come "il processo attraverso il quale i risparmiatori/investitori migliorano la propria comprensione dei concetti, dei prodotti e dei rischi finanziari e, attraverso l'informazione, l'istruzione e/o il consiglio obiettivo, sviluppano competenze e fiducia per divenire più consapevoli dei rischi finanziari e delle opportunità, per prendere scelte consapevoli, per conoscere a chi rivolgersi per chiedere aiuto e per intraprendere le altre azioni efficaci per migliorare il proprio benessere finanziario". Uno strumento utile per capire se una società di *trading on line* sia affidabile o meno è la presenza di un «test d'ingresso», previsto dalla MiFID volto a valutare la consapevolezza della clientela.

<sup>5</sup> T. ENGVALL *Situating trust challenges of online trade*, in *Records Management Journal* (<https://www.emeraldgroupublishing.com/journal/rmj>), 11 marzo 2019, Vol. 29 (1/2), 272 ss.

stenza e consulenza prestato da un intermediario specializzato. Perciò, può fare la differenza lo sviluppo di una migliore coscienza e consapevolezza dei rischi associati agli investimenti attraverso piattaforme di negoziazione *online*, ma sono necessari anche strumenti di vigilanza pubblica di portata cautelare ed interdittiva sulle forme di sollecitazione all'investimento che in assoluto sono inadeguate, per le caratteristiche di rischiosità dello strumento finanziario, alle conoscenze ed all'esperienza dell'investitore<sup>6</sup>.

## 2. La negoziazione telematica di strumenti finanziari

Il *trading online* è disciplinato come servizio di investimento che è prestato a distanza. L'articolo 32 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) definisce le "tecniche di comunicazione a distanza" come "le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato". L'articolo 32 comma 2 TUF affida così il compito di disciplinare "la promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di servizi e attività di investimento e di prodotti finanziari" alla Consob, sentita la Banca d'Italia e in conformità ai principi stabiliti dall'articolo 30 e dal Codice del Consumo<sup>7</sup>.

La disciplina è così rimessa ad un regolamento Consob, ad oggi il Regolamento Intermediari<sup>8</sup>. Le tecniche di comunicazione a distanza seguono e si legano inevitabilmente all'evoluzione tecnologica, di qui la scelta del legislatore di affidare a una disciplina secondaria la sua disciplina, al fine di seguirne in maniera più efficiente il rapido sviluppo. All'interno degli articoli 125 e seguenti del Regolamento sono indicati i soggetti che possono svolgere l'attività e per i quali non è richiesta una distinta o ulteriore autorizzazione rispetto a quella per la prestazione dei servizi di investimento: la comunicazione a distanza è uno dei modi di svolgimento del servizio e non una separata attività. Nella regolazione delle modalità di svolgimento, l'articolo 126 richiama le disposizioni del Libro III e IV del Regolamento, *id est* la disciplina generale della prestazione dei servizi e delle attività di investimento nonché delle procedure di controllo per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, inclusa la gestione dei conflitti di interesse.

<sup>6</sup> Ad es. EBA Report on Financial Education, 2019/2020, EBA/Rep/2020/12, in cui si legge: "Financial education helps consumers to make informed decisions and will promote the intelligent consumption of financial products. The aim should be not only to pass on knowledge and skills ('financial education'), but also to ensure that people are financially literate enough to be able to make the right decisions when managing their personal finances in the real world ('financial empowerment')".

<sup>7</sup> L'art. 32 TUF fa rinvio al d.lgs. 190/2005, confluito poi nel Codice del consumo.

<sup>8</sup> Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato con dalla Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

L'intento del legislatore è quello di ribadire che la disciplina predisposta ai fini di tutela dell'investitore, massima per i clienti non professionali, si applica anche ai casi in cui potrebbe non esservi – e nella maggioranza dei casi non vi è – un contatto tra intermediario e cliente. Spesso infatti il rapporto che si instaura attraverso le tecniche di comunicazione a distanza è quello scervo di ogni rapporto umano, rimettendosi a una interfaccia con la sola macchina. Che lo scopo principale sia quello di ribadire una tutela agli investitori, soprattutto *retail*, è confermato anche dalla previsione di cui all'articolo 125 comma 5 TUF, che esclude dalle attività di promozione e collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza quelle svolte nei confronti dei clienti professionali. Se la promozione e il collocamento di strumenti finanziari mediante tecniche “a distanza” rientrano in una delle modalità di offerta e sottoscrizione al pubblico di servizi finanziari, più nello specifico è *species* dell'offerta fuori sede, come suggerisce l'interpretazione sistematica della norma osservando il capo all'interno della quale è posta nel TUF, nonché il richiamo effettuato dallo stesso articolo 32 TUF<sup>9</sup>. L'offerta fuori sede trova, invece, disciplina nell'articolo 30 TUF e si differenzia in quanto riconduce al suo interno le tecniche che comportano la presenza fisica e simultanea.

L'ambito è altresì disciplinato dalla Direttiva 2002/65/CE<sup>10</sup>, che si occupa di raccordare le legislazioni nazionali in materia di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e la cui disciplina è stata recepita nel Codice del Consumo. La tutela dell'investitore per le operazioni concluse a distanza è completata dalle regole in materia di informazione del consumatore (investitore) prima della conclusione del contratto, di diritto di recesso (con l'eccezione di cui si dirà in seguito), di modalità del pagamento del servizio e dal divieto di fornitura dei servizi non richiesti<sup>11</sup>. L'articolo 6, comma 2, della Direttiva (e così l'articolo 67-*duodecies* del d.lgs. 206/2005) esclude l'applicabilità del diritto di recesso “ai servizi finanziari il cui prezzo dipende da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare e che possono aver luogo durante il periodo di recesso” e per i quali è offerto un elenco esemplificativo nel quale rientrano “contratti swaps su tassi d'interesse, su valute o contratti di scambio connessi ad azioni o a indici azionari (*equity swaps*)”. Il legislatore italiano ha seguito l'impostazione della Direttiva: lo *ius poenitendi* non è riconosciuto quando l'offerta di strumenti avviene mediante tecniche di comunicazione a

<sup>9</sup> L'art. 32 TUF rientra nel Capo IV del Titolo II (Servizi e attività di investimento), dedicato alla “Disciplina dell'offerta fuori sede e della vigilanza sui consulenti finanziari”.

<sup>10</sup> Direttiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 settembre 2002 concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica la direttiva 90/619/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE e 98/27/CE. La direttiva è stata recepita con d.lgs. 190/2005, poi abrogato e le cui previsioni sono confluite nel Codice del Consumo.

<sup>11</sup> Sull'intera disciplina v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2019.

distanza<sup>12</sup>. A protezione dell'investitore che opera "a distanza", dunque, vi è un ancor più consistente apparato normativo, che aggiunge ai principi generali e alle regole già dettate per la fornitura dei servizi di investimento, quelle dedicate alla modalità più specifica con il quale il servizio è prestato.

Attualmente, la tecnica di comunicazione a distanza principale utilizzata dagli operatori finanziari è senza dubbio internet. È inevitabile, dunque, che la normativa si adatti all'innovazione tecnologica, specialmente nei sistemi di comunicazione elettronica in grado di offrire uno scambio dati sempre più ingente e rapido. Il *trading online* si afferma con la diffusione del *world wide web* e fin da subito le Autorità sono state chiamate ad adattare la disciplina all'accesso ai servizi di investimento che avviene da remoto. Come emerge dalle relazioni annuali della Consob, l'Istituto ha effettuato un monitoraggio continuo di numerosi siti internet predisponendo attività investigative e di collaborazione con le altre Autorità estere di settore. Lo strumento più utilizzato è sicuramente quello dell'oscuramento del sito internet che, tuttavia, se ha il vantaggio di impedire il protrarsi della attività da parte del soggetto non autorizzato, non è in grado di incidere sul contratto concluso. Anche l'informativa istituzionale nei confronti dell'investitore è stata incrementata attraverso un chiaro e semplice messaggio sul sito della Consob che avverte gli investitori dalle possibili truffe e offre indicazioni per verificare che il soggetto che presta il servizio attraverso la piattaforma di *trading online* sia autorizzato<sup>13</sup>.

### 3. *Il trading on line in prestazione transfrontaliera*

Lo scopo principale della regolazione dei mercati (prima con la Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento "DSI", poi con la direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari "MiFID I", ed infine con la direttiva 2014/65/UE "MiFID II" e il regolamento n. 600/2014 "MiFIR"), è quello di rafforzare la cooperazione e l'armonizzazione, nel bilanciamento tra tutela degli investitori, corretto svolgimento delle negoziazioni e stabilità del sistema nel complesso. Il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europa agli articoli da 49 a 55 (diritto di stabilimento) e da 56 a 62 (prestazione dei servizi) disciplina la prestazione transfrontaliera dei servizi di investimento – che può avvenire in via occasionale e temporanea sia mediante la creazione di uno stabilimento permanente – e riconosce espressamente alle imprese degli Stati membri aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale

<sup>12</sup> Risulta invece riconosciuto quando il collocamento avviene mediante offerta fuori sede, in forza della deroga di cui all'art. 30, comma 6, TUF.

<sup>13</sup> CONSOB, *Educazione dell'investitore*, cit.

nell'Unione<sup>14</sup>. La fattispecie del *trading online* rientra in un'ipotesi particolare di rilevanza transfrontaliera, ovvero quella che si verifica quando né il prestatore né il fruitore del servizio si spostano, bensì il servizio, che, mediante la rete internet, raggiunge i potenziali clienti ovunque essi si trovino<sup>15</sup>.

All'interno del mercato europeo coesistono molteplici norme nazionali che regolano potenzialmente le stesse attività, con la conseguenza che un fornitore di servizi può essere soggetto a regolamenti diversi o addirittura contraddittori. Una regolamentazione imposta dallo Stato di origine (in cui è stabilito il fornitore di servizi) può entrare in conflitto con la regolamentazione dello Stato ospitante (la giurisdizione straniera in cui si trovano le attività intraprese) verificandosi così una situazione di "doppia regolamentazione". Per ovviare a questo problema, la Corte di Giustizia ha elaborato il concetto del riconoscimento reciproco o mutuo riconoscimento, in forza del quale lo Stato ospitante non può impedire un'esportazione dal prestatore di servizi già stabilito in un altro Stato membro in cui legalmente fornisce un servizio simile a quello che intende esportare<sup>16</sup>, superando così gli ostacoli derivati dalla coesistenza di più giurisdizioni nazionali<sup>17</sup>.

Dalla qualificazione del *trading online* come prestazione transfrontaliera dei servizi discende la necessità di una autorizzazione amministrativa che nell'Unione europea consente all'impresa che ha ottenuto l'autorizzazione in uno Stato membro di svolgere la propria attività senza richiedere una ulteriore autorizzazione nello Stato membro in cui intende svolgere la propria attività, rimanendo sottoposta alla vigilanza dello Stato membro di origine ("home country control"). La MIFID ha però attribuito allo Stato membro ospitante, quello in cui è situata la succursale ("host country control") la vigilanza su alcune circostanze (tra cui il rispetto delle norme di comportamento nella prestazione di servizi di investimento ai clienti) per scongiurare il rischio di abusi.

<sup>14</sup> F. VELLA (a cura di), *Commentario sub artt. 26-29 TUF*, Torino, 2012.

<sup>15</sup> Nella prestazione transfrontaliera dei servizi è inoltre possibile distinguere fra: costituzione di una società di diritto locale nello Stato di stabilimento; svolgimento da parte di un'impresa di investimento autorizzata in un ordinamento della propria attività principale nello Stato ospitante (fattispecie vietata); stabilimento con apertura di succursale nello Stato ospitante; prestazione di servizi direttamente dallo Stato di origine senza stabilimento di una succursale nello Stato ospitante.

<sup>16</sup> La Corte ha applicato il principio del riconoscimento reciproco, a partire dalla sentenza *Cassis de Dijon*, (sent. 20 febbraio 1979, *Rewe-Zentral AG contro Bundesmonopolverwaltung für Branntwein*, causa 120/78) scaturita da una domanda di pronuncia pregiudiziale sulle misure d'effetto equivalente alle restrizioni quantitative.

<sup>17</sup> M. ORTINO, *The role and functioning of mutual recognition in the european market of financial services*, in *The International and Comparative Law Quarterly*, Vol. 56, No. 2 (Apr., 2007), 309-338, Cambridge. Gli ordinamenti extracomunitari invece non sono soggetti alla disciplina del mutuo riconoscimento applicabile agli Stati membri così come la prestazione di servizi di investimento differenti da quelli presenti nelle sezioni A e B dell'allegato I alla Direttiva MiFID o altrove disciplinati dal diritto dell'Unione.

Nell'ordinamento italiano la disciplina della prestazione transfrontaliera dei servizi e delle attività di investimento è stata nel tempo oggetto di numerose modifiche. In origine, la legge 2 gennaio 1991, n. 1 riservava l'attività di intermediazione mobiliare alle sole società con sede legale in Italia. Passando attraverso la decisione della Corte di Giustizia delle Comunità Europee del 6 giugno 1996 nel caso *Commissione c. Italia* (causa C-101/94), che dichiarò illegittime le norme italiane perché restrittive tanto del diritto di stabilimento quanto della libertà di prestazione dei servizi, la "DSI" fu quindi recepita con il c.d. Decreto EUROSIM (d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415) che, finalmente, accolse in Italia il principio del passaporto europeo. Successivamente all'abrogazione di quest'ultimo decreto ad opera del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria approvato con d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), la materia dell'operatività transfrontaliera conflui nel capo III, Titolo II, Parte II, del TUF, dove è attualmente disciplinata agli articoli 26, 27, 28 e 29. Una ulteriore fonte, per ciò che concerne l'operatività transfrontaliera degli intermediari italiani, è rappresentata dalla Deliberazione Banca d'Italia 29 ottobre 2007, n. 1097, e, per quanto riguarda l'operatività in Italia delle imprese di investimento comunitarie ed extra-comunitarie, "Regolamento intermediari" della Consob che, specialmente nella Parte IV, disciplina l'attività di investimento al di fuori dei confini nazionali<sup>18</sup>. Negli anni, la Consob ha chiarito alcuni punti riguardo all'attività di offerta fuori sede in Italia senza stabilimento di succursale, per esempio con la Comunicazione n. 10069692 del 6 agosto 2010, che ha consentito agli intermediari autorizzati, proprio con riguardo al *trading online*, «di utilizzare la figura dell'agente collegato, c.d. "tied agent"<sup>19</sup>».

In Italia l'applicazione della normativa europea (in particolare in seguito del recepimento delle direttive MiFID e MiFID 2) è stata affiancata da un rafforzamento dei controlli con l'obiettivo di individuare un equilibrio tra la competitività del mercato e la sicurezza delle negoziazioni. Tuttavia, il principio della libera circolazione delle persone, delle merci e dei capitali e della libera prestazione dei servizi finanziari e bancari, il "passaporto", permette alle persone (fisiche o giuridiche) di ciascun paese membro di operare in tutta l'Unione; specialmente, possono offrire e fornire i loro servizi in altri Stati membri su base temporanea pur restando nel loro paese d'origine (libera prestazione dei servizi: articolo 56

<sup>18</sup> Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari (adottato con dalla Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018). Per il settore bancario sono previste norme simili nel "TUB" (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia di cui al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385).

<sup>19</sup> CONSOB, Comunicazione 6 agosto 2010, n. 10069692 - *Impresa di investimento comunitaria che intende svolgere l'attività di offerta fuori sede in Italia senza stabilimento di succursale - Quesiti interpretativi* (disponibile all'indirizzo telematico: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c10069692.pdf/bbbe01b7-63ad-ad9-9770-474fc738a551, 2>)

TFUE) restando sottoposti – secondo il c.d. principio dell’“home country control” – alla vigilanza delle autorità dello Stato comunitario in cui hanno sede legale e amministrazione centrale<sup>20</sup>.

I rimedi giudiziari ad oggi possono essere efficaci solo se le società di *trading online* hanno una sede o una stabile organizzazione nel territorio nazionale o europeo. In questi casi, un intervento tempestivo può portare ad un risultato, con un possibile recupero delle perdite; in altri casi, invece, le difficoltà sono maggiori, a causa delle criticità che si rinvengono in una giurisdizione straniera, che non sempre garantisce la validità e l’efficacia delle decisioni dell’Autorità giudiziaria italiana. Al di fuori della direttiva 2002/65/CE sulla “commercializzazione a distanza dei servizi finanziari” la normativa europea con riguardo alla qualificazione delle attività fornite via internet e alle prestazioni transfrontaliere di servizi finanziari è rimasta indubbiamente lacunosa<sup>21</sup>.

#### *4. Il caso delle piattaforme “pirata” ed i poteri di intervento in caso di attività transfrontaliera*

Quando si naviga alla ricerca di opportunità di investimento sul web è necessario prestare attenzione, se non si vuole finire nella “rete” dei “pirati”. Sul sito della Consob, nella parte dedicata all’educazione finanziaria, è possibile trarre utili suggerimenti. Per esempio, la difficoltà nell’individuare la società di riferimento può essere un campanello dall’allarme che identifica un intermediario poco serio; occorre quindi verificare la presenza dello stesso negli albi dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d’investimenti dalla Consob o da altre Autorità (spesso la reale denominazione si trova nella sezione “chi siamo” o “contatti” o “termini e condizioni”). Il buon investitore, poi, deve essere prudente, diffidare delle pro-

<sup>20</sup> A livello nazionale, l’operatività transfrontaliera è disciplinata dal Capo Terzo del TUF, articoli da 26 a 29-ter. La nuova disciplina è stata dettata dall’entrata in vigore della Direttiva 2014/64/UE (“MiFID II”) e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 (“MiFIR” e, congiuntamente alla MiFID II, “Disciplina MiFID II”). Nello specifico, il d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017 che, recependo la Disciplina MiFID II, ha modificato il Testo Unico della Finanza (d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1999), in particolare all’articolo 28 (“Imprese di paesi terzi diverse dalle banche”) e con l’introduzione dell’articolo 29-ter (“Banche di paesi terzi”). Le nuove disposizioni concernono la prestazione in Italia di servizi e attività di investimento da parte di imprese di investimento e di banche di paesi terzi (“Ente Extracomunitario” o “Enti Extracomunitari”), che si può svolgere in modi diversi a seconda della tipologia di cliente, a seconda che questo sia al dettaglio o professionale su richiesta o ancora controparte qualificata o cliente professionale di diritto.

<sup>21</sup> V. M.T. PARACAMPO, *La prestazione transfrontaliera dei servizi finanziari alla prova della digitalizzazione tra vecchie e nuove problematiche*, in *Diritto Bancario* ([www.diritto Bancario.it](http://www.diritto Bancario.it)), 28 novembre 2019.

messe di rendimenti straordinari, investire solo piccole somme<sup>22</sup>.

La “possibilità di selezionare la disciplina applicabile” – ciò che si suole chiamare arbitraggio normativo – ostacola la qualità della vigilanza e la salvaguardia di un livello analogo di protezione tra tutti i consumatori nell’Unione, indipendentemente dal contesto locale. In particolare, Cipro è “l’isola del tesoro” dei pirati del *trading*, dove a Limassol si concentrano i broker che offrono piattaforme di *trading* con passaporto eurounitario su Forex, CFD e criptovalute. Negli ultimi anni, infatti, alcuni oligarchi russi hanno acquistato beni immobili e costituito società con il secondo fine di acquisire il passaporto Ue. Una licenza della Cyprus Securities and Exchange Commission (“Cysec”) rappresenta una sorta di “passaporto comunitario” per operare in tutta l’Unione europea secondo il regime di Mifid. Cipro è così diventata il paradiso del Forex e dei CFD. I divieti posti dall’ESMA hanno frenato solo in parte il giro di affari. Nella città cipriota svettano ancora numerosi grattacieli dei broker, tra cui quelli di Fxtm, FxGlobe, Hoch Capital. Si tratta di broker che offrono spesso i loro prodotti con pratiche commerciali ingannevoli e aggressive. Tra i comportamenti sleali posti in essere, possono annoverarsi il mancato riscontro alle richieste di rimborso presentate, irregolarità nella classificazione della clientela, operazioni non autorizzate dai clienti<sup>23</sup>. Questi ultimi hanno registrato perdite, talvolta fino all’intero capitale investito, a fronte di “consigli” ricevuti da “addetti” dell’intermediario; continue richieste di effettuare ulteriori versamenti sui conti di *trading* aperti; malfunzionamenti della stessa piattaforma di *trading*<sup>24</sup>.

«Semplifica. Proteggi. Cresci» è lo slogan usato da *Hoch Capital*. In realtà, più che investimenti semplici sono stati offerti, come da tante altre analoghe società, prodotti complicati e solo apparentemente credibili, così come è stata declamata la millantata “crescita” dei risultati dell’investimento. Un altro caso degno di nota riguarda la Rodeler Limited, anch’esso intermediario di diritto cipriota<sup>25</sup>. Le numerose segnalazioni degli investitori italiani hanno lamentato,

<sup>22</sup> CONSOB, *Educazione finanziaria*, cit..

<sup>23</sup> Per una vicenda diversa, ma comunque connessa, v. G. TARANTINO, *Indebito prelievo su conto corrente on line e responsabilità dell’intermediario: una valutazione sotto il profilo dell’efficienza economica del contratto*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2010, 12, p. 11181 e ss. (nota a sentenza del Tribunale Palermo, 12 gennaio 2010).

<sup>24</sup> CONSOB, Delibera n. 21171 del 5 dicembre 2019.

<sup>25</sup> La Rodeler Limited ha dato filo da torcere anche ad altri paesi UE, tra cui il Belgio e la Francia. Nel primo caso, la società offriva opzioni binarie, CFD e prodotti spot forex al pubblico belga senza il prospetto richiesto da quella legislazione per l’esercizio di attività finanziaria nel territorio e senza richiesta alla competente Autorità belga di alcuna autorizzazione per effettuare la pubblicità. È stata concordata una transazione, che ha condotto ad una sanzione pecuniaria, alla pubblicazione del nome della società sul sito internet dell’Autorità e all’impegno, da parte della Rodeler Limited, di contattare i clienti per offrire loro un recesso senza costi e con il rimborso dell’importo risultante dal saldo (il testo dell’accordo è disponibile, in francese e olandese, al link: <https://www.fsma.be/en/news/agreed-settle->

in particolare, l'utilizzo di tecniche di marketing aggressive, e mancanza di informativa sui rischi, comunicazioni fuorvianti<sup>26</sup> - in contrasto, in particolare con l'art. 24, paragrafi 1, 3, 4 e 5 e l'Allegato II della MiFID II - riguardanti le attività in CFD.

Per la prima volta, la Consob si è potuta avvalere dei poteri derivanti dal “Decreto Crescita” (legge 28 giugno 2019, n. 58, articolo 36, comma 2-terdecies<sup>27</sup>), in base ai quali l'Autorità può ordinare ai fornitori di servizi di connettività a Internet di inibire l'accesso dall'Italia ai siti web tramite cui vengono offerti servizi finanziari senza la dovuta autorizzazione<sup>28</sup>. L'Autorità italiana, inoltre, ha provveduto per tempo a segnalare all'Autorità dello stato membro di origine competente a vigilare sull'impresa tali criticità e l'ESMA, l'Autorità europea di regolamentazione e di vigilanza sui mercati finanziari, con decisione (UE) 2018/796 del 22 maggio 2018 ai sensi dell'art. 40 del Regolamento (UE) n. 600/2014 (“MiFIR”) – con effetto dal primo agosto 2018 per una durata di tre mesi – ha stabilito misure temporanee in tema di *product intervention* se non sono soddisfatte certe condizioni<sup>29</sup>.

Le suddette misure non sono risultate sufficienti a contrastare l'operare della società – che opera in Italia in regime di libera prestazione dei servizi d'investimento grazie al “passaporto europeo” previsto da MiFID II – nei confronti della quale la Consob ha successivamente adottato un provvedimento cautelare di divieto dell'esercizio delle attività, in linea con gli analoghi provvedimenti

*ment-rodder-limited*). Un possibile effetto collaterale della limitazione della pubblicità è quello di disincentivare gli operatori che operano correttamente sul mercato, come si è potuto registrare in Belgio. In Francia, l'Autorità per la tutela dei mercati finanziari (“Autorité des marchés financiers”) ha egualmente contestato il mancato rispetto degli obblighi nazionali.

<sup>26</sup> CONSOB, Delibera n. 21208 del 18 dicembre 2019.

<sup>27</sup> Si riporta il testo dell'articolo e comma in esame: «2-terdecies. La CONSOB ordina ai fornitori di connettività alla rete internet ovvero ai gestori di altre reti telematiche o di telecomunicazione, o agli operatori che in relazione ad esse forniscono servizi telematici o di telecomunicazione, la rimozione delle iniziative di chiunque nel territorio della Repubblica, attraverso le reti telematiche o di telecomunicazione, offre o svolge servizi o attività di investimento senza esservi abilitato. I destinatari degli ordini comunicati ai sensi del primo periodo hanno l'obbligo di inibire l'utilizzazione delle reti delle quali sono gestori o in relazione alle quali forniscono servizi. La CONSOB può stabilire con regolamento le modalità e i termini degli adempimenti previsti dal presente comma».

<sup>28</sup> Si tratta dei siti di “Smart FX” (sito internet [www.smartforex.site](http://www.smartforex.site)); Warp Enterprise Ltd (sito internet [www.firstfinancialbanc.com](http://www.firstfinancialbanc.com)); “Pro Consulting Invest” (sito internet [www.proconsultinginvest.com](http://www.proconsultinginvest.com)); “Gntfin LTD” (sito internet [www.gntfin.com](http://www.gntfin.com)); “Global Finance FX” (sito internet [www.fxglobalfinance.com](http://www.fxglobalfinance.com)). Sale così a 223 il numero dei siti complessivamente oscurati dalla Consob a partire da luglio 2019, da quando l'Autorità è stata dotata del potere di ordinare l'oscuramento dei siti web degli intermediari finanziari abusivi. I provvedimenti adottati dalla Consob sono consultabili sul sito della Consob stessa ([www.consob.it](http://www.consob.it)), in particolare all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/oscuramenti> e nella sezione “Occhio alle truffe!” (v. <http://www.consob.it/web/area-pubblica/occhio-alle-truffe>).

<sup>29</sup> CONSOB, Delibera n. 21171 del 5 dicembre 2019.

adottati dall'ESMA<sup>30</sup>. Si tratta di una decisione pionieristica. Basti pensare che la *Financial Conduct Authority* (FCA) del Regno Unito ha preso provvedimenti per impedire a quattro società di investimento cipriote di continuare a offrire contratti per differenza (CFD) agli investitori del Regno Unito. L'azione segna la prima volta in cui l'Autorità inglese ha deciso di usare il suo potere per rimuovere i diritti derivanti dal passaporto MiFID in entrata, ovvero l'autorizzazione a condurre servizi transfrontalieri, ai sensi della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

La base giuridica all'origine delle misure cautelari ed interdittive adottate dalla Consob e dalla *Financial Conduct Authority* è costituita dall'articolo 86 della MiFID II, che contiene il potere, per i regolatori dello Stato ospitante, di adottare misure precauzionali contro le società di passaporto in entrata. L'articolo 86, paragrafo 1, della MiFID II stabilisce infatti che, laddove un regolatore dello Stato ospitante abbia "motivi chiari e dimostrabili" per ritenere che un'impresa di investimento dell'UE che agisce sul suo territorio con il passaporto MiFID II non rispetti gli obblighi derivanti dalla stessa direttiva, il regolatore dello Stato ospitante deve riferire i suoi risultati al regolatore dello Stato di origine dell'impresa. Se a seguito di tale rinvio, nonostante le misure adottate dall'Autorità di regolamentazione dello Stato di origine, l'impresa persiste nell'agire in modo tale da "chiaramente pregiudicare gli interessi degli investitori dello Stato membro ospitante o il regolare funzionamento dei mercati" (articolo 86 della MiFID II), l'autorità di regolamentazione dello Stato ospitante, dopo aver informato l'autorità di regolamentazione dello Stato di origine, può adottare tutte le misure appropriate necessarie per proteggere gli investitori e il corretto funzionamento dei mercati. Ciò include la possibilità di impedire alle imprese di investimento incriminate di avviare ulteriori transazioni nel territorio degli Stati ospitanti (con avviso, senza indebito ritardo di Commissione europea ed ESMA ai sensi dell'articolo 86, paragrafo 1, lettera b), della MiFID II). Come è stato osservato<sup>31</sup>, la presa di posizione della FCA, tra le più influenti Autorità finanziarie, potrebbe

<sup>30</sup> Art. 7-*quater*, comma 4 del Testo unico della finanza (TUF), d.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, modificato dal d.Lgs. 10 maggio 2019, n. 49, che recita: «Se vi è fondato sospetto che un'impresa di investimento UE o una banca UE, operanti in regime di libera prestazione di servizi in Italia, non ottemperano agli obblighi derivanti dalle disposizioni dell'Unione europea, la Banca d'Italia o la Consob informano l'autorità competente dello Stato membro in cui l'intermediario ha sede legale per i provvedimenti necessari. Se, nonostante le misure adottate dall'autorità competente, l'intermediario persiste nell'agire in modo tale da pregiudicare gli interessi degli investitori o il buon funzionamento dei mercati, la Banca d'Italia o la Consob, dopo avere informato l'autorità competente dello Stato membro in cui l'intermediario ha sede legale, adottano tutte le misure necessarie compresa l'imposizione del divieto di intraprendere nuove operazioni in Italia. La Banca d'Italia o la Consob procedono sentita l'altra autorità, e informano la Commissione europea delle misure adottate».

<sup>31</sup> J. AHERN e N. PANDIT, *Closing Borders? UK Follows Italy's CONSOB in Unprecedented Inbound MiFID II Passport Removal* (reperibile all'indirizzo telematico <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/07/closing-borders-uk-follows-italys-consob-unprecedented-inbound-mifid>).

essere un *input* per altri regolatori nell'esercizio dei poteri di revoca del passaporto con rilevanti conseguenze per i "pirati", che troverebbero un ostacolo alle prospettive di arricchimento nell'azione più decisa dei vigilanti europei<sup>32</sup>.

### 5. *Gli strumenti finanziari derivati ed i contratti di gioco e scommessa*

Anche i contratti finanziari derivati presentano una linea di confine incerta con i contratti di gioco e scommessa. Dottrina e giurisprudenza dibattono sulla definizione e natura di quelli che per i mercati sono strumenti finanziari – i più diffusi –, per il diritto civile sono contratti e per gli investitori sono quasi scommesse. La triplice definizione che vi può essere ricondotta lascia trasparire quanto sia "ardua impresa" per il giurista delinearne i confini. Quasi impossibile poi parlare di derivato, ben preferendo la nozione plurale: la libertà che caratterizza il mercato e l'autonomia contrattuale che ne fanno da contorno o comunque strumento portano a declinarne risultati nuovi<sup>33</sup>.

Il legislatore italiano all'articolo 1 comma 2-ter TUF, con il rinvio all'allegato I e al comma 1-bis, lettera c), offre un elenco di cosa si intende per "strumenti derivati" ai fini della disciplina applicabile dalle presenti previsioni normative. Con queste disposizioni fa riferimento da una parte al meccanismo di dipendenza a un sottostante, dall'altra a un elenco di quelle che possono essere definite come tipologie degli strumenti finanziari derivati. L'elenco non è da considerarsi tassativo: l'autonomia privata libera di creare prodotti sempre nuovi permette solo una riconduzione a tali tipologie indicate, secondo le caratteristiche che potranno ravvisarsi. L'elenco, predisposto in chiave esemplificativa, delinea le operazioni e gli assetti giuridici che sono riconducibili alla definizione che è fornita sui siti delle principali Autorità nazionali di settore. La Consob riporta: "I prodotti derivati si chiamano in questo modo perché il loro valore deriva dall'andamento del valore di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente"<sup>34</sup>. L'attività, ovvero l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, costituiscono il "sottostante" del prodotto derivato.

<sup>32</sup> Un bilanciamento, quello tra libertà di prestazione dei servizi e tutela dei consumatori e dell'ordine pubblico, che si pone anche con riguardo alle scommesse online, v. R. FEDERICA, *Scommesse on-line: ordine pubblico vs tutela comunitaria delle libertà di stabilimento, concorrenza, prestazione di servizi*, in *Dir. Internet*, 2006, 2, 163 e ss.

<sup>33</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, II ed., Milano, 2011; D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 4; F. DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione a margine di un recente libro in tema di swap*, *Contratto e Impr.*, 2014, 4-5, 910; A.M. PANCALLO, *Dove conduce la ricerca del "derivato"? Le evoluzioni della giurisprudenza di merito e di legittimità*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 2, 485.

<sup>34</sup> CONSOB, *Educazione finanziaria*, cit.

La Corte di cassazione è intervenuta di recente, con una decisione destinata ad aprire dibattiti<sup>35</sup>, piuttosto che a porre un punto fermo, ed ha ribadito questa concezione affermando che “la mancanza nel nostro ordinamento di una definizione generale di “contratto derivato” si spiega con la circostanza che i derivati sono stati creati dalla prassi finanziaria e, solo in seguito, sono stati in qualche modo recepiti dalla regolazione del sistema giuridico. La notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria dei derivati rende, però, complessa l’individuazione della ricercata nozione unitaria, dovendosi tenere conto che il fenomeno è forse comprensibile in maniera globale solo in un’ottica economica”<sup>36</sup>.

Alla difficoltà dovute alla qualificazione conseguono e si aggiungono gli interrogativi sulla funzionalità di tali strumenti, principalmente divisi tra protezione del rischio per l’attività generata dal sottostante e mera scommessa. Infatti, anche sulla funzione non vi è una possibile riconduzione all’unanimità, pensando comunque allo strumento sia a un fine “assicurativo” di protezione dal rischio in riferimento all’attività sottostante svolta e per la quale si richiede copertura, sia come mera ricerca di un “guadagno” facile e immediato, per il quale si assume anche l’equivalente e altrettanto probabile rischio di una perdita. È proprio quest’ultimo aspetto che ha spesso portato a superare il limine tra derivato e scommessa.

Lo stesso legislatore ne esclude l’applicabilità della disciplina di cui all’articolo 1933 del Codice Civile: in questo modo non solo ne riconosce una caratteristica comune a quella della scommessa o del gioco, come più comunemente inteso, ma addirittura ne afferma quasi la natura. La scelta è chiara: escludere l’applicabilità della disposizione normativa del 1933 c.c. ai derivati manifesta come si sia voluto dare una tutela giurisdizionale a coloro che avessero riportato notevoli perdite dal risultato dello strumento. In altre parole, il legislatore ha inteso offrire tutela a chi si affaccia sui mercati finanziari, aspetto di estrema rilevanza se si considera non solo che i derivati sono gli strumenti più diffusi sul mercato, ma soprattutto l’importanza economica che riveste la necessità di favorire i flussi di risparmio verso i mercati stessi.

La previsione legislativa sottolinea come i tratti di alea e rischio che caratterizzano uno strumento complesso rendono labili i confini col gioco; tuttavia, almeno nel campo giuridico, la riconduzione del derivato all’alveo degli strumenti finan-

<sup>35</sup> R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?* (Commento a Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770), in *Diritto Bancario* ([www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)), 2020; F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell’efficienza e dell’integrità del mercato*, *ibid.*; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, *ibid.*; M. DANUSSO, *Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza*, *ibid.*

<sup>36</sup> Cassazione civile, Sezioni unite, 12 maggio 2020, n. 8770.

ziari permette di assicurare la disciplina prevista dal *corpus* normativo dedicato ai mercati finanziari, sia in termini di tutela del cliente, sia in termini di controllo nonché stabilità del sistema stesso. Sul primo profilo è fondamentale rilevare come numerose pronunce<sup>37</sup>, anche di merito<sup>38</sup>, che hanno interessato i derivati si siano concentrate sulla mancanza di una corretta informazione alla clientela<sup>39</sup>. Questo in quanto tra i profili di clienti per i quali i derivati costituiscono spesso fonte e causa di ingenti perdite, talora inaspettate, rientrano i cd. clienti retail. Non solo nelle Corti, ma anche nei Collegi di risoluzione alternativa delle controversie – il riferimento è in particolare all'Arbitro per le Controversie Finanziarie istituito presso la Consob – i principi osservati sono stati i medesimi<sup>40</sup>.

Al di là delle plurime definizioni giuridiche che vi possano essere ricondotte, un punto più preciso sulla natura degli strumenti – come la stessa Cassazione ha ricordato – in uno specifico caso può essere fornita solo dagli indicatori economici internazionali: ciò che rileva, al termine, è l'assetto economico che il derivato realizza, a prescindere da una connotazione giuridica che ad esso può essere ricondotta. Segno della necessità di un tentativo di classificazione dei derivati, se non a una loro tassonomia quanto a una loro standardizzazione, emerge da una recente comunicazione dell'Isda<sup>41</sup> – *International Swaps and Derivatives Association* – che ha manifestato l'intenzione di procedere a una categorizzazione sulla base di indici dei derivati, oltreché di tipologie e scopo che essi mirano a realizzare. Questo ha l'obiettivo di ridurre il rischio e agevolare la commercializzazione dei prodotti. Riservato alle imprese e non rivolto agli investitori al dettaglio, il profilo che comunque qui rileva è l'avvertita necessità che si proceda verso un ordine o comunque una certa più ordinata classificazione di questi prodotti.

## 6. Il caso dei contratti derivati “per differenza”

La complessità che essi possono assumere ne alimenta ancor più la rischiosità, che – come più volte ricordato – si insinua nella loro stessa funzione. Ciò rende difficile, se non addirittura impossibile, la comprensione degli effetti dello strumento e degli scenari che l'eventuale investimento in derivati può comportare.

<sup>37</sup> Cass., 18.3.2019, n. 7574; Cass., 18.7.2017, n. 18781; Cass., 13.7.2018, n. 18724.

<sup>38</sup> Trib. Udine, 24 febbraio 2015; Trib. Milano, 22 dicembre 2015, n. 14622; Tribunale Genova, 30 novembre 2015: in particolare, questo filone giurisprudenziale ha escluso l'invalidità del contratto per la mancata comunicazione del *Mark to Market*, non ravvisando tale elemento come oggetto del contratto.

<sup>39</sup> B.N. CIOFFI, *L'informazione la trasparenza e la causa dei contratti derivati*, Napoli, 2018; M. LEMBO, *Certezze ed incertezze giurisprudenziali in tema di contratti derivati. Breve panoramica sullo stato dell'arte*, in *Diritto Bancario*, ([www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)) giugno 2020.

<sup>40</sup> Collegio ACE, 16 giugno 2020, n. 2678.

<sup>41</sup> ISDA Launches Clause Library, New York, June 23, 2020.

Per tale ragione le Autorità di vigilanza nazionali ed euro-unitarie hanno posto attenzione su questi prodotti. Nei mercati finanziari un significativo cambio di prospettiva è avvenuto nel primo decennio del Duemila, come tentativo di risposta alla crisi economica e finanziaria che ha travolto il periodo. La serie di riforme che hanno preso il via da parte delle Autorità nazionali competenti si sono indirizzate verso una tutela del mercato e dell'investitore.

Nella consapevolezza che un approccio regolamentare basato unicamente sullo scambio informativo oppure con interventi *ex post* non si era rivelato sufficiente né adeguato, è sorta la consapevolezza che occorreva anche un indirizzo di intervento preventivo. Tra gli esempi di questa fase possono essere ricordate le misure intraprese dal Belgio in merito al 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<sup>42</sup>. Nel Regno Unito, invece, sono state poste in essere regole più severe per le imprese che vendono contratti per differenza ai clienti al dettaglio<sup>43</sup>. L'Italia non è rimasta inerte, rivolgendo attenzione alle pratiche commerciali scorrette con cui questo tipo di strumenti è offerto alla clientela: questi sono stati definiti come “nuove forme di investimento finanziario altamente speculative”<sup>44</sup>. A suscitare l'attenzione delle Autorità competenti sono state le caratteristiche stesse di tali prodotti, quali la complessità, l'alto rischio e l'elevata volatilità a breve termine. A rendere ancora più difficile la corretta comprensione dei termini dei prodotti e la valutazione delle loro prestazioni attese e i rischi assunti vi è il fatto che contratti per differenza e opzioni binarie sono prodotti generalmente offerti agli investitori al dettaglio attraverso piattaforme di *trading* elettroniche, senza essere accompagnate da un servizio di consulenza o di gestione del portafoglio.

### *7. I poteri di intervento esercitati nel caso dei contratti derivati per differenza*

La direttiva MiFID II ed il regolamento MiFIR hanno introdotto l'istituto di *product intervention*, vale a dire nuovo focus di vigilanza sui comportamenti degli intermediari, che attribuisce poteri di monitoraggio e intervento alle Autorità nazionali e euro-unitarie, 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 tute-

<sup>42</sup> Regulation of the Financial Services and Markets Authority regulating the distribution of certain derivative financial instruments to retail clients, approved by Royal Decree of 21 July 2016.

<sup>43</sup> Financial Services Authority, DP11/1 Product intervention, January 2011; Id., FS11/3 Product intervention - Feedback Statement on DP11/1, June 2011.

<sup>44</sup> CONSOB, *Comunicazione Consob a tutela dei risparmiatori sui rischi legati a investimenti in cfd e opzioni binarie*, 7 febbraio 2017 (tratta da [www.consob.it](http://www.consob.it)).

lare 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. È uno strumento di *extrema ratio*, sottoposto a stringenti requisiti e un dettagliato processo, affidato in primo luogo alle Autorità nazionali competenti – per l'Italia Consob e Banca d'Italia – e in via sussidiaria alle Autorità euro-unitarie, in particolare, ESMA – l'*European Securities and Markets Authority* – e l'EBA – l'*European Banking Authority*.

Lo scopo del legislatore è stato quello di predisporre un apparato normativo utile, se non a evitare, almeno a contenere la possibilità che i clienti *retail* impattassero in ingenti perdite. Dimostrata l'insufficienza dei soli due pilastri sui quali si era da sempre fondata la normativa di settore, la trasparenza informativa e la correttezza del comportamento da parte degli intermediari, si è ritenuto opportuno architettare una terza forma di tutela, che intervenisse *ex ante*. Non sorprende che i primi interventi di *product intervention* posti in essere dall'ESMA si siano rivolti a quegli stessi prodotti già oggetto di attenzione da parte di molte Autorità nazionali. Le prime applicazioni delle misure hanno avuto ad oggetto due tipologie di prodotti, considerati, per le loro caratteristiche intrinseche, pericolosi, soprattutto se offerti a una clientela *retail*: opzioni binarie e contratti per differenza, entrati in vigore, rispettivamente, dal 2 Luglio 2018<sup>45</sup> e dal 1° Agosto 2018<sup>46</sup>. Per entrambe era stata stabilita una durata di tre mesi, rinnovata più volte e in vigore fino all'autunno scorso.

Se per le opzioni binarie si è predisposto un divieto di commercializzazione, distribuzione e vendita ai clienti *retail*, per i contratti per differenza si è posta in essere una restrizione. Al riguardo, l'ESMA non ha più rinnovato le misure transitorie e conseguentemente la vigilanza è tornata sotto il controllo degli Stati membri. Ma non è un ritorno al passato. Le misure introdotte dall'ESMA hanno permesso l'adozione di regole da parte delle Autorità nazionali che ancora non le avevano avviate, secondo criteri che potrebbero essere definiti uniformi in gran parte degli Stati membri. D'altra parte, gli Stati che già avevano predisposto le misure le hanno talora rafforzate verso il comune standard raggiunto. È evidente che in un settore insensibile ai rigidi confini nazionali, un approccio pan-europeo sia maggiormente in grado di garantire una uniformità ed effettività di tutela.

<sup>45</sup> European Securities and Markets Authority Decision (EU) 2018/795 of 22 May 2018 to temporarily prohibit the marketing, distribution or sale of binary options to retail clients in the Union in accordance with Article 40 of Regulation (EU) n. 600/2014 of the European Parliament and of the Council.

<sup>46</sup> European Securities and Markets Authority Decision (EU) 2018/796 of 22 May 2018 to temporarily restrict contracts for differences in the Union in accordance with Article 40 of Regulation (EU) n. 600/2014 of the European Parliament and of the Council.

## 8. *Conclusioni*

L'importanza di ricondurre i contratti di investimento all'interno del confine del mercato finanziario è una necessità e non una semplice esigenza di classificazione. Investire non è un gioco, perché investire ha conseguenze non solo per il singolo ma anche per il mercato nel suo insieme. La linea di confine rimane incerta e questo rende difficoltoso applicare le regole che sono state disposte per evitare, contenere o porre rimedio alle conseguenze che un investimento sollecitato scorrettamente può generare. Il pericolo generato da pratiche come quelle qui considerate, che attraggono maliziosamente clienti inesperti, pregiudicano in ultima istanza il buon funzionamento del mercato. Per questo, è fondamentale che i confini rimangano ben presidiati e, per quanto possibile, altrettanto bene individuati, pur nella continua innovazione, finanziaria e tecnologica, che caratterizza i contratti di investimento nelle economie moderne.